

## NUEVAS REGULACIONES EN LAS TOMAS DE CONTROL Y OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

*Francisco Pfeffer Urquiaga*

Profesor de Derecho Económico  
Universidad Central de Chile

### RESUMEN

*En este trabajo se analiza el nuevo marco regulatorio sobre las tomas de control y las ofertas públicas de adquisición de acciones que se introduce por la ley N° 19.705. Se describirán los antecedentes legislativos existentes en Inglaterra y EE.UU., destacando sus principales características y diferencias. Se estudiará el modelo de OPA seguido por el legislador nacional, el concepto de control y su valor y se analizará cada uno de los casos, con sus correspondientes excepciones, en que es obligatorio formular una oferta pública de adquisición de acciones para hacerse del control de un sociedad cotizada.*

En un trabajo anterior publicado en esta misma revista se dijo que una de las principales razones que tuvo a la vista el legislador de la ley N° 19.705 fue el de regular la ocurrencia de aquellos eventos corporativos que dejan un mayor espacio de libertad a los administradores y controladores de las sociedades anónimas abiertas para extraer riqueza de la compañía y/o de los accionistas minoritarios o no controladores.

En esta oportunidad nos ocuparemos de analizar la forma en que la ley N° 19.705 reguló uno de estos eventos corporativos, como lo es el cambio de controlador y el procedimiento de oferta pública de adquisición de acciones. Describiremos primeramente los antecedentes legislativos existentes en Inglaterra y EE.UU., destacando sus principales características y diferencias. Nos ocuparemos luego de estudiar el modelo de OPA seguido por el legislador nacional, deteniéndonos previamente en el análisis de la situación existente antes de la vigencia de la ley N° 19.705, en el estudio del concepto de control y su valor, para concluir con el análisis del concepto de OPA acogido por nuestra ley y con el estudio de cada uno de los casos, con sus correspondientes excepciones, en que es obligatorio formular una oferta pública de adquisición de acciones para hacerse del control de un sociedad cotizada.

En la retina del legislador de la ley N° 19.705 estuvo presente la percepción de que en algunas tomas de control efectuadas en los años recientes en el mercado financiero local se observaron premios por control excesivos y que dichos premios fueron repartidos en forma inequitativa entre los accionistas de las empresas involucradas; también que la desprotección legal en que actualmente se encuentran los accionistas minoritarios ante este tipo de abusos desincentivaría su participación en el mercado de valores chileno, lo que limitaría su desarrollo y eficacia<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Hay abundante evidencia empírica que demuestra la directa relación existente entre la adecuada protección del accionista minoritario y el desarrollo del mercado de capitales, la profundidad y liquidez de sus transacciones, y la estrecha vinculación del desarrollo de este con la economía de un país. Una mejor protección a los accionistas minoritarios tiene externalidades positivas y redundante en mayor profundidad en los mercados de capitales y en un mayor desarrollo de ellos; con mercados de capitales más profundos, mejoran la repartición de

En razón de ello se decidió por legislar en una materia que hasta la fecha había quedado únicamente entregada al mandato contenido en el antiguo artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores y al ejercicio de la potestad reglamentaria de la Superintendencia de Valores y Seguros, que en la generalidad de los casos se ejerció frente a la coyuntura de una operación en marcha<sup>2</sup>.

Desde la presentación misma del mensaje del Ejecutivo y durante toda la tramitación del proyecto de ley se hicieron sentir con fuerza opiniones contrarias a que fuera la ley la que se ocupara de regular una materia que, a juicio de connotados empresarios y abogados, no requería de aquella, como había ocurrido hasta la fecha, sino que bastaba, como los hechos lo habían demostrado<sup>3</sup>, con la activa participación de un fiscalizador atento a que las operaciones de cambio de controlador se hicieran sin vulnerar los derechos de los accionistas minoritarios o no controladores.

Claramente se marcaron dos posiciones antagónicas. Por un lado, aquellos partidarios de regular íntegramente este mecanismo estableciéndolo como obligatorio y excluyente de cualquier otro a utilizarse en una toma de control, con lo que se asegura la distribución del premio del control entre todos los accionistas, tanto los controladores como los minoritarios. Y por el otro, aquellos partidarios de no establecer la obligatoriedad de la OPA como mecanismo exclusivo de toma de control, con lo cual queda al arbitrio del controlador decidir si comparte o no el premio del control con los minoritarios. Se sostuvo por los detractores de esta iniciativa que el control de una sociedad es un activo diverso del cúmulo de acciones que está en poder de una sola mano, por lo que tiene un valor distinto a la sola sumatoria de tales acciones; y que el valor del control no podía ser distribuido entre todos los accionistas sin vulnerar el derecho de propiedad del titular de ese control.

Sin perjuicio de que las citadas aprensiones y diferencias fueron en su gran mayoría despejadas por los acuerdos políticos a que llegaron sectores de gobierno y oposición, que significaron rehacer en estos aspectos el proyecto y discutir arduamente los artículos transitorios de este cuerpo legal —manteniendo, eso sí, su esencia, como lo era definir un marco normativo para las OPAs y la necesidad de distribuir, bajo ciertos supuestos, el premio de control entre todos los accionistas—, es sintomático apreciar que tanto las razones que llevaron a legislar sobre esta materia como la discusión que se abrió a partir de tal iniciativa, son similares a las que se dieron en otros países que también aprobaron textos legales sobre estas materias.

Al igual como ocurrió en otros países que se enfrentaron con la necesidad de regular las OPAs, la discusión que se abrió en nuestro medio a partir del proyecto del Ejecutivo, dio cuenta de la existencia de diversas posiciones que se manejan en la doctrina y en la legislación comparada, en cuanto a que claramente se distinguen dos grandes modelos, como lo son el sistema de OPA obligatoria versus el sistema de OPA facultativa.

Con el propósito de destacar la semejanza de la realidad fáctica que impuso la necesidad de legislar en países más desarrollados con aquella que se presentó en nuestro medio e influyó fuertemente en la propuesta inicial del Ejecutivo, y sin ánimo de profundizar en estos aspectos, nos referiremos brevemente al origen de esta figura de la OPA en Inglaterra y en

riesgos al promover la desconcentración; un mayor desarrollo de los mercados de capitales está empíricamente asociado con mayor crecimiento económico. LEFORT Fernando y WALKER Eduardo, en "Gobierno corporativo, protección a accionistas minoritarios y tomas de control", Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica de Chile, junio 2000.

