

Caso TelefónicaNet

Fernando Bravo Herrera¹

Resumen

Los distintos intereses de los usuarios externos de la información financiera de una empresa es un tema que poco a poco va estableciéndose como un hecho en el mercado de capitales.

Igualmente va quedando claro que no siempre coinciden los intereses de distintos grupos de accionistas de una empresa, específicamente entre los grupos de accionistas minoritarios y los grupos mayoritarios o controladores. Estas diferencias se hacen presentes en situaciones bien precisas, tales como estrategias o políticas de dividendos, áreas de negocios u otros, y que se resuelven a nivel de votaciones de directorios o de juntas de accionistas.

¹ Este caso fue desarrollado por el académico Fernando Bravo Herrera con la colaboración de alumnos de pregrado actuando como investigadores ayudantes. Para los efectos prácticos, siendo éste un caso real, se han realizado algunas modificaciones menores. Las fuentes de información son antecedentes públicamente disponibles. Reproducido por el Departamento de Administración, de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, para servir como base de discusión en clase, más bien que como ilustración del manejo correcto o incorrecto de la gestión administrativa.

En el caso de telefónica Net se nos presenta la interesante circunstancia de estudios una situación real de intereses contrapuestos, entre grupos de accionistas que difieren en la realización de una operación de venta de una filial y en el precio de la operación. Al mismo tiempo, este caso nos ayuda a discutir los conceptos de accionistas mayoritarios y minoritarios.

Introducción

Nicolás Majluf Sapag fue uno de los dos directores (de un total de 7) de Telefónica CTC Chile que votó en contra de la venta de la filial Internet a la matriz española Telefónica S.A... Si bien este director, elegido sólo por las AFP, aún no se atreve a asegurar que la maniobra fue perjudicial para los accionistas minoritarios, sí sabe que las cosas se hicieron mal. “Los accionistas mayoritarios no tenían derecho a ponernos en una situación tan difícil”. Su preocupación principal: cuál es la misión estratégica de Telefónica CTC Chile ahora.

La sensación en el mercado es que los accionistas minoritarios fueron simplemente burlados. “Se los pistolearon”, dicen los analistas, quienes consideran que los españoles de Telefónica, con su 43,6% de participación en CTC, hicieron de las suyas con el resto de los accionistas al aprobar una transacción entre partes relacionadas, pasando a llevar a los ADR y las AFP, quienes juntos poseen más que los mismos españoles.

El Wall Street Journal habla del “capitalismo de la conquista”, ya que Telefónica ha hecho lo mismo en Perú y Brasil: operaciones que dejan descontentos a sus socios más pequeños. En Argentina tuvieron menos éxito... los minoritarios lograron frenar una operación muy similar: la venta de la filial de Internet a la matriz.²

Lo descrito anteriormente fue publicado en la revista Capital, con ocasión de la venta realizada por Telefónica CTC Chile, que vendió a través de su filial Telefónica Mundo 188 el 100% de su participación en Telefónica Net a Terra Networks (Ver Anexo 1 y 2, de esquemas de propiedad del Grupo Telefónica CTC Chile entre 1998 y 1999 respectivamente). Lo anterior originó una gran preocupación por el respeto que se tiene con los derechos de los accionistas minoritarios sobre las diversas operaciones de cambio de control de empresas, que se han efectuado en Chile en los últimos años (Chispas, entre otras). Estas operaciones han sido cuestionadas por la opinión pública, planteándose que los accionistas controladores habrían perjudicado en éstas a los minoritarios.

² *Revista Capital*, noviembre de 1999.

En este contexto, el abogado Claudio Pardo esta interesado en defender los derechos de los accionistas minoritarios, siempre que existan bases para considerar que han sido perjudicados. Como es lógico, este abogado no tiene muchos conocimientos de análisis financiero, y es por este motivo que lo ha contratado a usted, como perito especializado en Finanzas, para analizar si la venta de Telefónica Net fue justa con los intereses de los accionistas minoritarios o no. Y para esto, le ha pedido que estudie cuidadosamente los antecedentes del caso, presentados en el siguiente informe que realizó el abogado en las partes I y II que a continuación se presentan.

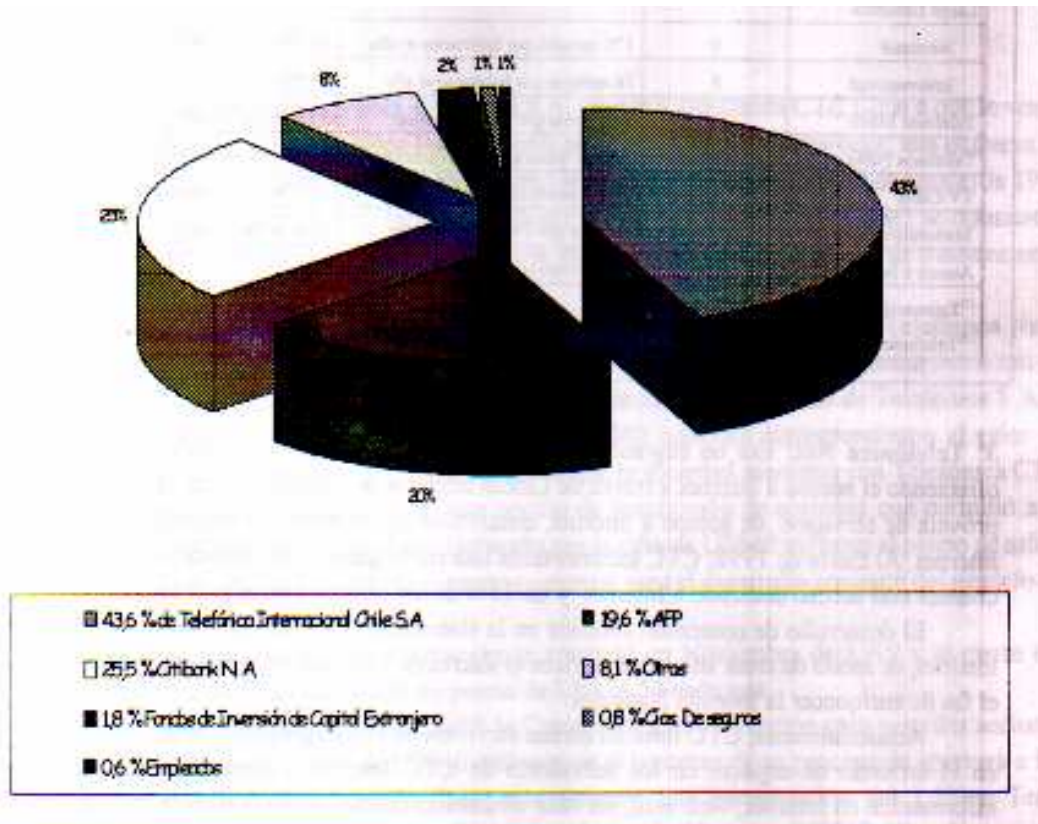
I. IDENTIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS

1º Telefónica S.A. es una de las diez mayores compañías de telecomunicaciones del mundo, la primera empresa privada de España y el operador líder de servicios de telecomunicaciones en el mundo de habla hispana y portuguesa. Está estructurada en una matriz (Telefónica S.A.) y siete líneas de actividad diferenciadas, como son Telefónica de España, Telefónica Móviles, Telefónica Internacional, Telefónica Media, Telefónica Intercontinental, Telefónica Comunicaciones Interactivas y Telefónica Data.

En agosto de 1998 se adjudicó un importante grupo de empresas al participar en la privatización brasileña del sistema Telebras, con lo que quedó en condiciones de duplicar, en muy corto plazo, su presencia en Iberoamérica. La operación le abrió las puertas a un mercado de 160 millones de personas. Además, el Grupo Telefónica concentra importantes inversiones en Latinoamérica a través de Argentina (Tasa, Cablevisión), Perú (Telefónica del Perú), Venezuela (CANTV), y Chile (CTC).

2º Telefónica CTC Chile: es uno de los principales agentes de desarrollo de la economía nacional, ofreciendo servicios de telecomunicaciones soportados por una moderna infraestructura, basada en una red totalmente digitalizada. Se estima que la compañía

contribuye aproximadamente en un 69% al PIB del sector Telecomunicaciones y en un 2,2% al PIB nacional. Está constituida por:



*Telefónica Internacional Chile S.A. pertenece en un 100% a Telefónica España S.A.

Además la participación de Telefónica CTC Chile en el mercado Chileno en el año 2000 es la siguiente:

Sector de Telecomunicaciones en Chile ⁽¹⁾			
Negocios	Participantes	Tamaño del Mercado	Participación de Telefónica CTC Chile
Telefonía Básica	9	20 líneas por 100 habitantes	86,3% de las líneas en servicios
Larga Distancia			
Nacional	9	176 minutos por habitantes al año	38,1% del tráfico de la red telefónica CTC Chile
Internacional	9	16 minutos por habitantes al año	33,8% del tráfico de la red telefónica CTC Chile
Telefonía Móvil	4	14,2 líneas por 100 habitantes	54% de los clientes
Teléfonos Públicos	7	51.000 líneas aproximadamente	27,1% del parque de teléfonos públicos
TV Cable	4	20,2% penetración de hogares	41% de los abonados
Transmisión de datos	7	Ingresos por US\$ 150 millones	60% de los ingresos
Acceso a Internet	30	4,4% penetración hogares	⁽²⁾
⁽¹⁾ Estimación de Telefónica CTC Chile ⁽²⁾ Telefónica CTC Chile vendió su participación en Telefónica Net el 4 de octubre de 1999			

3º Telefónica Net: Era un negocio que fue desarrollado en 1995 a través de la filial CTC Mundo, ofreciendo el acceso a Internet a través de Líneas telefónicas. Telefónica Net, antes llamado CTC Internet proveía de servicios de acceso a Internet, desarrollando contenidos y servicios de valor agregado para Internet. Al cierre de 1998, CTC Internet tenía una participación de mercado estimada de un 50% de los clientes con acceso dedicado a Internet y un 35% de los clientes con acceso conmutado.

El desarrollo de contenido consiste en la elaboración de material nacional para ser publicado en Internet, de modo de crear sitios que generen el interés de los usuarios y de otros proveedores chilenos, con el fin de enriquecer la Internet Nacional.

Adicionalmente, CTC Internet ofrece servicios de valor agregado como web hosting, que consiste en el arriendo de espacio en los servidores de CTC Internet a personas o empresas que publican información en Internet; web mail, servicio de casillas electrónicas vía web; web chats y otros.

La estrategia comercial de CTC Internet está también orientada a la educación y difusión de Internet en Chile. Ello se ha materializado a través de la entrega sin costo de conexiones a Internet a establecimientos educacionales y la habilitación, en el Edificio Corporativo, de la Plaza Internet, espacio destinado a realizar en forma gratuita jornadas de entrenamiento en el uso de Internet, principalmente para estudiantes y profesores. Asimismo, durante 1998 se amplió el número de puntos de comercialización de los servicios de CTC Internet.

En 1998 el Ministerio de Educación, con el apoyo de CTC, lanzó el proyecto Internet Educativa 2000, para proveer a todo el sistema educacional chileno acceso a Internet. Esta iniciativa busca generar contenidos y servicios educativos, acordes con el currículum nacional. Con este objetivo, durante 1999 CTC proyecta conectar un mínimo de 6.500 establecimientos educacionales, y entre los años 1999 y 2000, abrir cuentas personales de correo electrónico para todos los profesores de Enseñanza Media y Básica, y posteriormente otorgar cuentas a los alumnos.

Durante 1998, CTC Internet registró crecimientos de 214% y 41% en el número de clientes dedicados³ y conmutados,⁴ respectivamente, y sus ingresos se incrementaron en 378% en relación con el año anterior. (Ver la razón Social de la empresa en ANEXO 3, Los estados financieros de Telefónica Net no se desglosan de los estados financieros de Telefónica Mundo 188)

³ Cliente dedicado, es el que realiza un enlace digital y bidireccional de acceso a la red de Internet.

⁴ Clientes conmutados son aquellos que realizan el acceso a Internet a través de la línea telefónica utilizando un módem.

II. Antecedentes más relevantes del caso

A. Reseña histórica de lo sucedido

En agosto del año 1999, la matriz española Telefónica S.A: “invita” a Telefónica CTC Chile a que le venda su filial de Internet (Telefónica.net), ya que los españoles están creando Terra Networks: una empresa de Internet presente en varios países de la región. Se presentó la idea ante el directorio el 20 de agosto de 1999 y Felipe Montt junto a Nicolás Majluf (ambos del directorio de Telefónica CTC Chile) se opusieron, porque la operación no presentaba la claridad suficiente, requerida sobre todo en casos de transacciones entre partes relacionadas.

