



Evolución de las OPAs en Chile y su Regulación

Compitiendo por el Control Corporativo

Control Corporativo y Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPAs)

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 convencimiento 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 del 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 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 los accionistas de la empresa compradora (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?

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 sería proporcionalmente pequeños como para que los otros inversionistas se sientan 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 más desprotegidos), el valor del control aumenta.

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.

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.

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 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. En la medida que los estándares y sistemas contables sean menos perfectos, los beneficios del control también aumentan, pues el controlador puede direccionar los estados contables en su interés privado y puede verse beneficiado por el acceso a información exclusiva, fidedigna y con menos sesgo que los reportes contables en sistemas de normas y estándares de contabilidad bajos. Suecia por ejemplo, tiene una de las normas contables de mayor calidad y muestra una prima por control, en promedio, menor al 10%.

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 MMS2.286.716 (a valor histórico, incluyendo remates para tenedores de ADR)¹.

Un 78,5% del monto total correspondió a operaciones efectuadas en 1999. Ese año, los remates en bolsa asociados representaron aproximadamente un 41% del monto transado en la Bolsa de Comercio de Santiago. Las OPAs de Endesa España sobre Enersis, y la de

¹ Durante el período de edición de este artículo, Forestal Arauco (filial de Celulosa Arauco y Constitución, a su vez, filial de COPEC) lanzó una OPA por el 27,13% de las acciones de Forestal Cholguán a \$373 por título, involucrando un monto total de MMS37.036. Posteriormente, Forestal Cholguán lanzó una OPA por el 9,45% de Maderas Prensadas Cholguán a \$100 por acción (ya controlaba el 90,55%). Finalmente, Anglo American lanzó una OPA por el 22,65% de Empresa Minera Mantos Blancos a \$1.300 por acción (ya controlaba el 77,35%).

ésta última compañía sobre Endesa Chile concentraron un 95,8% de los recursos.

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 IPISA 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. El siguiente cuadro resume información de montos involucrados en los 14 casos de ofertas públicas de acciones.

En sólo dos de las OPAs con operaciones previas de tomas de control, las condiciones de precio y cantidad para los accionistas minoritarios fueron iguales a las contempladas

| Compañía | Comprador / Vendedor | Fecha Toma Control | % Adquirido | Fecha OPA | % ofrecido comprar en OPA |
|-----------------|---------------------------------------|--------------------|-------------|-------------------------|---------------------------|
| Santa Isabel | Velox / Eduardo Elberg | Mayo '97 | 36,96% | Enero '98 ³ | 28,04% |
| AFP Habitat | Citicorp / CCHC | Abril '96 | 19,01% | Marzo '98 ⁴ | 12,00% |
| Lord Cochrane | R.R. Donelley/ Inm. Los Nogales | Mayo '94 | 51,0% | Julio '98 / Octubre '99 | 12,00% / 1,54% |
| Campos Chilenos | Ebro Agrícolas / Grupo Pathfinder | Enero '99 | 38,23% | Marzo '99 | 12,77% |
| Emelsa | PP&L / Inv.Gavilla e Inv. Las Espigas | Junio '99 | 29,28% | Octubre '99 | 10,00% |
| Enerquinta | Inv. Sempra Energy / Chilquinta | Abril '99 | 90,23% | Enero '00 | 9,77% |
| Emec | CGE / Sigdo Koppers | Agosto '99 | 75,77% | Enero '00 | 24,23% |

32

En la mayoría de los casos, la OPA se asoció a procesos previos de transacciones privadas de paquetes accionarios de control, tal como se aprecia en la siguiente tabla².

| Sector / Compañías Objetivo | Nº de casos | Monto (MM\$) | % Monto |
|---|-------------|------------------|---------------|
| <i>Eléctrico</i> | | | |
| • Chispas, Enersis, Endesa, Emelsa y filiales, Enerquinta y Emec. | 6 | 2.132.396 | 93,3% |
| <i>Servicios Financieros</i> | | | |
| • AFP Habitat, Santander Chile Holding, Banco Bhif, Banco Santiago, AFP Santa María | 5 | 82.638 | 3,6% |
| <i>Otros</i> | | | |
| • Santa Isabel, Lord Cochrane, Campos Chilenos | 3 | 71.682 | 3,1% |
| Total | 14 | 2.286.716 | 100,0% |

en la adquisición del paquete accionario del grupo controlador, siendo en los otros casos menores precios o restringidas las cantidades a través de prorrateo.⁵