<sup>2</sup> Recuérdese el intenso trabajo regulatorio desplegado por la Superintendencia de Valores y Seguros con motivo de las OPAs lanzadas por ENDESA de ESPAÑA y la norteamericana Duke Energy International sobre las eléctricas chilenas ENERSIS y ENDESA Chile a comienzos de 1999 y que desencadenó entre ambas empresas una competencia por acceder al control de las compañías chilenas. Igual esfuerzo normativo fue desplegado con motivo de la toma de control de Campos Chilenos S.A. por la sociedad española Azucarera Ebro, ocurrida mediante OPA lanzada en marzo de 1999.

<sup>3</sup> Véase nota anterior.

EE.UU., destacando las principales características y la significativa diferencia que se presenta en los sistemas imperantes en ambos países y que los ha llevado a presentarse como los grandes modelos a los cuales se han ido adscribiendo las restantes legislaciones.

### 1.1. LA OPA EN INGLATERRA

Las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) son una institución de raigambre e impronta anglosajona, tanto en lo que dice relación con sus orígenes como a su posterior difusión y generalización. Fue en el Reino Unido, hacia la década de los años 50, donde por primera vez aparece esta institución concebida como mecanismo de toma de control. De allí luego pasó a los Estados Unidos de Norteamérica, donde ha alcanzado su mayor desarrollo y consolidación<sup>4</sup>.

En el Reino Unido el proceso de sometimiento de las operaciones de toma de control de las grandes sociedades a un cuerpo normativo completo y armónico que las abordase en su integridad se vio fuertemente impulsado por el descontento general con una serie de técnicas y tácticas abusivas que se habían desarrollado a partir de un vacío normativo. No fue la regulación de las OPAs mediante normas de carácter profesional, fruto de la iniciativa espontánea de los operadores del mercado, sino la reacción de estos ante el desarrollo de prácticas que eran percibidas como incorrectas y que amenazaban con provocar una firme y drástica intervención del legislador. El hecho de que las importantes ganancias generadas por los cambios de control fuesen habitualmente a parar a los accionistas de mayor peso en la sociedad, que podían disponer de sus participaciones a un precio y en unos términos de los que los accionistas minoritarios solían quedar excluidos, hizo que progresivamente fuese tomando cuerpo la idea de someter las tomas de control de las sociedades abiertas al ofrecimiento de condiciones de adquisición idénticas para todos los accionistas<sup>5</sup>.

El "City Code on Take-overs and Mergers", aprobado inicialmente en 1968 y sometido desde entonces a un proceso constante de revisión, es el cuerpo normativo que articula en toda su integridad y plenitud, salvo en algunos aspectos entregados a la norma legal, la figura de la oferta pública de adquisición de acciones en Inglaterra.

Se trata de un marco regulatorio recogido sustancialmente en un texto de carácter puramente privado y carente de todo respaldo legal, que afirma su fuerza y validez en el simple hecho de su libre adopción por los operadores del mercado financiero londinense. La ágil y flexible aplicación que del mismo realiza el órgano encargado de su administración y puesta en práctica, el "Panel on Take-overs and Mergers", y la comprometida adhesión por parte de todos los operadores a unas normas que vienen a plasmar el sentir colectivo sobre las conductas que se consideran correctas en el campo de las tomas de control de las grandes sociedades anónimas abiertas, han dotado al "City Code" de una vigencia y de una efectividad superiores a las que suelen caracterizar a los textos legales más asentados<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Se afirma por algunos autores que "la única área de la regulación del mercado de valores en que los británicos actuaron antes que los americanos, fue precisamente en el tema de las OPAs". Un estudio sobre los antecedentes y la formación histórica de esta figura en el mercado inglés puede encontrarse en JOHNSTON, *The City Take-over Code*, Oxford, 1980.

<sup>5</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, "La OPA Obligatoria", Editorial Civitas, 1997, págs 36-38. El mismo autor cita a JOHNSTON, ob. cit. y a BLANDEN, "The City Regulations on Mergers and Takeovers", en *Readings on Mergers and Takeovers*, New York, 1972, quienes analizan y describen casos especialmente polémicos en los que la cuestión del cambio de controlador dio lugar a amplios debates públicos, por la desigualdad de trato que se dio entre los accionistas controladores y minoritarios.

<sup>6</sup> Sobre los sistemas de autorregulación que están presentes en muchos ámbitos de los mercados financieros ingleses, puede consultarse, entre otra abundante bibliografía, a GARRIDO, "La Regulación de los mercados financieros en Inglaterra", en *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1990, págs. 549 y siguientes. Idéntico mecanismo fue propuesto en España en el "Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores", de 1978, págs. 122 y siguientes, sin éxito, ya que finalmente se optó por regularlas a través de un cuerpo legal.

En el sistema de autorregulación que impone el "City Code" la fuerza disciplinaria del mercado se hace sentir con todo su vigor. Aquellas empresas que no se someten y no se acogen voluntariamente a la normas del "City Code" reciben un fuerte castigo por parte de los inversionistas. Ha sido quizás este uno de los aspectos más determinantes en la efectividad y solidez que ha logrado alcanzar el mercado de control societario en Inglaterra<sup>7</sup>.

Al margen de esta peculiar condición —ausencia de respaldo legal vinculante—, el aspecto más definitorio y significativo que presenta el "City Code" en lo que a la reglamentación jurídica de las OPAs se refiere, es la consagración de la OPA como un mecanismo obligatorio y excluyente que se impone necesariamente a quien pretenda tomar el control de una sociedad anónima que cotiza sus acciones en bolsa.

No hay otra opción. Todo aquel que quiera consolidar el control o tomar el control de una sociedad anónima que cotiza en bolsa, forzosamente debe hacerlo ofreciendo a todos los accionistas por igual la compra de sus acciones.

La tutela del interés del accionista minoritario y la defensa del principio de igualdad de trato de todos los accionistas en los cambios de control, subyacen como el fundamento último que justifica el sistema de OPAs obligatorias que consagra el sistema inglés.

Si bien en los orígenes del "City Code" no se recogía la exigencia de un tratamiento igualitario de todos los accionistas en los cambios de control, este principio empezó vinculándose a los deberes fiduciarios que concurrían en el órgano de administración, de tal forma que la igualdad de trato de los accionistas solo se exigía cuando eran los propios administradores los que transmitían el control de la sociedad a otra persona mediante la venta de sus acciones<sup>8</sup>.

En la actualidad el sistema vigente que consagra el "City Code" impone la OPA como mecanismo exclusivo y excluyente que debe utilizar toda persona que adquiera, en una o varias transacciones, acciones que, unidas a las poseídas o adquiridas por personas que actúen de forma concertada, otorguen un treinta por ciento o más de los derechos de voto de una sociedad; también se impone la OPA obligatoria cuando una persona que junto a otras que actúan de forma concertada con ella, posea entre el treinta y el cincuenta por ciento de los derechos de voto sociales, proceda a la adquisición en un período de doce meses de acciones adicionales que incremente su participación en más del dos por ciento de los derechos de voto<sup>9</sup>. Solo con la dispensa del "Panel" se autorizan las OPAs parciales<sup>10</sup>.