En Octubre de 1999 se efectuó la venta de la filial de Telefónica CTC Chile "Telefónica Net", proveedora de servicios de conexión a Internet, a la empresa "Terra Networks". La operación involucró un total de US\$49,7 millones (Este precio fue el de valorización de los representantes de Telefónica S.A. y correspondía la 100% de Telefónica Net), de los cuales US\$40 millones correspondieron al valor de acciones de la filial y US\$9,7 millones al pago de la deuda que la sociedad mantenía con Telefónica CTC Chile. Adicionalmente, la transacción incluyó una opción de suscripción de acciones que permitió a la compañía adquirir 2.984.986 acciones de Terra Networks por la cifra de US\$40 millones al precio de salida a bolsa de US\$13,40 por acción así como un acuerdo comercial para el desarrollo conjunto del negocio de Internet en Chile.

La inversión en acciones de Terra Networks se concretó en Noviembre de 1999 y al cierre del ejercicio, dichas acciones habían alcanzado un precio de US\$54,57 cada una.

Posteriormente, el 17 de noviembre de 1999, la Compañía ejerció su opción para suscribir acciones de Terra Networks S.A. por un monto de US\$40 millones en el contexto de su proceso de apertura a las bolsas internacionales. Esto permitió a la Compañía alcanzar una participación del 1,1% en Terra Networks, adquiriendo las acciones al precio de salida a bolsa de 13 euros (US\$13,40) cada una, sin prorrateo. Al cierre de 1999, las acciones de Terra Networks alcanzaron a US\$54,75 por acción. Telefónica CTC Chile tiene restricción de venta

de dichas acciones por un período de 12 meses, al término del cual Telefónica (España) tiene la primera opción para adquirirlas por la filial Telefónica Empresas. Además, la transacción contempló un contrato de prestación de servicio telefónico de Telefónica CTC Chile a Terra Networks, que tendrá un efecto multiplicador en la utilización de las redes.

Telefónica CTC Chile conserva la presencia en el negocio de Internet, a través de CTC Internet, suministrando servicios de conectividad, además de servicios de valor agregado para empresas y profesionales independientes. Asimismo, Internet representa en la actualidad cerca del 10% del tráfico total que circula por las redes de la compañía, representando un importante y creciente ingreso para los resultados corporativos

B. Discrepancias de opinión entre accionistas minoritarios y la administración

De acuerdo con la información analizada, Telefónica S.A. unió los distintos negocios de Internet en todo el mundo. Se anunció la misma operación para lo que es multimedia, en el que Chile no está entrando. Y ya anunciaron lo mismo con telefonía móvil y con datos, los cuales no se han llevado a cabo aún.

Personas como Claudio Muñoz (Vicepresidente de Control de gestión de Telefónica CTC Chile) señalan que la venta de Internet no debilita estratégicamente a CTC. Pero la estrategia de CTC hasta 1998 era decir que se quieren las tres T: Todos los servicios a Todos los clientes, en Todos los lugares. Por eso es que CTC estuvo peleando por estar en larga distancia (Cinco años de juicio). Peleó por conseguirse el negocio móvil, entró en el negocio de los datos. Entró en Internet, entró en multimedia (está en Metrópolis Intercom). Cubriendo todo. Las tres T interpretan muy bien lo que estaba haciendo CTC

Además el ex gerente general de Telefónica S.A., (el señor Villalonga) sugirió una OPA para aumentar su participación en Telefónica CTC Chile. Ante la alternativa anterior, el Señor Majluf propuso que si Telefónica va a seguir adelante con su estrategia es preferible que compre Telefónica CTC Chile completamente y la transforme en una subsidiaria (al respecto,

es conveniente leer el anexo 6 de la ley de opas). Así CTC pasaría a ser Telefónica completa, no sólo en el nombre. Y eso hace sentido.

C. Problemas legales

Cuando se propuso la venta en la reunión del directorio de agosto de 1999, Felipe Montt y Nicolás Majluf presentaron problemas por el precio fijado ya que cuando se les presentó esta transacción se les dijo que fijarían un precio, a través de un juicio experto: Bear Stearns. La idea era simular una subasta, hacer una subasta virtual.

En segundo lugar, vino el tema de los contratos. En opinión de Don Nicolás Majluf no había ninguna evidencia de cómo serían los contratos cuando se presentó la operación. Porque si la empresa se vende, se supone que el tráfico lo sigue manejando la Telefónica CTC Chile. Por lo tanto van a estar relacionadas, sin embargo, a la fecha de la posible venta de telefónica Net no había ninguna luz sobre los contratos. Y además faltaba la forma de pago, donde la única alternativa conocida era que se pagara en acciones de una compañía que se llamaba Interactiva. El 100% de la compañía Interactiva más tarde pasó a componer el 50% de la recién creada Terra Networks, ya que, no sólo no había sido creada a ese momento, sino que ni siquiera tenía nombre cuando se ofreció la operación, en opinión del Señor Majluf.

En la entrevista a Don Nicolás Majluf realizada por la Revista Capital revela que para los Directores de Telefónica CTC Chile, Telefónica Net era una empresa “cacho”: con patrimonio negativo, con pérdidas de 3 millones de dólares y con un tercio de sus 60 mil usuarios gratis. Pero los accionistas de las AFP sabían que es normal que una empresa de Internet pierda dinero en un comienzo, tal como la famosa empresa AMAZON que hasta hoy en día (Diciembre de 2000) continúa teniendo pérdidas contables.

Finalmente el directorio aprobó la transacción, a pesar de que lo rechazó el comité de auditoría de la compañía,⁵ entidad que existe para asesorar al directorio precisamente en estas

⁵ Este comité estaba constituido por directores internos de Telefónica CTC Chile y representantes de los accionistas minoritarios, entre ellos por Nicolás Majluf

materias y para darle garantías de confianza al mercado. Se aprobó en el directorio por cinco votos contra dos. En opinión de Don Nicolás Majluf fue muy confuso lo que pasó con el comité de auditoría, porque el comité se desarrollo simultáneamente con el directorio, aunque los representantes de las AFP fueron explícitos en señalar que el comité rechazaba la transacción. En esta operación, por primera vez el comité de auditoría recomienda en contra de una transacción de propiedad entre partes relacionadas y el directorio lo aprobó igual (A diferencia del conocido Caso Chispas, donde el comité de auditoría si aprobó la venta)

D. Valorización de Telefónica Net

Cuando Terra Networks salió a la bolsa subió de 3.600 millones de dólares a cerca de 10 mil millones. Se disparó casi un 300% en un día. A la CTC le pagaron 40 millones de dólares en acciones de Terra Networks, y hoy día, si se pudiesen vender, se recibiría sobre 100 millones de dólares opina Don Nicolás Majluf.