Nos referimos a las OPAs más recientes (Inversiones Sempra-PSEG sobre Enerquinta, y, CGE sobre Emec), las que si bien fueron efectuadas voluntariamente y en virtud del contrato de compraventa suscrito entre el comprador y el vendedor, se ajustan plenamente a una de las indicaciones de la normativa sobre “Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo” que se ha aprobado (en términos generales) en el Senado, donde se establece que quién alcance los dos tercios de las acciones de una compañía, tendrá la obligación de formular una OPA por todas las acciones restantes en

² No se incluyó la compra del 55% del Banco Bhif por parte del Banco Bilbao Vizcaya, ocurrida entre septiembre y octubre de 1998, puesto que dicha operación se concretó vía aumento de capital, compra de acciones a los ex controladores y OPA, en forma casi simultánea. Tampoco se incluyó la toma de control de las sociedades Chispas (serie B adquirida a ex ejecutivos) por parte de Endesa España, a través de la cual logró (supuestamente) el control de Enersis.

³ El lanzador de la OPA fue Disco/Ahold International, joint venture conformado por el grupo Velox de Argentina, y Royal Ahold de Holanda.

⁴ El lanzador de la OPA fue Inpresa, sociedad controlada en forma conjunta por la Cámara Chilena de la Construcción y Citicorp.

⁵ La OPA de Forestal Arauco sobre Forestal Cholguán, también cabe en esa categoría, ya que sucedió a la compra del 72,87% que el grupo Angelini tenía en dicha compañía bajo las mismas condiciones de precio y cantidad.

las mismas condiciones. Sin embargo, en la mayor parte de los casos de ofertas públicas de adquisición de acciones estudiados fue posible identificar circunstancias y factores que pudieron ir en desmedro de los accionistas

minoritarios y que han afectado, por cierto, la credibilidad del mercado.

A continuación se presentan dos tablas con información de precios de ofertas, precios de las acciones anteriores al

anuncio, premio pagado por la compra y precio actual de las acciones que fueron objeto de OPAs ocurridas entre 1997 y febrero de este año⁶. En el recuadro anexo aparece una breve reseña de los acontecimientos en el caso Chispas.

OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES EN CHILE (1997-2000)

| CASO | Oferente | Objetivo | % Propiedad a adquirir | Precio Oferta (\$/acción) | Precio Mercado (\$) Previo al Anuncio | Premio % | Precio Mercado (\$) Actual/24-02-2000 |
|------|---|---|--|-------------------------------------|--|---|---|
| 1.- | Endesa España | Chispauno - A Chispados - A Los Almendro - A Luz y Fuerza - A Luz - A | 59,30% 59,47% 66,30% 66,17% 50,01% (mínimo) | 220 220 220 220 490 | 163 162 160 160 355 (precios al 28/07/97) | 35,0% 35,8% 37,5% 37,5% 38,0% | 124 125 130 130 en liquidación |
| 2.- | Disco/Ahold International | Supermercados Santa Isabel | 28,04% | 610 | 495 | 23,2% | 435 |
| 3.- | Inversiones Previsionales (Citicorp y CCHC) | AFP Habitat | 12,00% (ofrecido al 9,27%) | 670 | 387 | 7,7% | 610 |
| 4.- | Inversiones Golf Center (Grupo Santander) | Santander Chile Holding | 12,22% (ofrecido al 10,38%) | 670 | 387 | 73,1% | 610 |
| 5.- | RR. Donnelly Holding RR. Donnelly | Editorial Lord Cochrane Editorial Lord Cochrane | 12,00% (ofrecido el 9,95%) 1,54% (ofrecido el 0,82%) | 120,0 115,0 | 72,0 74,0 | 66,7% 55,4% | 114,0 114,0 |
| 6.- | Banco Bilbao Viscaya | Banco BHIF | 7,96% | 851,06 (máximo) | 625 | 36,2% | 193 |
| 7.- | Azucarera Ebro Agrícola | Campos Chilenos | 12,77% | 132,66 (US\$ 0,266) | 38,00 | 249,1% | 50,00 |
| 8.- | Endesa España | Enersis | 32,00% | 320 (primera y segunda oferta) | 235 | 36,2% | 193 |
| 9.- | Enersis | Endesa Chile | 34,70% | 360 (primera oferta: \$ 305) | 246 (primera OPA: \$ 238) | 36,2% (primera OPA) | 193 |
| 10.- | Quiñenco | Banco Santiago | 45,00% | 9,60 | 8,80 | 9,1% | 10,00 |
| 11.- | Aetna Pensiones | AFP Santa María | 23,49% (ofrecido el 20,05%) | 85,0 | 61,0 | 39,3% | 66,2 |
| 12.- | PP&L | Emelsa Elecda Emelari Eliqsa Emelat | 10,00% 17,30% 16,84% 19,94% 18,46% (ofrecido el 13,78%) | 8.480 288 142 182 6.600 | 8.300 285 140 178 6.310 | 2,2% 1,1% 1,4% 2,2% 4,6% | 6.510 213 90 114 6.530 |
| 13.- | Inversiones Sempra-PESG | Enerquinta | 9,77% (ofrecido el 9,76%) | 386,59 (igual toma control) | 350,0 previo toma control | 9,0% toma control | No se ha transado (postura venta a \$ 380) |
| 14.- | CGE | Emec | 24,23% (ofrecido el 23,50%) | 119,53 (igual toma control) | 70,00 previo toma control | 70,1% toma control | No se ha transado (postura venta a \$ 95) |