Se ve en el porcentaje del treinta por ciento un límite realista de la participación necesaria para poder ejercer un control efectivo sobre la gestión y el funcionamiento de las grandes sociedades anónimas abiertas e independientemente de que dicha participación otorgase o no realmente el control de hecho sobre la sociedad.

<sup>7</sup> El "City Code" está formado por diversos tipos de normas. Los llamados "General Principles" o Principios Generales, que expresan en términos generales los principios de buena conducta que han de presidir la realización de las OPAs y que son aplicados de forma flexible por el "Panel", atendiendo básicamente a su espíritu y finalidad. Se integra además por "Rules", que vienen a precisar y concretar el alcance de los "General Principles" y que contienen también las normas de procedimiento que rigen el desarrollo de las OPAs. Cada "Rule" tiene incorporadas una serie de "Notes", que va elaborando el "Panel" para aclarar los problemas de interpretación que hayan podido surgir en la práctica.

<sup>8</sup> En la primera versión del "City Code", los administradores solo podían vender sus paquetes accionarios de control si el adquirente se comprometía a formular una oferta a lo demás accionistas en los mismos términos y en un plazo razonable. JOHNSTON, ob cit. págs. 43-48. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, "La OPA Obligatoria", ob. cit. págs. 35-41.

<sup>9</sup> Esto último es lo que en doctrina se conoce con el nombre de consolidación del control.

<sup>10</sup> Inicialmente —hasta 1972— se excluyó del mecanismo de OPA obligatoria la adquisición del control mediante compras que se efectuaran directamente en Bolsa, en el entendido que ello usualmente demoraba un período prolongado de tiempo, que permitía a todos los accionistas tener un conocimiento cabal de los hechos a fin de adoptar debidamente informados sus decisiones de inversión, cuestión que resulto no ser tan efectiva. Sobre la evolución que fue presentando en el "City Code" el sistema de OPA obligatoria puede consultarse a JOHNSTON, ob cit. págs. 27-35, 78-79, 95 y siguientes.

El mecanismo de OPA obligatorio vigente en Inglaterra le cierra el paso a cualquiera otra forma alternativa que pudiera utilizarse para tomar o consolidar el control de una sociedad cuyas acciones se cotizan en bolsa. Con ello lo que se quiere es permitir que los accionistas minoritarios puedan participar en pie de igualdad con los accionistas controladores o de mayor peso en la prima o premio que habitualmente acompaña a los cambios de control de las grandes sociedades, evitando así que el mayor valor económico que esté dispuesto a pagar el adquirente sea percibido de modo exclusivo por quienes detentaban una posición mayoritaria o de control. También se fundamenta en la necesidad de contar con una vía de salida para el accionista minoritario ante el riesgo que enfrenta con la llegada de un nuevo socio con capacidad para determinar el rumbo en la gestión de los negocios sociales<sup>11</sup>.

El modelo británico ha tenido una tremenda fuerza expansiva, sobre todo en los países europeos. Así, en la actualidad encontramos sistemas de OPAs obligatorias con algunas variantes, entre otros, en países como Francia, España, Bélgica e Italia. Igual tendencia ha seguido el derecho comunitario, al proponer, no sin importantes oposiciones lideradas especialmente por Alemania, directrices que favorecen el sistema de OPAs obligatorias, al estilo del modelo británico<sup>12, 13</sup>.

En definitiva, el sistema de OPAs obligatorias como mecanismo exclusivo y excluyente para la adquisición o consolidación del control de las sociedades cotizadas en bolsa, inspirado en la necesidad de tutela del interés de los accionistas minoritarios, tanto en lo que dice relación con su participación igualitaria en la percepción del mayor valor que está dispuesto a pagar el adquirente del paquete de control como en la posibilidad de abandonar la sociedad afectada cuando se produzca un cambio de controlador, es un sólido referente que sin duda fue considerado por el legislador nacional, el que recogió parte sustancial de los principios que le sirven de fundamento, según luego lo veremos.

## 1.2. LA OPA EN EE.UU.

En EE.UU. el origen de la normativa sobre las OPAs no fue diverso del que existió en Inglaterra y tampoco distinto al que se dio entre nosotros<sup>14</sup>.

En Norteamérica la generalización de las ofertas públicas de adquisición de acciones como instrumento habitual en los intentos por hacerse del control de una sociedad tiene lugar en la década de los 60, después de su aparición en Inglaterra. La finalidad de la normativa que se crea a partir del importante desarrollo de este "mercado del control societario"<sup>15</sup>, fue la

<sup>11</sup> El hecho de que un accionista pague precios por sobre el de mercado para hacerse del control de una compañía, es percibido por algunos autores con cierta desconfianza, ante el peligro de que el nuevo socio de control actúe por el propósito de imponer una línea de gestión más proclive a su propia conveniencia que a los intereses generales de todo los accionistas, como podría ocurrir, por ejemplo, si la sociedad adquirida pasase a formar parte de un grupo empresarial.

<sup>12</sup> El caso de Alemania es significativo, ya que en forma constante y permanente ha manifestado sus profundas reservas en cuanto al principio mismo de la obligatoriedad de las OPAs, por estimar que las consecuencias económicas de tal imposición no han sido suficientemente analizadas y por el temor de que la misma pueda perjudicar el funcionamiento de los mercados de valores y favorecer a los operadores económicos de mayor capacidad.

<sup>13</sup> Un completo estudio sobre la fuerza expansiva del modelo británico en los países europeos y en el derecho comunitario puede encontrarse en GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, "La OPA Obligatoria", ob cit. págs. 46-65.

<sup>14</sup> Recuérdese la gran discusión y polémica pública que se desató a partir de la anunciada toma de control por la española ENDESA S.A de la eléctrica chilena ENERSIS, en agosto de 1997. El diferencial de precio pagado a los titulares de las diversas series de acciones y los compromisos asumidos por los ejecutivos de ejercer el control que detentaban sobre el grupo ENERSIS en beneficio de ENDESA de España, entre otras consideraciones, originaron la aplicación de fuertes sanciones por el fiscalizador, todas ellas sujetas en la actualidad -abril de 2001-, a su revisión por los tribunales de justicia. Gran controversia generó también el cambio de control en la sociedad Campos Chilenos S.A., en marzo de 1999, al recibir un trato diverso los accionistas minoritarios y los controladores, por parte de los promotores de la OPA, la sociedad española Azucarera Ebro S.A.