En el año 1998, el directorio de Telefónica CTC Chile tuvo acceso a una valoración que hizo Lehmann Brothers tiempo atrás, que dijo que Terra Networks tendría una valoración en el 2001 de 8 mil millones de dólares y ese valor lo alcanzó el primer día. Si se toma ese parámetro, la empresa valía más de los 50 millones de dólares (40 millones más la deuda) que ofreció Telefónica.

De acuerdo a Goldman Sachs, el valor de Terra Networks es mayor que el de la suma de las empresas que hicieron su aporte, pero Telefónica Net aportó 60.000 usuarios a un total de 1.144.000 usuarios que tenía Terra Networks el 30/11/1999. (Fuente: www.terra.com)

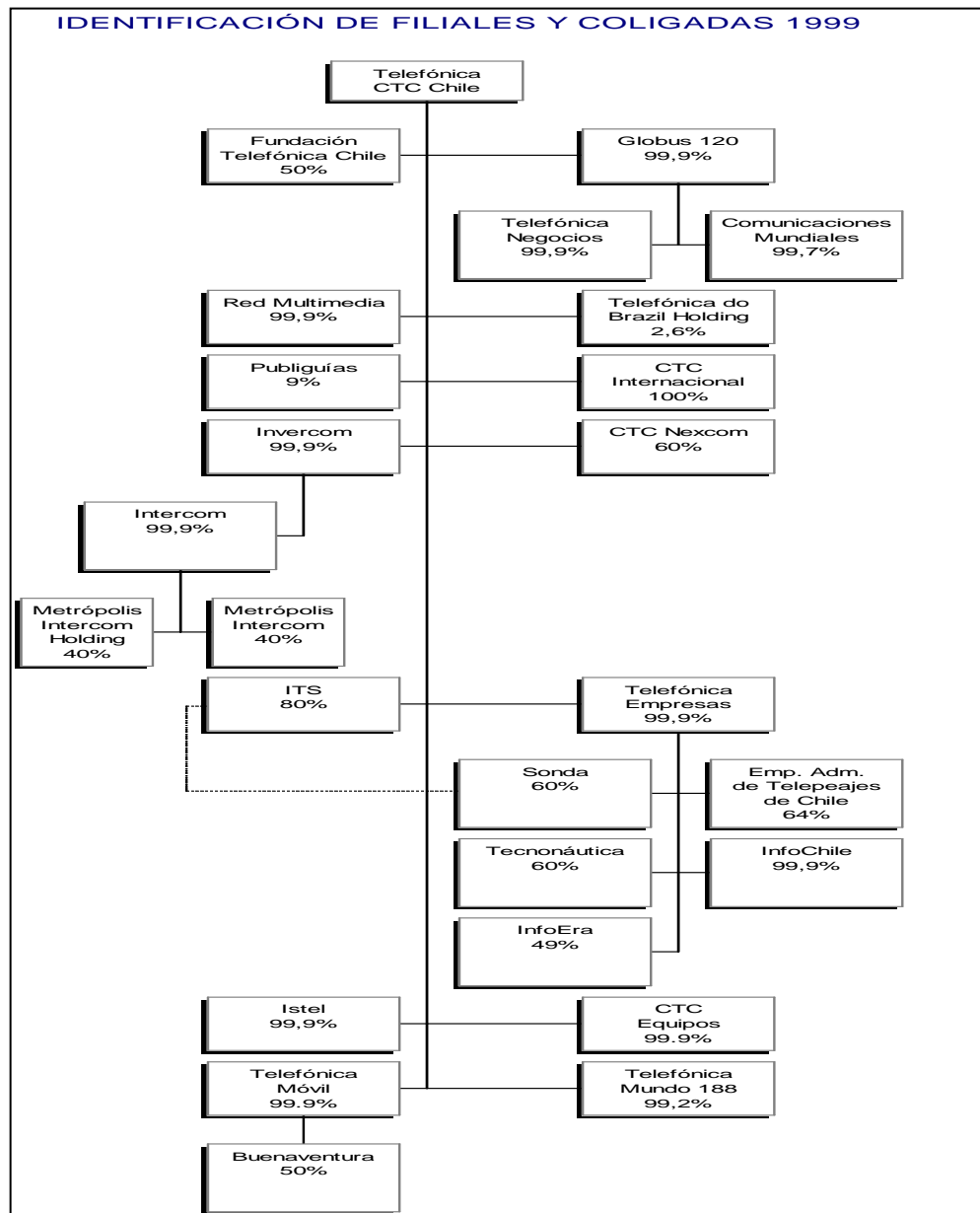
III. Plan de trabajo

Por fin ha llegado el día de la audiencia en que usted está preparado para contestar las preguntas que le hará el Abogado Claudio Pardo para la investigación que está llevando a cabo.

1. El caso habla de accionistas mayoritarios y minoritarios, ¿puede usted claramente identificarlos como tal, qué características tienen, cómo se expresa esta mayoría?
2. La teoría dice que si hay una transacción entre partes relacionadas, ésta tiene que hacer sentido, tiene que responder a la estrategia de la empresa, ¿Qué pasó en este caso respecto a la estrategia tanto de Telefónica S.A. como de Telefónica CTC Chile?
3. ¿Existen "problemas de agencia" que pudiesen detectarse en la venta de Telefónica Net? ¿Cuáles son ellos? (Problema de Agencia, es el problema producido en la administración debido a que los intereses de los dueños o "Principales" son distintos al de los administradores o "Agentes")
4. El valor de Telefónica Net fue justo o injusto según las partes que opinan. ¿Qué métodos hubiera propuesto usted si estima que el procedimiento no fue justo?
5. En función de la opinión sobre el valor de Terra Networks hecha por Goldman Sachs, ¿Quién se lleva el Goodwill?, ¿Los accionistas mayoritarios de Terra Networks (es decir Telefónica España) o los accionistas minoritarios (Entre ellos los accionistas de las AFP)?
6. En el caso en que los accionistas minoritarios no hubiesen estado protegidos, mencione la forma en que se podrían haber protegido si hubiese estado aprobada la nueva ley de OPAS

Anexo N° 1

Empresas que constituyen Telefónica CTC Chile S.A.⁶



⁶ Extracto de la memoria de Telefónica CTC Chile 1998

Anexo N° 2

Razón social de Telefónica Net⁷

Razón Social: Sociedad Provedora de Servicios de Conectividad S.A.