⁶ Fuentes: Bolsa de Comercio de Santiago, Superintendencia de Valores y Seguros, Memorias de Empresas, Bloomberg.

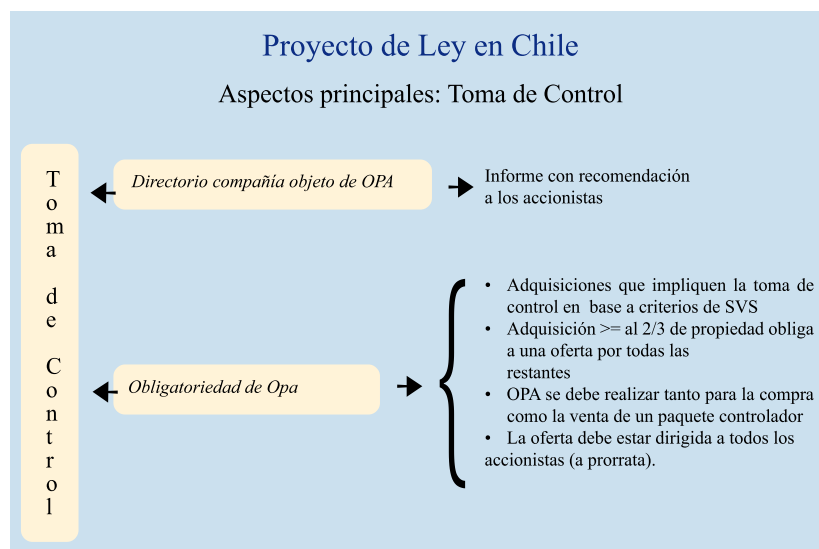
Regulación de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (Opas)

La Ley de Mercado de Valores tiene un solo artículo (N°54) referido a la “toma de control”, el que es insuficiente para comprender figuras, como las referidas a las ofertas públicas de adquisición de acciones. Por ello, el proyecto perfecciona los mecanismos de información al público, cuando se pretenda obtener el control de una sociedad anónima que hace oferta pública de sus acciones. En este sentido se establece la obligatoriedad de informar por parte de los que pretenden obtener el control y determina obligaciones para el directorio y la sociedad objeto de la toma de control.

El proyecto establece la obligatoriedad de hacer ofertas públicas de acciones para transacciones en las cuales haya un cambio de control en las sociedades. Un principio fundamental detrás del proyecto es que una transacción de este tipo debe dar a todos los accionistas igualdad de condiciones en los precios, inclusive a quienes han invertido en ADR o a los accionistas institucionales, como son AFP.