<sup>15</sup> Esta noción se refiere a la existencia de un activo mercado de cambios de control en el que numerosos agentes pugnan por hacerse del control de las compañías, tanto porque estiman que bajo su administración la

de cerrar el paso a una variedad de abusos que habían podido germinar bajo la situación de vacío legislativo en que las OPAs empezaron a desarrollarse y a asegurar, en consecuencia, que los accionistas pudiesen tomar una decisión pausada y racional sobre sus valores cuando se viesen enfrentados a una operación de adquisición de la sociedad a la que pertenecían.

Fueron sobre todo algunas tácticas habitualmente empleadas por los oferentes las que hicieron sentir la necesidad de confinar la libertad de actuación de la que estos disfrutaban para salvaguardar, de esta forma, los legítimos intereses de los accionistas de la sociedad afectada. La realización de ofertas en las que su promotor limitaba y dosificaba según su propia conveniencia la información que divulgaba, el sometimiento del exceso de aceptaciones a un criterio puramente temporal (por orden de llegada), el ofrecimiento de condiciones diversas a distintos grupos de accionistas, la exigencia de aceptaciones irrevocables por parte del accionista —que perdían así todo poder de disposición sobre sus valores durante largos períodos de tiempo—, la fijación de brevísimos períodos de aceptación, la exclusión de quienes habían aceptado ofertas competidoras, entre otras prácticas que colocaban a los destinatarios de la oferta en una desventajosa posición, llevaron al entonces senador Williams a presentar un proyecto de ley en 1965 —aprobado en 1968 como reforma al Securities Exchange Act (1934)— para “proteger” a los accionistas y administradores de las sociedades afectadas de “la piratería y el sabotaje industrial de los asaltantes de sociedades”<sup>16</sup>.

En definitiva, la necesidad de contar con un procedimiento metódico y ordenado que asegurase una protección efectiva de los accionistas destinatarios de la oferta fue lo que decidió e impulsó al legislador norteamericano a regular las OPAs.

No obstante que la motivación para contar con un marco normativo que regulara las OPAs en el mercado norteamericano fue similar a la que existió años antes en Inglaterra —que es por lo demás coincidente con la que se presentó en nuestro medio, según ya se ha visto—, lo cierto es que la característica esencial del sistema norteamericano es sustancialmente diversa de la que destacábamos como peculiar del modelo británico.

Mientras en el sistema Inglés la OPA es el único medio de que dispone quien pretenda hacerse del control de una compañía o de consolidar el que ya posee, en el sistema norteamericano la OPA es solo uno de los varios mecanismos de que dispone el interesado para cumplir idéntico objetivo.

Existe plena libertad para hacerse del control por los más diversos medios. Desde los tradicionales *proxy fights* o *proxy contest* —que permiten el control mediante las delegaciones del derecho de voto de los accionistas—, o los *ramassage* —compras sucesivas en las bolsas hasta consolidar el control—, pasando por la formación de *holdings* en cadena o control piramidal, o la sindicación de acciones y convenciones de voto, hasta la creación de acciones preferentes y la cesión del paquete controlador.

La oferta dirigida a todos los accionistas es solo uno más de los medios disponibles en el mercado norteamericano, y cuyo empleo queda siempre al arbitrio de quien formule la oferta. Con ello también se entrega a la discrecionalidad de quien pretenda el control la decisión de pagar exclusivamente al grupo controlador un premio asociado a ese control.

Incluso más, el contenido de la norma federal vigente en EE.UU., que debe complementarse con los *state status*, —cuestión no siempre exenta de dificultades—, no apunta realmente a regular los procedimientos de toma de control mediante este mecanismo de la OPA. La “Williams Act”, además de establecer algunas protecciones substantivas mínimas en favor de

empresa adquiere un mayor valor del que tenía bajo la que se desplaza, cuanto porque el reciente desarrollo del fenómeno de la globalización le impone a las empresas como imperativo de subsistencia la necesidad de crecer a tamaños compatibles con mercados mundiales.

<sup>16</sup> Incluso se acuñó el expresivo término de *Saturday Night Specials*, por ser habitual que los oferentes las formularan durante los fines de semana, cuando la bolsa estaba cerrada y los administradores de la sociedad afectada encontraban mayores dificultades para responder. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, “La OPA Obligatoria”, ob. cit., págs. 65-73.

los accionistas de la sociedad afectada, como la necesidad de prorrateo cuando el número de aceptaciones supere el límite máximo de la oferta, la extensión a todos los accionistas del precio más alto ofrecido, la fijación de un período mínimo de aceptación, el derecho de los accionistas a revocar su aceptación en ciertas condiciones y la prohibición de cualquier tipo de fraude "en conexión con una OPA", descansa básicamente sobre la imposición de unos severos y estrictos deberes informativos a cargo de las personas que pretenden hacerse con el control de una sociedad a través de una OPA, con la finalidad de que los accionistas destinatarios de la oferta puedan decidir sobre la misma de una forma reflexiva y con pleno conocimiento de toda la información que se incorpora a los títulos objeto de la oferta y que determina su verdadero valor<sup>17</sup>.

El propio Tribunal Supremo norteamericano ha visto en la *disclosure* o transparencia informativa el fundamento mismo de la "Williams Act", al destacar que el principal objetivo de esta "es asegurar que los accionistas que se vean confrontados a una oferta de adquisición de sus acciones no tengan que responder sin una información adecuada sobre las condiciones e intenciones de la parte oferente"<sup>18</sup>.

Pero esa amplia libertad reconocida por el sistema norteamericano va acompañada de fuertes y poderosos deberes informativos que se imponen a los administradores, controladores y ofertantes, en términos de privilegiar siempre una toma de decisiones en igualdad de condiciones por parte de estos y los minoritarios o no controladores<sup>19</sup>. Más aún, el fuerte desarrollo que en el derecho anglosajón han tenido los llamados *fiduciary duties* o deberes fiduciarios, en términos de exigir de los administradores una escrupulosa observancia de la norma de proteger los intereses de la sociedad y de abstenerse de toda acción que pueda perjudicarla, son, a no dudarlo, un complemento indispensable para que tal régimen de libertad no derive en la materialización de abusos perjudiciales para los accionistas minoritarios<sup>20</sup>. Por último, el riguroso control administrativo a cargo de la Securities Exchange Commission (SEC) y la expedición y especialización del sistema judicial norteamericano son una garantía de efectividad en el acatamiento de tal preceptiva, cuestión ampliamente divulgada y así percibida por todos los agentes participantes del mercado de valores de los EE.UU.