RUT: 96.834.230-4

Objeto social

Establecimiento, adquisición, instalación, administración, comercialización y desarrollo de instalaciones, equipos y sistemas para la explotación de servicios de provisión de acceso o conectividad a redes locales, nacionales, internacionales o universales mediante Internet u otras tecnologías que se desarrollen en el futuro para estos fines.

Datos generales

Constituida por escritura pública del 3 de julio de 1997 ante el Notario Público don Osvaldo Pereira González, cuyo extracto se inscribió a fojas 18.388 N° 14.642 del Registro de Comercio del año 1997 del Conservador de Bienes Raíces de Santiago. La sociedad no ha tenido modificaciones.

Participación de CTC en el capital (directa e indirecta): 95,0%

Patrimonio: M\$ 144.567

Gerente General: Jorge Martina Aste

Directorio:

Presidente: Jacinto Díaz Sánchez

Vicepresidente: Claudio García Swears

Directores: Mateo Budinich Diez
Alejandro Saint-Jean Schiersand
Florencio Utreras Díaz

⁷ Extracto de la memoria de Telefónica CTC Chile, año 1998, página 60, donde se explica que "Telefónica Net" es un nombre de fantasía al igual que "CTC Internet S.A.", ya que esta inscrito como "Sociedad Provedora de servicios de Conectividad S.A."

Anexo N° 4

Extracto de la memoria de Telefónica CTC Chile

(Año 1999 - Página 154)

VENTA DE LA EMPRESA SOCIEDAD PROVEEDORA DE CONECTIVIDAD S.A.

El directorio de Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A. ("Telefónica CTC Chile") aprobó la venta de Telefónica Net (ex CTC- Internet) a Telefónica Interactiva S.A. El precio de venta se fijó en US\$ 40 millones más la deuda que Telefónica Net tenga con Telefónica CTC Chile, la que hoy asciende a US\$ 8 millones. Los US\$ 40 millones serán utilizados posteriormente en la adquisición de una participación en Telefónica Interactiva.

Actualmente, Telefónica CTC Chile participa indirectamente en la propiedad de Telefónica Net, a través del 95% de la Compañía de teléfonos de Chile - Transmisiones Regionales S.A. ("Telefónica Mundo 188") (99,2% de propiedad de Telefónica CTC Chile) posee en esa Sociedad. Adicionalmente, Telefónica Mundo 188 tiene una opción para canjear su participación en la Sociedad Desarrollo de Servicios de Información S.A., InfoEra, proveedora de contenidos para Internet, por el 5% restante de Telefónica Net en junio del 2000.

Telefónica Net es una de las empresas líderes del mercado Internet en Chile y presta servicios conmutados de acceso a Internet a través de líneas telefónicas a aproximadamente sesenta mil usuarios.

Esta transacción sólo incluye el negocio de acceso conmutado para clientes residenciales, mientras que el negocio de acceso dedicado a clientes empresas será provisto por la filial Telefónica Empresas (ex CTC Corp.).

Al 31 de julio de 1999, Telefónica Net tenía activos totales por US\$ 12,3 millones, pasivos totales por US\$ 15,1 millones y un patrimonio negativo de US\$ 2,8 millones. Durante el período de enero - julio de 1999 Telefónica Net registró US\$ 6,2 millones de ingresos operacionales y una pérdida neta de US\$ 30 millones.

Telefónica Interactiva es el mayor proveedor de servicios de acceso a Internet, contenido y servicios de portal en el mercado de habla hispana y portuguesa. Con una fuerte presencia en mercados líderes como Brasil, México, España y ahora Chile, Telefónica Interactiva tiene más de 600.000 clientes en el negocio de acceso a Internet y más de 300 millones de páginas vistas mensuales en su negocio portal.

Telefónica Interactiva contribuirá en forma importante al desarrollo de Internet en Chile, dando acceso a Internet, portales y contenido en su propio idioma para clientes de América Latina. Telefónica CTC Chile continuará proveyendo la infraestructura de red a través de la cual Telefónica Interactiva prestará acceso a Internet en Chile y se beneficiará del mayor tráfico sobre sus redes. Además los clientes de Telefónica CTC Chile tendrán acceso a un operador de Internet y un proveedor de contenido global.

Anexo N° 5

Ley de OPAS en Chile

Entre 1993 y hasta la actualidad han sido sometidos al congreso para una sanción legislativa varios proyectos de ley para reformar el arcaico sistema económico que hasta la actualidad ha estado regulando la vida del país. Para continuar con este impulso modernizador, el ex - Presidente de la República (Eduardo Frei Ruiz-tagle) envió un mensaje al congreso, y específicamente a la cámara de Diputados para introducir mecanismos de protección a los accionistas minoritarios.

Los objetivos que este proyecto busca son introducir cambios en la ley de mercado de valores y en la de sociedades anónimas, en los decretos leyes sobre administración de fondos mutuos, fondos de pensión, y en ley orgánica de la superintendencia de administradoras de fondos de pensión.