El proyecto igualmente regula los requisitos para los procesos de toma de control de sociedades anónimas. Plantea y exige un mejoramiento de la información. Cuando alguien desea tomar el control de una sociedad debe revelar tal intención. Si alternativamente ese individuo posee más de 15 por ciento de las acciones y quiere comprar más de 3 por ciento adicional, debe informarlo de manera previa a la materialización de la compra.

Los criterios utilizados para definir si se obliga o no a la realización de una OPA ya no corresponden a un criterio cuantitativo en cuanto al porcentaje de propiedad⁷ sino que pasa a ser subjetivo teniendo como base los criterios que han sido considerados en Estados Unidos por la SEC, tales como: (1) solicitar una



difusión activa y amplia de accionistas públicos por acciones, (2) solicitar un porcentaje substancial de las acciones, (3) la oferta de compra debe incluir un premio sobre el precio de mercado, (4) los términos de la oferta no son renegociables, (5) la oferta es contingente a un número fijo de acciones, (6) la duración de la oferta debe ser por un período de tiempo fijo, (7) los accionistas no deben estar sujetos

a presiones para vender, y (8) el anuncio público de un programa de compra antecede o acompaña una rápida acumulación de una gran cantidad de títulos de una compañía. El proyecto de ley regula los procedimientos de divulgación de información mínima para dar transparencia a este tipo de operaciones y fortalece sustancialmente el deber de informar al mercado sobre los aspectos

| Opa de | Sobre | Habría derivado en Opa sobre |
|---|------------------------------------|---|
| Endesa España Inversiones Golf Center | Chispas Santander Chile Holding | Enersis Banco Santander Chile |
| Azucarera Ebro Agrícolas Endesa España | Campos Chilenos Enersis | Iansa Chilectra, Rio Maipo, Endesa Chile |
| Enersis PP&L | Endesa Chile Emelsa | Pehuenche Elecda, Emelari, Eliqsa, Emelart (al menos por el 30% . PP&L lo hizo voluntariamente, pero sólo por el 16% a 20% de la propiedad) |

⁷ La normativa inicial contemplaba la obligatoriedad de OPA en el caso de adquisiciones de un 30% ó más de las acciones emitidas por una sociedad (o serie). Aquí se tomó probablemente como referencia la normativa del Reino Unido (“City Code”), primer país europeo en regular las ofertas de compra y donde las compañías listadas en la Bolsa de Londres han sido las más sujetas a “takeover”. Otras normativas en Francia y Canadá tienen umbrales del 33,33% y 20%, respectivamente.

más relevantes que revestirá la operación;

También, este proyecto impone obligaciones a la sociedad cuyas acciones son objeto de la OPA y a su directorio.

En forma más específica, en la figura 1, se sintetizan las condicionantes para la obligatoriedad de una OPA y para los agentes involucrados.

■ Al establecer la obligación de realizar una OPA por todas las acciones restantes de la compañía cuando se ha alcanzado los 2/3 de la propiedad, se intenta dar una puerta de escape al accionista minoritario ante la caída en la liquidez de sus títulos e intereses divergentes del controlador. Es importante recordar que con 2/3 se tiene el *quórum* suficiente para hacer variados cambios en la empresa. Sin embargo, no es menos cierto que, por otro lado, se podría estar forzando la salida de bolsa de compañías, reduciéndose la liquidez del mercado como un todo y las posibilidades de diversificación para los inversionistas.⁸

■ La obligatoriedad de realizar una OPA bajo ciertas condiciones establecidas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) cuando se desea acceder a su control, en forma indirecta, a través de su sociedad controladora, intenta proteger los intereses de los accionistas minoritarios de la sociedad controlada, evitando redistribuciones de riqueza (esto último se observa claramente al comprar control vía sociedades de inversión). Si esta disposición hubiera estado vigente, las operaciones que presentamos en el cuadro siguiente, deberían haberse ajustado a ella.