<sup>17</sup> Desde la vigencia de la Williams Act toda persona o entidad que formule una oferta de adquisición por más del 5% sobre cualquiera clase de acciones emitidas por una sociedad abierta o bursátil, debe divulgar una serie de información, como su identidad, la fuente y el monto de los fondos empleados, sus planes para la sociedad afectada, la relación de los valores de los que sea ya titular, los eventuales acuerdos con otras partes a propósito de las acciones que se intenta adquirir, cualquiera otra adquisición de valores por medio de procedimientos alternativos a la OPA, entre otras exigencias.

<sup>18</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, "La OPA Obligatoria", ob. cit. pág. 72.

<sup>19</sup> Es significativo el avance que en el derecho anglosajón ha tenido el tema relacionado con la obligación de información o *full disclosure*, al punto que tales exigencias se han traducido en una efectiva garantía para todos los accionistas, tanto minoritarios y controladores, de que sus decisiones de inversión o desinversión se tomaran en un mismo plano de igualdad. La teoría de los mercados eficientes, que tanto desarrollo ha tenido en el país del norte, se estructura precisamente sobre la base de que es imposible o más bien poco probable obtener beneficios extraordinarios, inclusive en operaciones de cambios de controlador, si las decisiones de compra o venta de valores en una OPA se fundan en información disponible. A *contrario sensu*, las ganancias extraordinarias se fundan en la falta de difusión o disponibilidad de la información. Sobre la divulgación de la información en los procesos de toma de control a través de una OPA con referencias al derecho anglosajón, puede consultarse BIANCHI, Roberto Américo, "Régimen de la Transparencia en la oferta Pública", 1993, págs. 71-78; 110-129 y 204-211.

<sup>20</sup> Una explicación muy pedagógica sobre los deberes fiduciarios en el derecho anglosajón puede encontrarse en CAREY BUSTAMANTE, Guillermo, en "De la sociedad anónima y la responsabilidad civil de los directores", págs. 137-156. También en BERGEL SALVADOR, DARÍO y BAIGUN, David, referido al derecho argentino y también con referencias al derecho norteamericano, en "El fraude en la administración societaria", 1988, págs. 63-93. Refiriéndose estos autores a los deberes del controlante, señalan que "el dominio por control no es sinónimo de propiedad y, por ende, no debe conducir al desvío de los bienes sociales al patrimonio de los controlantes." Agregan que "el administrador de una sociedad, al tomar una decisión, no lo hace en ejercicio de un derecho subjetivo, sino como componente de un órgano colegiado que debe actuar tutelando y anteponiendo siempre el interés social".

De este modo, en el sistema norteamericano se consagra abiertamente el modelo de OPA facultativa, en términos de que quien desee tomar el control de una compañía lo podrá hacer mediante el lanzamiento de una OPA o por cualquiera de los otros medios indicados, decisión que queda entregada a su propio arbitrio. Más aún, el sistema de OPA facultativa regulado en el Securities Act. consagra mínimas normas de respeto a principios jurídicos ampliamente asentados en el sistema anglosajón, que más se parecen a normas de prudencia y buen criterio, según ya se ha dicho, que a la creación de una estructura regulatoria rígida e inflexible.

No es esta la oportunidad para abordar el interesante debate que se ha abierto en la doctrina comparada en torno a las ventajas y desventajas de imponer sistemas de OPAs obligatorias versus modelos de OPAs facultativas. Es claro que se trata de una discusión con un gran trasfondo económico que incide profundamente en el potencial desarrollo de un mercado en donde el activo que se transa es justamente el control sobre una determinada compañía. Si se impone el modelo de OPA obligatoria es evidente que se dificulta el desarrollo de este mercado. Por el contrario, la consagración de un modelo de OPA facultativa favorece el desarrollo de aquel.

Son indudables las ventajas que se derivan de la existencia de un mercado de tal naturaleza, en términos de que la racionalidad económica que suele estar presente en las decisiones adoptadas por los agentes que en él actúan, permitirá privilegiar los cambios de control desde los administradores menos eficientes hacia quienes logren la gestión de los negocios sociales de un modo más provechoso y efectivo, con el consecuente beneficio social que ello conlleva y con el consiguiente efecto sobre la eficiencia económica que tal asignación produce al permitir su utilización más valiosa.

Pero un contexto de completa libertad que favorezca su desarrollo que no este unido a las restantes exigencias que sí están presentes en el mercado norteamericano, obviamente que atentarán también en contra de uno de los bienes jurídicos que pretende resguardar el modelo de OPA obligatoria, como lo es el de tutelar a los accionistas minoritarios en una operación de cambio de control, resguardando el principio de igualdad de trato que sirve de fundamento a todo el derecho societario.

Anticipando algunas ideas, creemos que el modelo de OPA obligatoria que bajo ciertos supuestos se exige y que ha sido escogido por nuestra ley<sup>21</sup>—sin perjuicio de los defectos a los que luego nos referiremos—, es el adecuado para la realidad nacional, en términos de que las carencias existentes en materia de gobierno corporativo hacían ilusorio que las operaciones de cambio de control funcionaran sin marco regulatorio y con plena y total libertad. El importante reforzamiento que a los deberes y obligaciones de los directores se hace por la nueva ley, unido a las mayores exigencias informativas que se incorporan contribuirá a fortalecer el propósito de protección que subyace en estas normas, por lo que en un futuro no muy lejano, enfrentaremos probablemente una liberalización del sistema<sup>22</sup>.

### 1.3. LA OPA EN CHILE

Con la referencia al origen de los marcos regulatorios de las OPAs tanto en Inglaterra como en EE.UU. hemos querido destacar el hecho de que en ambos países existió una realidad fáctica que evidenció la desprotección en que quedaban los destinatarios de tales ofertas; y que la finalidad de tal preceptiva apuntó precisamente a corregir tal situación de indefensión. También, que los modelos antagónicos que en cada uno de esos países se han seguido y

<sup>21</sup> Con ello se aparta del modelo norteamericano que en materias societarias y de valores ha influido fuertemente en nuestro derecho.

<sup>22</sup> Un completo estudio sobre las ventajas y desventajas de los dos modelos mencionados y sobre el mercado del control societario puede encontrarse en GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, en "Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs", Civitas, 1999, págs. 25-46. También en la obra citada del mismo autor, "La OPA Obligatoria".

que representan los únicos existentes en la actualidad, cumplen, en la forma explicada para cada uno de ellos, con el propósito de tutela que subyace en su normativa:

Lo anterior, según ya se ha dicho, es coincidente también tanto con la realidad que se enfrentó en nuestro país en el "mercado de control societario", como con la finalidad que el Ejecutivo declaró en el Mensaje que precedió al proyecto de ley.