Las reformas antes mencionadas consisten principalmente en:

- I. Ley de mercado de valores: Los grandes cambios producidos en la economía y la experiencia práctica en la aplicación de la antigua legislación, hizo necesario realizar una profunda reforma al mercado de capitales. Debido a la gran demanda por las tomas de control de algunas compañías, se ha generado la necesidad de contar con mecanismos de regulación prudentes y mínimos. En efecto, estos mecanismos deben ser razonables, pues deben permitir corregir las deficiencias y mejorar las disposiciones legales sobre "tomas de control" que regulan el mercado de valores; también deben permitir contar con un marco de regulación que otorgue una mayor protección en el caso de las Ofertas Publicas de Adquisiciones de Acciones, que han proliferado en estos últimos años y que han producido inequidades en el pago de los precios obtenidos por los accionistas minoritarios. Se busca una regulación que ponga énfasis en minimizar los costos que genera la falta de legislación adecuada pero sin desincentivar las tomas de control. Para esto podemos encontrar 4 grandes principios:

- A. **Protección a los accionistas.** Una adecuada protección a los intereses de los accionistas minoritarios, asegura un retorno razonable y evita que sean expropiados por los administradores o por el grupo controlador de una sociedad. Existen diversos mecanismos para efectuar ofertas públicas que garantizan a los accionistas externos la existencia de un mercado para sus acciones.
- B. **Transparencia de la información.** La existencia de asimetría de la información entre los grupos controladores accionistas externos y el mercado puede exacerbar las redistribuciones de riquezas entre los distintos grupos de inversionistas, además de provocar un monitoreo deficiente y acarrear problemas de subinversión a nivel agregado. Por esto se hace necesario normar los mínimos pertinentes, respecto de la cantidad y calidad.
- C. **Trato igualitario entre accionistas.** Con estas reglas los accionistas poseen idénticos derechos de voto y reparto sobre los dividendos, impidiendo la redistribución de riquezas a favor de ciertos grupos de accionistas.
- D. **Responsabilidades y sanciones.** La incorporación de mecanismos de autorregulación al interior de las sociedades, permite un accionar del mercado más eficiente y un clima de confianza que reduce los riesgos implícitos en las tasas de descuento internalizadas por los agentes involucrados. En cuanto a esto podemos decir:
- **Tomas de control:** La Ley de Mercado de Valores tiene un solo artículo referido a esta materia, tornándose insuficiente para comprender figuras, como las referidas a las ofertas públicas de adquisición de acciones. Se busca perfeccionar los mecanismos de información.
 - **Ofertas públicas de adquisición de acciones.** No existe un marco de regulación adecuado para este tipo de operaciones. El proyecto comprende un nuevo título que otorga un trato igualitario para los accionistas y las debidas protecciones a los poseedores de las acciones. A su vez establece en

otra disposición, la inhabilidad para presentar nuevas ofertas públicas de adquisición de acciones, por un lapso de 5 años, cuando el infractor haya sido sancionado administrativa o penalmente, por infracción a la ley. Asimismo, se ajusta otra disposición referida a la responsabilidad, haciéndola solidaria respecto de aquellos que causaren perjuicios a terceros.

- **Ofertas públicas de valores en el extranjero.** Se incorpora un título para la regulación de la emisión de valores chilenos en el extranjero, conocidos comúnmente como ADRs, cuyo objeto es subsanar la precariedad legal de instrumentos de oferta pública que han operado en el mercado y, a su vez, establecer mayores precisiones, subsanando deficiencias que se han detectado en su aplicación práctica, como es el caso de las votaciones que efectúan los tenedores de ADRs.
- **Nuevas figuras penales.** Se busca tipificar conductas ilícitas que hoy en día no tienen una sanción penal y que por su gravedad, requieren ser elevadas a la categoría de ilícitos penales, así como perfeccionar y mejorar algunas conductas relacionadas con información privilegiada.
- **Ejecutivos principales.** Es necesario tipificar como sujetos responsables, tanto en la legislación de mercado de valores como en las sociedades anónimas, a los "ejecutivos principales" de las empresas, entendiéndose por tales a todos aquellos que tengan la representación de la sociedad o tomen decisiones importantes en la misma y distintos a los gerentes y administradores, en razón que con sus actuaciones comprometen en forma importante a los intereses o negocios de las compañías.

II. Ley sobre Sociedades Anónimas: La finalidad de este cambio es proteger en forma adecuada y resguardar los derechos de los accionistas minoritarios y de los inversionistas no controladores. Se pretende mejorar sustancialmente todo lo relativo al régimen jurídico de administración de las sociedades anónimas abiertas, en adelante, "gobierno

corporativo", mediante los mecanismos que se proponen y que se describen someramente a continuación.

- A. **Comité de auditoría.** Se incorpora un comité de auditoría, que tiene por finalidad fortalecer la autorregulación al interior de las sociedades anónimas, haciendo más eficiente el desempeño del directorio, al incorporar una mayor fiscalización de las actividades que realizan sus pares. Sus miembros deben ser elegidos sin el voto decisivo del contralor. El comité está integrado por tres directores. Su funcionamiento es similar al del directorio. Sus miembros gozan de remuneraciones adicionales a las del cargo de director. Pueden contratar asesores para su correcto desempeño. Deben incluir un informe de su cometido en la memoria anual de la compañía y están sujetos a responsabilidad solidaria en caso de incumplimiento de las obligaciones que se les imponen. Estas obligaciones son:
- Examinar informes antes de presentarlos a las juntas de accionistas
 - Proponer al directorio los auditores externos y clasificadores
 - Examinar las operaciones derivadas de las negociaciones en que tenga interés un director de la compañía y emitir un informe al respecto.
 - Requerir que se cite a junta de accionistas para resolver sobre operaciones de tomas de control y de conflicto de interés que se presenten con los directores en relación a una determinada operación que pueda perjudicar a una el interés social.
- B. **Negocios en que los directores tienen interés.** Se perfeccionan los mecanismos para dar mayor transparencia a las negociaciones con partes relacionadas al directorio. Se trata de minimizar los conflictos de interés que puedan generarse en una operación determinada, así como con las sociedades filiales de las mismas.