Comentarios al proyecto de ley

A nuestro entender una equilibrada ley de OPAs debería propender a disminuir

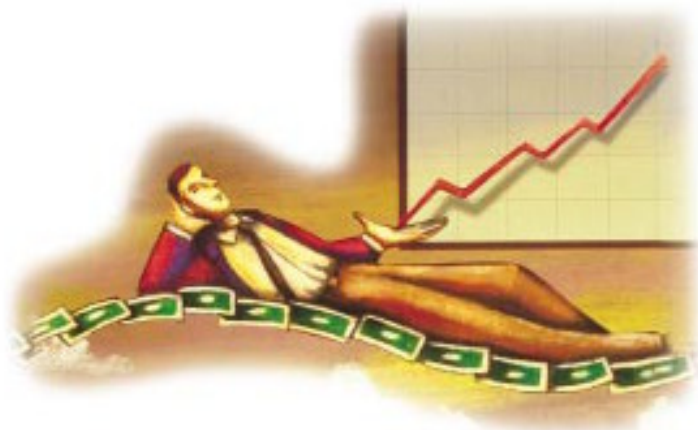
los conflictos de intereses entre minoritarios y controladores, pero también debiera promover la competencia por el control corporativo de tal forma de beneficiar al máximo a todos los accionistas⁹. En el proyecto de ley está presente el primer elemento, pero se desincentiva a los actuales controladores a vender la propiedad. Si bien se reducen los costos de agencia entre accionistas controladores y accionistas minoritarios, a su vez se aumentan los existentes entre la administración y los accionistas. Esto se debe a que, en el contexto internacional, las toma de control, entre otras cosas, han mostrado ser efectivas en la reducción de costos de agencia, tales como el **uso discriminado** de los flujos de caja libres y el consumo de suentarios por parte de la administración (perquisite consumption), llevando a aumentos en la riqueza de todos los accionistas.

En Chile se registraron 14 OPAs, entre 1997 y febrero de este año. Algunos casos como la llamada “operación del siglo” levantaron serias dudas respecto a la normativa vigente. El actual proyecto de ley de OPAs, el cual ha estado en el debate público en los últimos meses, y que recientemente se aprobó en el senado, en términos generales, tiene como propósito fundamental lograr un trato igualitario de los distintos accionistas al momento de un cambio de control de una empresa, mitigando los problemas de

redistribuciones de riqueza que se pueden generar entre controladores y accionistas minoritarios. Por ejemplo, si el nuevo controlador de una empresa local, tiene una participación accionaria y un nivel de patrimonio invertido más relevante en una compañía extranjera, la cual está en el mismo rubro en que se encuentra la empresa local adquirida, tendrá incentivos para traspasar activos a valores por debajo del mercado desde la nueva empresa controlada hacia su empresa en el extranjero. En general, este problema puede ocurrir especialmente en empresas multinacionales donde los minoritarios de la empresa adquirida no tienen participación accionaria en la filial extranjera. A este respecto el proyecto establece que, cuando sea materia de directorio, para la aprobación de transacciones entre empresas relacionadas se requiere la abstención de los integrantes de la mesa directiva que se encuentran en situación de conflicto de intereses. Además, para enajenar el 50% de los activos de la empresa se requiere de un acuerdo del 2/3 de la propiedad accionaria de la firma. Finalmente, se crea un comité de auditoría-entidad interna de la empresa donde son mayoría los directores que representan a los accionistas minoritarios- cuyo propósito es ejercer un rol vigilante y preventivo en decisiones fundamentales que afecten a los accionistas, sean mayoritarios o minoritarios.

Un principio fundamental detrás del proyecto es que una transacción de este tipo debe dar a todos los accionistas igualdad de condiciones en los precios, inclusive a quienes han invertido en ADR o a los accionistas institucionales, como son las AFP.

⁸ Actualmente, luego de OPA's voluntarias lanzadas por los nuevos controladores de varias compañías distribuidoras de electricidad como Enerquinta, Emec y Emelsa, cuyas participaciones de control alcanzan a 99,98%, 99,27% y 95,23%, respectivamente, las alternativas de inversión en ese subsector industrial son cada vez menos. Por otra parte, Elecda, Emelari, Eliqsa y Emelat, también fueron objeto de tomas de control y Opas posteriores, siendo actualmente controladas en más de un 80%. Otras alternativas son Chilectra y Río Maipo (ambas controladas en un 73% y 84% por Enersis) y CGE. Quizás, las posibilidades sigan reduciéndose. Los rumores de posibles Opas sobre cada una de éstas tres últimas empresas no son despreciables.⁹ En efecto, a nivel internacional se ha observado que mientras más competencia exista por el control de una empresa, más se benefician los accionistas de la empresa objetivo (target).