Veremos ahora qué sistema siguió el legislador nacional, cuáles fueron sus razones y si efectivamente logró construir una regulación eficiente que contribuirá a potenciar el desarrollo del mercado de control corporativo.

### 1.3.1. *Las tomas de control antes de la vigencia de la ley N° 19.705*

Hasta antes de la vigencia de la ley N° 19.705 obviamente que en nuestro medio se materializaron diversas operaciones de tomas de control<sup>23</sup>.

El marco normativo dentro del cual se concretaron las citadas operaciones estaba constituido básicamente por el antiguo artículo 54 de la ley de Mercado de Valores y, entre otras disposiciones complementarias, por los artículos 4 letra d), 12 y artículos 96 a 102, todos del mismo cuerpo legal<sup>24</sup>.

A los preceptos legales citados debe también agregarse la normativa reglamentaria dictada por la Superintendencia de Valores y Seguros como instructivo general y también aquella que con motivo de cada operación fue dictando la citada entidad de control<sup>25</sup>.

Como se puede apreciar de la simple lectura del citado artículo 54 de la LMV, no se trataba realmente de una regulación del proceso de toma y/o transferencia de control, sino que básicamente de normas que imponían a quienes pretendían el control de una compañía el deber de informar y comunicar tal intención. En el contexto de esta exigencia informativa debe entenderse tanto la necesidad de comunicar las nuevas adquisiciones de acciones por quienes ya poseían un diez por ciento o más de una compañía como la obligación de informar la intención de tomar el control de la sociedad, debiendo dar cuenta en el aviso respectivo de los antecedentes básicos sobre los precios a pagar, las modalidades de pago y las condiciones de la negociación a efectuarse<sup>26</sup>.

En nuestra opinión es evidente que con anterioridad a la vigencia de la ley N° 19.705 nuestra legislación carecía de un marco normativo orgánico y sistemático destinado a regular los procesos de tomas de control, toda vez que los citados preceptos, si bien se referían a la información a proporcionar en tales eventos corporativos, lo cierto es que no contenían normas adjetivas ni menos substantivas relativas a la citadas operaciones.

<sup>23</sup> Las más conocidas por la polémica que ellas generaron fueron las que afectaron a las eléctricas chilenas ENERSIS, ENDESA Chile y a la sociedad Campos Chilenos S.A., materializadas entre los años 1997-1999.

<sup>24</sup> El texto del antiguo artículo 54 establecía lo siguiente: "Cuando una o más personas directamente o a través de una sociedad filial o coligada pretendan obtener el control de una sociedad, sometida a la fiscalización de la Superintendencia, deberán informar previamente tal propósito al público en general. En dicha información se indicará a lo menos el precio y condiciones de la negociación a efectuarse, cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas".

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

"La adquisición de acciones solo podrá perfeccionarse transcurridos 5 días hábiles desde la fecha en que se publique el aviso a que se refiere el inciso anterior".

<sup>25</sup> Entre otras podría citarse la circular N° 585, de 29-1-86, que instruye sobre la forma y contenido de la información en las transacciones, compromisos y opciones de compraventa de las personas que menciona el citado artículo 12. También la circular N° 608 de 9-4-86 que establece la obligación mínima que debe contener el aviso a que se refería el artículo 54. En todo caso se trata de normativa que ha sido recientemente revisada para acomodarla a las nuevas regulaciones de la ley, según se verá más adelante.

<sup>26</sup> Con todo, algunos autores sostienen que la existencia de un conjunto de normas tanto en la LMV como en la LSA, constituirían un verdadero marco regulatorio de los procesos de toma de control, lo que haría innecesaria toda nueva regulación. Al respecto puede consultarse a NASSAR STEFFAN, Daniel, en su memoria de prueba, "Las tomas de Control de las sociedades abiertas en Chile: Carencia de regulación específica o falta de protección para los accionistas minoritarios", P.U.C. 1998, págs. 85-95.

Incluso se ha sostenido por algunos autores, con quienes coincidimos en esta apreciación, que tal normativa no había sido específicamente concebida como norma de protección para los accionistas no controladores, sino que más bien como una disposición tendiente a mejorar la eficacia informativa de los mercados<sup>27</sup>.

Al margen de la citada obligación de informar, existía amplia libertad para que las adquisiciones de acciones que importaran la toma o transferencia del control se hicieran por cualquier forma, permitiendo incluso que aquellas se realizaran por suscripciones directas o transacciones privadas. Regía en plenitud el principio o regla de mercado, característico del modelo norteamericano al que nos hemos referido.

Al no existir preceptos sustantivos que impusieran restricciones o limitaciones a la transferencia del control, tenía plena vigencia el principio de autonomía de la voluntad y de libertad de contratación, con lo cual las negociaciones tendientes a materializar los cambios de controlador en una compañía solo debían cuidar de que no se vulneraran los preceptos sustantivos de la legislación mercantil común.

En ese contexto normativo la venta de un paquete controlador y su precio se determinaban en una negociación privada entre el oferente y el controlador saliente, sin participación del minoritario. Consecuencialmente el premio asociado al control era retenido íntegramente por aquel, sin que los no controladores o minoritarios tuvieran la posibilidad de participar de su distribución<sup>28</sup>.

En definitiva, creemos nosotros que hasta antes de la vigencia de la ley N° 19.705 no existían en nuestro país normas que se ocuparan de las operaciones de tomas de control, rigiendo en plenitud el principio o regla de mercado en los términos ya explicados, ni menos aún —como se ha postulado— que los preceptos antes citados pudieran llegar a constituirse como un marco regulatorio que se ocupara de tales operaciones. Solo existían normas que imponían ciertos deberes informativos muy básicos y elementales, a todas luces insuficientes para satisfacer la necesidad de información que se requiere en la materialización de un evento corporativo tan complejo, como lo es el cambio de controlador.

### 1.3.2. *El control y su valor*

Para entender a cabalidad el sistema de OPA obligatoria que consagró la ley N° 19.705, con las variantes que luego se verán, es necesario previamente referirse a una cuestión de la mayor importancia, que subyace como fundamento esencial del modelo de OPAs obligatorias. Debe dilucidarse qué es el control, de qué depende su valor y a quién debe pertenecer el premio asociado a él, que usualmente se paga en las operaciones de cambio de controlador.

Entendemos por control “la facultad de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa, las que afectan sus flujos presentes y futuros”<sup>29</sup>.