- C. **Plazos para firmas de actas.** En la actualidad la ley no contiene normas que obliguen a firmar las actas de sesiones de directorio o de junta de accionistas. Por ello se estima necesario su establecimiento.
- D. **Supresión de acciones privilegiadas con preeminencia en el control.** Se propone la eliminación de acciones privilegiadas con preeminencia en el control societario, pero resguardando y manteniendo los privilegios estatutarios de esta naturaleza, actualmente existentes respecto de algunas sociedades.
- E. **Gastos y costos de funcionamiento del directorio de cargo social.** Para mejorar la actividad profesional que debe desarrollar el directorio de una compañía.
- F. **Uso de mecanismos tecnológicos expeditos para celebrar sesiones de directorio.** Se hace absolutamente necesario permitir celebrar sesiones de directorio "a distancia", tales como medios de telecomunicaciones, de manera que no necesariamente deba estar presente -físicamente- en una reunión de directorio para adoptar acuerdos, sino que bastará con el uso de medios modernos de comunicación; a su vez, será responsabilidad del presidente y del gerente el resguardo de fidelidad del acta respectiva.
- G. **Ejecutivos principales.** Ya he mencionado el reconocimiento de la existencia de "ejecutivos principales" dentro del funcionamiento de las sociedades anónimas y el establecimiento de responsabilidades similares a los gerentes para este tipo de ejecutivos. Respecto de esta ley, tales ajustes son de tipo formal.
- H. **Representación para accionar civilmente en nombre de la sociedad.** Es conveniente permitir que tanto los directores como los propios accionistas, puedan accionar civilmente para el cobro de perjuicios patrimoniales en representación de la sociedad.
- I. **Quórum más altos para determinadas materias.** El proyecto establece quórum más altos para acordar determinadas materias por parte de las juntas generales de accionistas, varias de ellas ya contempladas y otras que importan un resguardo efectivo para los accionistas minoritarios. El proyecto eleva los quórum de

acuerdos para: transformación, fusión, creación de preferencias y otros casos que puedan establecer los estatutos. Asimismo, se aumentan doblemente los requisitos para los acuerdos relativos a la enajenación y constitución de garantías cuando se comprometan activos sociales, exigiendo ahora un quórum más alto y el monto comprometido sea el equivalente al 50% o más de los activos, como es el caso de la enajenación y constitución de garantías por sobre el 50% del activo social; y disminución del número de directores.

J. **Nuevas causales para ejercer el derecho a retiro.** Con la finalidad de dar mayor protección y resguardo al patrimonio invertido por parte de los accionistas disidentes a determinados acuerdos que adopte una junta general de accionistas, se les otorgan nuevas causales para ejercer el derecho a retiro y que están relacionadas a las materias señaladas en el número anterior. Tales causales son: la enajenación y constitución de garantías por sobre el 50% del activo social; y disminución del número de directores.

III. Cambios a la administración de fondos mutuos: El propósito fundamental de la reforma es permitir a los fondos mutuos que puedan ejercer su derecho a voto en la elección de los administradores -directorio- de las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones, en las cuales dichos fondos tienen la calidad de inversionistas. En la actualidad, tienen vedado su derecho a voto. El cambio consiste, por tanto, en que podrán ejercer el derecho a voto. Pero con la limitación de poder elegir solamente a directores profesionales e independientes al controlador, bajo un esquema similar al que opera para la elección de directores por parte de los Fondos de Pensiones.

IV. Cambio a la administración de fondos de pensiones: La modificación comprende fundamentalmente las siguientes materias:

- Se permite a los Fondos de Pensiones participar en las Ofertas Públicas de Adquisiciones de Acciones y se faculta a la Superintendencia del ramo para dictar las regulaciones necesarias.

- Se perfecciona el mecanismo de votación de las Administradoras de Fondos de Pensiones para la elección de directores en aquellas sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos de los Fondos de Pensiones.
 - Se modifica el esquema de consignación de las multas que se apliquen de acuerdo a las modificaciones que se introducen a la ley orgánica de la Superintendencia de A.F.P...
- V. Cambios a la ley orgánica de la superintendencia de administradoras de fondos de pensiones: El proyecto introduce modificaciones aumentando el monto de las multas desde U.F. 1.000 hasta U.F. 15.000 o aplicar una multa equivalente hasta el 30% de las operaciones irregulares o del o los actos o contratos que hayan sido ejecutados en infracción de ley, reglamentos o instrucciones de la Superintendencia.

Consideraciones finales: En resumen, el objetivo básico de las reformas que se proponen, se enmarca en la necesidad de profundizar y modernizar el mercado de capitales chileno, especialmente en lo que dice relación con el mercado de valores y el rol que desempeñan en el mercado los principales emisores de valores, como las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones - sociedades anónimas abiertas- y con la modernización del régimen jurídico de la administración de estas últimas. La III Fase del programa de modernización y profundización del mercado de capitales chileno tiene por objeto lograr una asignación eficiente y segura del ahorro nacional hacia las actividades productivas, lo cual incentivará la creación de nuevas fuentes de trabajo y, en definitiva, redundará en un mayor bienestar social para la población. El Gobierno está convencido que con la aprobación del conjunto de modificaciones que se proponen a vuestra consideración se dará un gran paso adelante en términos de permitir un mercado más eficiente, sano, competitivo, transparente y estable y con las necesarias regulaciones y posibilitando, de ese modo, un desarrollo equilibrado y beneficioso para el país.

Anexo N° 6

*Extracto del reportaje: Compitiendo por el control corporativo,
Evolución de las OPAs en Chile y su regularización⁸*

Control corporativo y oferta pública de adquisición de acciones

Las consecuencias que el conocido "Caso Chispas" de 1997 trajo al mercado chileno, dejó en evidencia la precariedad del sistema de regulación en las operaciones de toma de control y OPAs en el país, y generó una especie de debate nacional que concluyó, luego de un mercado sumamente activo durante 1997 y 1998, con el advenimiento de que existe la necesidad de legislar en forma rápida y eficiente al respecto.

Para clarificar el término, debemos puntualizar que una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) es aquella que se efectúa por personas que expresan públicamente su voluntad de adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en aquellas, hasta alcanzar la cantidad determinada por el oferente, durante el lapso fijado por éste.

Estas operaciones han sido objeto de importantes cuestionamientos, especialmente en lo relativo al grado de desprotección de los accionistas minoritarios, lo que se ha traducido en condiciones menos favorables y eventuales perjuicios para los inversionistas institucionales y tenedores de ADR, entre otros.

Las OPAs permiten que todos los accionistas de una compañía vendan a un nuevo controlador sus acciones a un precio superior al vigente en el mercado, el cual podría eventualmente administrar la empresa en forma más eficiente y por lo tanto aumentar el valor de la empresa. Por otro lado, la obligación de realizar OPAs para la toma de control corporativo abre la posibilidad de que surjan ofertas competitivas que mejoren la situación final del accionista vendedor. En este sentido, la literatura es muy clara en cuanto a que la introducción

⁸ Revista "Economía & Administración de la Universidad de Chile, meses de Mayo / Junio, N° 137, Autores: Rodrigo Godoy y Carlos Maquieira.

de regulaciones que favorecen la competencia por la toma de control de las empresas redundan en mayores beneficios para los accionistas de la empresa vendedora (target) y menores beneficios para la empresa vendedora (buyer). Evidentemente la toma de control puede ser hostil o amistosa, dependiendo de si cuenta o no con el apoyo de la administración actual de la empresa.