Gran parte del debate en torno a este proyecto, se ha centrado en tres materias: i) las condiciones que “gatillan” la obligatoriedad de realizar una OPA; ii) las transacciones entre partes relacionadas; y, iii) la concentración bancaria.

Dentro de los más importantes, aparece el debate respecto del artículo 199 que exige una OPA en el caso que el grupo controlador desee vender. De no haberse aprobado este artículo, para aumentar la probabilidad de éxito de una OPA, los cambios en el control corporativo habrían sido normalmente de iniciativa del vendedor de las acciones y no de los compradores puesto que así no habría sido necesario aplicar la regulación.

Reconociendo este problema, el último acuerdo logrado en el senado con relación al proyecto ley, elimina la letra a) del inciso segundo del artículo 199 del proyecto ley, que distinguía al comprador del vendedor, pues en una transacción es prácticamente imposible determinar quien tomó la iniciativa, el comprador o el vendedor. Por lo tanto, el establecer OPAs sólo en un caso, restringiría la aplicabilidad de la regulación y de los objetivos que desea alcanzar. Así, el mecanismo de oferta pública de adquisición de acciones - señala el proyecto- debe incluir tanto la

compra como la venta de paquetes controladores.

La actual propuesta de ley al promover la distribución del premio del control entre todos los accionistas, automáticamente disminuye la probabilidad de éxito de la toma de control.

Otra discutida disposición es la que otorga capacidad de veto a los accionistas minoritarios cuando existan transacciones con entes relacionados, que a su juicio, atenten contra sus intereses. Así, se establece el derecho a los accionistas minoritarios de emprender demandas judiciales, bastando sólo el 5% de las acciones emitidas por la sociedad. Esta disposición busca resguardar los intereses de los minoritarios en cuanto a redistribuciones de riqueza se refiere.

Sin embargo, puede tener efectos justamente contrapuestos a los objetivos de la misma. Esto, por cuanto podría impedir la realización de proyectos que benefician a todos los accionistas, dada la excesiva cautela y aprehensiones de los minoritarios. Por ejemplo, en el caso de la compra de CTC Internet (filial de Telefónica Chile) por parte de Telefónica España, aún cuando estudios independientes señalan que la compañía fue vendida a un valor por debajo del

mercado, y por ende las condiciones de la transacción arduamente discutidas por los accionistas minoritarios, éstos han obtenido un tremendo beneficio posterior. En este caso, el resguardo para los minoritarios era la posibilidad de poder adquirir acciones de la nueva filial de Telefónica España (Terranetworks) a un precio prefijado, el que ha resultó ser muy inferior al precio actual de mercado de dichos títulos.

Adicionalmente a estos temas, surgen al menos dos preguntas que no han estado muy presentes en el debate público. La primera de ellas guarda relación con cómo generar formas alternativas de disminuir los conflictos de intereses entre controladores y minoritarios. Una alternativa para esto es permitir el establecimiento de rangos de precios de las acciones de tal forma que el accionista minoritario no se vea perjudicado frente a una toma de control y gran parte del beneficio lo obtengan los controladores. Actualmente se está discutiendo este tema puesto que se habla de obligación de una OPA cuando el precio de oferta por la toma de control sea sustancialmente superior al mercado, pero ¿qué significa sustancialmente más alto?. A este respecto es importante tener en cuenta que en países con menos protección al minoritario mayor es el valor del premio por el control corporativo, lo cual abre la pregunta acerca de los límites de precios que definirán lo que es «sustancialmente más alto».