Esta capacidad de mando al interior de la sociedad ha sido conceptualizada por algunos autores como un activo diverso del cúmulo de acciones en poder de una sola mano. Incluso se habla de un mercado de control societario para dar cuenta de que se está en presencia de un activo cuyo valor intrínseco viene determinado precisamente por el poder de decisión estratégica que se tiene al interior de la empresa y que es el objeto que se transa en tal mercado<sup>30</sup>.

Desde el punto de vista legal, el concepto de control ha recibido una expresa consagración.

<sup>27</sup> LUCO ILLANES, Nicolás, en “Protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad Abierta.”. Rev. Chilena de Derecho, Vol. 22, N° 3, 1995, págs. 417-438.

<sup>28</sup> Al menos así ocurrió en la gran mayoría de las operaciones que se materializaron hasta antes de diciembre de 2000.

<sup>29</sup> DE LA CUADRA, Sergio, CABRERA Angel y otros, en “Regulación de las Transferencias de Control Corporativo: Discusión Teórica e implementación Empírica”, junio 2000, pág. 2.

<sup>30</sup> HARRUÑADA, Benito, en “Teoría contractual de la empresa”, 1998, Editorial Marcial Pons, págs. 316-320; GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, en “Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs.”, ob. cit., págs. 25-46.

Así, de acuerdo con el artículo 97 de la LMV es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:

- a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o
- b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

En las sociedades encomendada por acciones se entenderá que es controlador el socio gestor.

Por su parte el artículo 98 del mismo cuerpo legal define al acuerdo de actuación conjunta como aquella convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma.

Se presume que existe tal acuerdo entre representantes y representados, entre una persona y su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, entre entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, y entre una sociedad y su controlador o cada uno de sus miembros<sup>31</sup>.

A su vez el artículo 99 de la LMV señala que se entenderá que influye decisivamente en la administración o en la gestión de una sociedad toda persona, o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones, con las siguientes excepciones:

- a) Que exista otra persona, u otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que controle, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, un porcentaje igual o mayor;
- b) Que no controle directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas más del 40% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones, y que simultáneamente el porcentaje controlado sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital.
- c) Cuando así lo determine la Superintendencia en consideración de la distribución y dispersión de la propiedad de la sociedad.

Se es controlador, entonces, tanto cuando se tiene la capacidad de asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, como cuando sin tener ese porcentaje, se tiene la capacidad de controlar al menos un 25% del capital con derecho a voto, siempre que no exista otro operador con un porcentaje igual o mayor, o teniendo un porcentaje de entre el 25% y el 40%, siempre que él sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital y, por último, cuando así lo determine la propia Superintendencia.

<sup>31</sup> Además, la Superintendencia queda facultada para calificar si entre dos o más personas existe acuerdo de actuación conjunta considerando entre otras circunstancias, el número de empresas en cuya propiedad participan simultáneamente, la frecuencia de votación coincidente en la elección de directores o designación de administradores y en los acuerdos de las juntas extraordinarias de accionistas. Se presume también que tienen acuerdo de actuación conjunta con el otro socio o accionista, o grupo de ellos con acuerdo de actuación conjunta, que tenga la mayor participación en la propiedad de la sociedad, si en una sociedad hubiere como socios o accionistas, personas jurídicas extranjeras de cuya propiedad no haya información suficiente.

De lo anterior se sigue que lo esencial al concepto legal de controlador estriba en la facultad de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa, en cuanto ello solo es posible si se tiene la mayoría en los órganos de decisión o sin tener esa mayoría, se tiene igualmente la capacidad para influir decisivamente en los órganos de administración de la compañía mediante acuerdos de actuación conjunta.

Tal capacidad se tiene porque se detenta la propiedad sobre un número suficiente de acciones que permitan asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, o también se tiene, sin detentar directa o indirectamente tal propiedad, porque se tiene un acuerdo de actuación conjunta que permite participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma.

Discrepamos de quienes creen ver en las distintas letras del artículo 97 de LMV una supuesta distinción entre un control de hecho en oposición a otro de derecho. Creemos nosotros que las hipótesis que se formulan en las dos letras del precepto citado dan cuenta de un único concepto de control. Se trata de un control legal, dado que es el propio legislador quien describe las hipótesis que conducen a tal concepto. La diferencia entre ambas letras estriba en que por la primera el control deriva de la propiedad que se detenta directa o indirectamente sobre un número suficiente de acciones que permite elegir a los órganos decisorios de la compañía, mientras que por la segunda el control deriva de los acuerdos de actuación conjunta con otros accionistas<sup>32</sup>.

Además, no encontramos la utilidad de formular tal distinción. Cualquiera sea la hipótesis en que se encuentre un controlador, sea la de la letra a) o de la letra b), queda sujeto a las mismas obligaciones y deberes informativos. Se detenta la calidad de controlador cuando se cae de lleno en cualquiera de las citadas dos hipótesis de la ley, sin que se produzcan diferencias porque se ha llegado a detentar tal calidad por uno u otro camino. Además, bien se sabe que cuando la ley no distingue no es lícito que el intérprete lo haga.

Con todo, lo que sí puede distinguirse de las diversas hipótesis de los citados preceptos, es lo que podríamos denominar como control legal absoluto o con poder de bloqueo y control legal relativo, precario o sin consolidar. Por el primero se tiene control efectivo –sea por propiedad de un número suficiente de acciones o por acuerdo de actuación conjunta– y se puede designar a la mayoría de los órganos directivos, teniendo la capacidad de bloqueo o de oposición a la entrada de cualquier otro eventual interesado en tomar el control. Mientras que por el segundo, si bien se detenta la calidad legal de controlador en cuanto se pueden tomar las decisiones estratégicas y operativas de la sociedad, esta calidad es esencialmente inestable, precaria o relativa, ya que en cualquier momento puede aparecer un tercero o un accionista que reúna un número mayor de acciones o suscriba acuerdos de actuación conjunta, que le dé el derecho a elegir a la mayoría de los órganos de administración de la compañía, desplazando de este modo a quien solo detentaba un control legal relativo o precario.

No es esta la oportunidad para abordar el interesante tema relacionado con las acciones preferentes y la influencia que tal tipología de acciones puede ejercer en el control societario. Tampoco para discurrir sobre la validez de la sindicación de acciones o pactos de accionistas y los acuerdos o convenciones de voto. Con todo, cabe hacer presente que en nuestro medio, al igual como ha ocurrido en los mercados más desarrollados, uno de los mecanismos más utilizados para conformar el control sobre una compañía ha sido precisamente el de las acciones preferentes y de los pactos de accionistas<sup>33</sup>.