¿Por qué tiene valor el control corporativo?

La respuesta más general a esta pregunta sería que alguien está dispuesto a pagar por el control corporativo porque de éste deriva algún beneficio futuro. ¿Cuáles serían estos beneficios privados del control?

- A. Una explicación económica es que los accionistas controladores gozan de beneficios que los otros inversionistas no poseen y que son pagados entre todos los accionistas. Si hablamos de empresas que valen millones de dólares, el valor de estos privilegios serían proporcionalmente pequeños como para que los otros inversionistas incentivados a monitorearlos, por lo que:
- Mientras más diluida esté la propiedad mayor es el problema, por otro lado
 - Si las posibilidades de monitorear se reducen, ya sea por sistemas y estándares contables menos rigurosos y/o porque las posibilidades de acción de los minoritarios son reducidas (están desprotegidos), el valor del control aumenta.
- B. Una segunda fuente de beneficio se deriva de la posibilidad que disfruta el accionista controlador de fijar precios de transferencia entre una empresa y sus clientes y proveedores. Esto se produce por la participación en la propiedad de empresas relacionadas con el giro de la empresa controlada.

- C. Otra perspectiva, más estratégica y asociada a la importancia del control para la creación de valor, señala que existe un mercado de controladores y que los accionistas desearían que el control quedara en manos de aquellos más capaces, es decir, aquellos inversionistas con mejor conocimiento del mercado, con activos complementarios y con iniciativas y capacidades personales que los lleven a aumentar el valor de la empresa
- D. Finalmente, algunos autores plantean que existe un valor "psíquico" de tener el control en sí mismo, lo que, en realidad, es muy difícil de medir, pero que no es, en todo caso, distante de la evidencia cotidiana.

¿Cuánto vale el control corporativo y de qué depende?

La evidencia internacional indica que la prima pagada por el derecho al control (acciones con derecho a voto) varía mucho entre países. En un extremo está Italia con 82% y en el otro Estados Unidos con 5,4% (en general los premios están entre un 10% y 20%)

Una de las explicaciones que se ha dado a este fenómeno es el grado de protección que la legislación ofrece al accionista minoritario. Mientras menor es la protección mayor es la prima. Es decir, cuando los accionistas minoritarios, aquellos sin el control, están más desprotegidos, los dueños del control pueden extraer mayores beneficios de este poder y, por lo tanto, pueden estar dispuestos a pagar más.

También es cierto que en la medida que mejor sea la calidad de las normas contables menor será la prima que se pague...

La evidencia es consistente con la idea de que los controladores están más interesados en la maximización de sus beneficios privados que en el valor de mercado de su empresa. Por consiguiente, los inversionistas sin control corporativo, anticipando esta conducta, evitarán la compra de estas acciones o bien estarán sólo dispuestos a entrar a menores precios, lo cual aumenta el costo de capital de las empresas y por ende lleva a menores niveles de inversión y riqueza agregada. Se trata de una gran lección para los países en desarrollo.

OPAs en Chile

En Chile, entre 1997 y febrero de este año, ocurrieron catorce grandes casos de ofertas públicas de adquisición de acciones sobre empresas locales, involucrando recursos por más de MM \$2.286.716 (a valor histórico, incluyendo remates para tenedores de ADR).

Entre las causas de la seguidilla de OPAs ocurridas durante 1999 (9 casos, 2 de ellos perfeccionados durante este año), se pueden mencionar:

- i. La coyuntura de bajos precios de las acciones producto de la "crisis asiática" y la extrema sequía que afectó al país (en 1998, el IPSA cayó un 27% en términos nominales)
- ii. El relativo bajo costo de financiamiento de capital en el exterior para las compañías extranjeras (principalmente españolas y norteamericanas), y
- iii. La próxima promulgación de una normativa que pretende regular estas operaciones y proteger a los accionistas minoritarios.

Conclusiones

Sin lugar a dudas, iniciativas tendientes a proteger mejor a los accionistas minoritarios implicarían un mayor desarrollo del mercado de capitales con una reducción en el costo de financiamiento por esta vía en las empresas. A nivel internacional, existe evidencia empírica reciente que muestra que las multinacionales tienden a financiarse en menor medida en mercados locales mientras menos protegidos estén los intereses de los inversionistas. A menor protección mayor el costo de financiamiento y por lo tanto las multinacionales tienden a usar mucho más recursos financieros internos (mercado de capital interno).

Por otro lado, el proyecto propende a mejorar la calidad y cantidad de información disponible para todos los accionistas. Por ejemplo, es sabido que en el caso de las empresas emisoras de ADR, los requerimientos de información de la SEC son mayores y más detallados que los solicitados por la SVS. El proyecto exige a estas compañías, la entrega de toda la información que va hacia el SEC en el mercado local, generándose mayor simetría de información

La ley promueve la mitigación de problemas de agencias entre accionistas controladores y minoritarios. Sin embargo, se hace cada vez más importante contar con mecanismos de remuneración de los controladores tales, que se logre alinear de mejor forma con los intereses de todos los accionistas. Al menos en los próximos tres años, los controladores podrán obtener un 100% del premio por el control corporativo dado que no estarían obligados a realizar una OPA.

La obligación de adquirir el 100% de las acciones en el caso de alcanzar los 2/3 de la propiedad accionaria produce claros incentivos a pasar de sociedad anónima abierta a sociedad anónima cerrada. En tal sentido se está desincentivando el mercado de oferta de acciones, en especial cuando se trata de empresas de menor tamaño.

Al repartir el beneficio por el control corporativo entre todos los accionistas, en el caso de empresas cuya propiedad está altamente concentrada se reduce la probabilidad de éxito de la OPA, pues esta dependerá fundamentalmente de la concurrencia del actual controlador. Bajo esta nueva ley, para que ocurra esto último, el adquiriente tendrá en promedio que pagar un precio más alto. Con todo, por una parte se encarece la toma de control y por la otra se reduce el beneficio por el control por la vía de mitigar las redistribuciones de riqueza. Por lo tanto, ambos elementos perjudican un mercado activo por el control corporativo.