Por último, cabe destacar que algunos de los actuales controladores de las compañías, en algún momento pagaron un alto premio por obtener el control. La ley los estaría obligando a compartir aquel premio con los minoritarios produciendo una redistribución de riqueza inversa¹⁰, es decir, desde los controladores actuales hacia los minoritarios. Este efecto es sólo por una vez pero estaría tomado en cuenta de

¹⁰ En el Senado uno de los argumentos es que los controladores ya han recibido la compensación vía dividendos y revalorización de las acciones por la buena gestión. Sin embargo, normalmente las acciones con preeminencia en el control reciben menos dividendos y la revalorización es válido para todos los accionistas y por lo tanto los minoritarios deberían haber estado dispuesto a pagarles un premio a los controladores por incrementarles su riqueza. Parte de este está incorporado en la remuneración. Lamentablemente considerando el desarrollo de nuestro mercado de capitales no han recibido probablemente todos los beneficios que recibirían directores de igual calidad en un mercado desarrollado como el de Estados Unidos vía opciones u otros beneficios que dependen de valores de mercado.

alguna forma al permitir que durante los próximos tres años los controladores puedan vender el control sin la obligación de realizar una OPA.

Como un aspecto adicional surge el debate respecto a las tomas de control en el sector bancario tratando de limitar la concentración bancaria por los costos que involucraría para el país. Inicialmente se habló de participaciones de mercado límites (20%). Sin embargo, este tema se ha resuelto por la vía de establecer mayores niveles de riesgo de insolvencia de una institución de mayor tamaño y por lo tanto acotar el riesgo fiscal otorgándole a la autoridad la posibilidad de imponer más exigencias patrimoniales a aquellos bancos. El proyecto ley permite denegar la autorización de fusión, compra de cartera y/o toma de control de bancos mediante resolución fundada y previo informe favorable del Banco Central. Con todos esto se evita la creación de subsidios provenientes del resto de los sectores de la economía hacia el sector financiero.

Conclusiones

Sin lugar a dudas iniciativas tendientes a proteger mejor a los accionistas minoritarios implicarán 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 a través de 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 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 al 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 logren alinear de mejor forma con los intereses de todos los accionistas. Al menos en los próximos tres años, los controladores podrán obtener el 100% del premio por el control corporativo dado que no estarían obligados a realizar la 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 pública 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 ésta dependerá fundamentalmente de la concurrencia del actual controlador. Bajo la nueva ley, para que ocurra esto último, el adquirente 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 corporativo por la vía de mitigar las redistribuciones de riqueza. Por lo tanto, ambos elementos perjudican un mercado activo por el control corporativo.

ANEXO

Discusión de algunos aspectos del Caso Chispas y circunstancias posteriores.

El objetivo de esta sección no es dar una descripción de los eventos asociados a este caso sino discutir sobre algunos aspectos y elementos que pudieron ir en desmedro de los accionistas minoritarios. La llamada "operación del siglo" dio pie a un intenso debate público que probablemente motivó a la autoridad a estudiar un marco regulatorio.

Caso Chispas: la operación del siglo.

En agosto de 1997, Endesa España lanzó una OPA por las llamadas sociedades Chispas (Chispauno, Chispados, Los Almendros, Luz y Fuerza, y, Luz), controladoras de Enersis (29,06% del capital)¹¹. Enersis tenía el control de las principales generadoras y distribuidoras de electricidad locales, Endesa Chile y Chilectra, respectivamente. Su presencia se extendía a otros países latinoamericanos como Argentina, Perú, Colombia y Brasil. En varias de estas incursiones en el extranjero tenía como socio a Endesa España. Algunos de los elementos más polémicos de la oferta fueron:

- 1.- En la oferta pública sólo pudieron participar los accionistas de las sociedades Chispas registrados al 30 de mayo de 1997, esto es, nueve semanas antes del anuncio del poder comprador. ¿Cuál habría sido la razón para excluir de la oferta a quienes adquirieron acciones Chispas después de esa fecha?.
- 2.- Endesa España pagó tres precios distintos en la oferta, diferenciando no sólo por serie sino por tipo de accionista, aún cuando en este último caso todos

¹¹ Durante la tercera semana de marzo de este año Endesa España ha manifestado su intención de lanzar una OPA por las acciones Chispas que están en manos de accionistas minoritarios al mismo precio (en términos nominales) de la OPA de 1997 (\$220 por acción).

tuvieran un activo con iguales derechos. A los tenedores de la serie B (ex ejecutivos) se les ofreció pagar \$200.000 por acción. Esto, es noventa y un mil por ciento más que el precio pagado al público general tenedor de la serie A. A su vez, estos últimos recibieron, en promedio, un precio 18,2% inferior al ofrecido a los trabajadores, directores y ex trabajadores tenedores de esa serie. Así, del monto total invertido por Endesa España para ingresar a la propiedad de las sociedades Chispas, un 37% fue pagado a los tenedores de la serie B, quienes, poseían un 0,06% del capital accionario.

3.- Los accionistas de las Chispas que aceptaran la oferta de Endesa España, tendrían el derecho a suscribir, hasta por los montos que recibieran de la operación, acciones de Endesa España a un precio preferencial (precio de reserva). A fin de materializar esta opción, los ex accionistas Chispas deberían adquirir acciones de Euroluz, una sociedad recientemente formada por los ex ejecutivos de las Chispas y de Enersis, inscrita en la Bolsa de Comercio de Santiago, la que mantendría la inversión directa en Endesa España. Para concretar su objetivo, Euroluz aprobó la emisión de dos series de acciones cuyas diferencias de derechos de control y aporte de capital replicaban la fórmula de las sociedades. Sin embargo, dada la mayor sensibilidad del mercado ante la polémica suscitada por la operación, los ex accionistas Chispas suscribieron sólo parcialmente la emisión de acciones de Euroluz, por lo que no fue posible que

ésta lograra su objetivo de adquirir el 5% del capital de Endesa España y convertirse en su mayor accionista privado. Actualmente esta sociedad se encuentra en proceso de liquidación.

4.- Si bien los precios pagados por Endesa España se ubicaron, en promedio, un 36,8% por sobre los precios de mercado de las sociedades Chispas (Ver tabla), estos se encontraban por debajo del valor de liquidación del patrimonio de éstas. Se estima que los precios ofrecidos pagar tenían implícito un castigo de 32,1% respecto al valor de liquidación de esas acciones (sin considerar efectos impositivos).

5.- A raíz de que el control de las sociedades Chispas otorgaría a Endesa España el control de Enersis y de las filiales de ésta, surge la discusión respecto de qué tan justo puede resultar esto para los accionistas minoritarios de las empresas controladas indirectamente (Endesa Chile, Chilectra y Río Maipo). Entre estos últimos destacaban los fondos de pensiones y tenedores de ADR.

Endesa España lanza Opa por Enersis y ésta última por Endesa Chile.

Circunstancias posteriores, quizás insospechadas para Endesa España, determinaron que esta compañía debiera verse obligada a abrir poderes compradores por acciones de Enersis (directamente) y Endesa Chile (a través de Enersis) con el objeto de obtener un real control (en marzo y abril de 1999,

respectivamente). Esto por su insuficiente representatividad en el directorio del holding (tres directores de un total de siete) y la necesidad de imponer su visión estratégica del negocio eléctrico en el sentido que la participación de Enersis en Endesa Chile (25,3%) era esencial para su futuro desarrollo. Esto último no era compartido por los directores representantes de los minoritarios, quienes como estrategia hostil (anti-opa) iniciaron un acelerado proceso de venta de las acciones en Endesa Chile. Sin embargo, dadas las condiciones de los mercados bursátiles mundiales, la Opa de Endesa España sobre Enersis, y, posteriormente, de Enersis sobre Endesa Chile fueron muy atractivas. Estas dos últimas ofertas significaron, para Endesa España, un desembolso de MMUS\$3.600, que sumados a los casi MMUS\$1.400 de la operación Chispas, totalizaron casi MMUS\$5.000.

Lo interesante de la Opa de Enersis sobre Endesa Chile, es que el sobreprecio pagado por Enersis al adquirir la participación de 34,7% en Endesa Chile, y que le otorgó el 60% del control de la compañía, debió ser asumido por todos los accionistas del holding chileno y no sólo por quienes tenían intereses estratégicos en la operación (Endesa España).

Importantes vendedores de títulos fueron los fondos de pensiones, quienes si bien obtuvieron una ganancia al ofrecer las acciones de Endesa Chile a un precio muy por sobre su valor de mercado, debieron también asumir un costo por su calidad de accionistas de Enersis. No olvidemos tampoco a los acreedores de Enersis, quienes vieron como la compañía debió elevar considerablemente su leverage, conjuntamente con las expectativas de una mayor volatilidad en sus flujos futuros ante una mayor importancia relativa del negocio de la generación.