<sup>32</sup> Se sostiene que “relativamente al tema del control, el legislador ha distinguido dos formas o modalidades en que este se puede expresar. Por un lado, nos encontramos con aquella especie que denominaremos control de hecho, y por el otro, lo que por oposición denominaremos como control legal”. ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique, en “Los acuerdos de actuación conjunta, el control y el derecho de voto en la Sociedad Anónima”. Rev. Actualidad Jurídica, N° 2, julio 2000, págs. 233-252.

<sup>33</sup> Como formas de control minoritario, en que un grupo de accionistas mantiene y cierra el acceso al control de una empresa, a pesar de que poseen menos que la mayoría de los flujos de caja asociados a los títulos emitidos por la sociedad, se suelen distinguir el control piramidal, el control cruzado y el control que se estructura sobre la base de acciones de distinta clase. Interesantes estudios sobre esta materia pueden encontrarse, entre nosotros, en

Precisado el concepto económico y legal de control, corresponde dilucidar ahora por qué este control tiene valor en el mercado. Cuál es la razón por la que una persona está dispuesta a pagar un mayor valor del que representa la simple sumatoria de las acciones que se adquieren.

Ya hemos dicho que el valor intrínseco del control viene determinado por el derecho que le confiere a su titular de tomar las decisiones estratégicas y operativas de la sociedad, que afectan sus flujos presentes y futuros.

Ahora, los motivos por las que se valoriza el control, según lo enseña la literatura especializada, gira en torno a dos razones principales<sup>34</sup>:

- a) Eficiencia: La posibilidad de tomar decisiones que aumenten el valor de la empresa, en relación a lo que lograría un controlador alternativo. Una persona que juzgue que el desempeño administrativo de la empresa es pobre, estará dispuesto a pagar por la posibilidad de modificar las decisiones que se han tomado. Esto significa que dicha persona valorará el control. Cuando la empresa vale más bajo la nueva administración que bajo la antigua, se afirma que el traspaso de control es eficiente<sup>35</sup>.
- b) Extracción de valor: la posibilidad de tomar decisiones que transfieran flujos desde los accionistas minoritarios al controlador. En este caso el control es valioso porque permite apropiarse de flujos o activos que en derecho corresponden a todos los accionistas, tanto a los controladores como a los minoritarios. Es lo que la literatura especializada denomina como beneficios privados del control. Ej. transacciones a precios no de mercado con partes relacionadas, desviación de negocios de la compañía, dejar pasar oportunidades comerciales que luego son tomadas por otras empresas asociadas al controlador, uso de activos estratégicos, etc.<sup>36, 37</sup>.

PAREDES M. Ricardo, en "Causas y Consecuencias del Control Corporativo", Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas, Universidad de Chile, 1999; HERRERA BARRIGA Cristián, en "Los pactos de accionistas en la sociedad anónima", Colegio de Abogados, dic. de 1996; HERRERA LARRAÍN Luis Oscar, en "Acciones Preferentes de Sociedades Anónimas", en Colegio de Abogados, dic. de 1996; MELOSSI JIMÉNEZ Andrés, en "Límites a la Transferencia de Acciones de Sociedades Anónimas", Ediciones Jurídicas La Ley, 1993; TESTA Enrique, en "Las acciones preferidas en las sociedades anónimas", Editorial Nascimento, 1940; en ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique, ob. cit., entre otros. Destacan por su influencia en la doctrina los estudios extranjeros de PORFIRIO C. Leopoldo, en "Las acciones sin voto en la sociedad anónima", Ediciones La Ley 1991; ALBORCH BATALER Carmen en "Las acciones sin voto" y en "El derecho de voto del accionista", Editorial Tecnos, 1977; las ya clásicas obras de PEDROL R. Antonio "La sindicación de acciones", Editorial Rev. de Derecho Privado, Vol. XV. 1951 y "Defensa de las acciones de voto plural", en Rev. de Derecho Mercantil N° 15, 1948; GÓMEZ MENDOZA, María, en "Acciones sin voto, Derecho de Sociedades Anónimas", Civitas 1994; AGUILERA RAMOS, Agustín, en "Clases y series de acciones. Las acciones privilegiadas, Derecho de Sociedades Anónimas", Civitas, 1994; SOLARI C. Osvaldo, en "Breves propuestas sobre la sindicación de acciones", Buenos Aires 1998, entre otros. Mención aparte merece la sentencia arbitral dictada por COLOMBO CAMPBELL Juan en juicio "Inversiones Socoroma S.A. con Carter Holt Harvey International Limited", de 9 de abril de 1998, en la que se contienen interesantes considerandos sobre los pactos de accionistas, su naturaleza jurídica, su validez, etc.

<sup>34</sup> Un completo resumen de ella puede encontrarse en los estudios de DE LA CUADRA Sergio, CABRERA Angel y otros, ob. cit. y de LEFORT Fernando y WALKER Eduardo, ob. cit.

<sup>35</sup> Este es el gran argumento de quienes privilegian un modelo de OPA facultativa o las transferencias de control inspirada en la regla de mercado. Solo un mercado que no introduzca distorsiones que dificulten el cambio de controlador, permitirá que los más eficientes en la gestión empresarial desplacen a los administradores ineficientes. De no permitirse el desarrollo de este mercado, se afirma, la economía no logrará asignar del modo más eficiente posible a los factores productivos, dentro de los cuales obviamente se encuentra la capacidad y gestión empresarial. Trabas y barreras en este mercado favorecen la ineficiencia en la gestión de las empresas.

<sup>36</sup> Por su parte, este es el gran argumento de quienes apoyan los modelos de OPAs obligatorias y promueven el fortalecimiento de la normativa sobre gobierno corporativo. Solo obligando a que el premio por control que está dispuesto a pagar el adquirente de las acciones se distribuya entre todos los accionistas, se logrará eliminar el incentivo a la extracción de riqueza de los minoritarios. Solo eliminando el pago de una prima por control, que en su origen es ilegítima al derivar de los "beneficios privados" que la posición de control otorga, se elimina el citado incentivo a extracción de riqueza.

<sup>37</sup> En contra de estas razones y oponiéndose a la distribución de la prima de control entre todos los accionistas, como consecuencia del modelo de OPA obligatoria, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier, en "La OPA Obligatoria", ob. cit., quien, apoyado en opiniones y evidencia empírica que cita, sostiene que "el control social pertenece, por encima de cualquier formulación puramente retórica y formal más o menos llamativa, a quienes ostentan una

De lo anterior se sigue que "valor del control" y "premio por control" no son sinónimos.

El valor del control asociado a la mayor eficiencia que aporta el nuevo controlador entrante pertenece a todos los accionistas. Este mayor valor es función de la propiedad de los activos de la empresa, tanto tangibles como intangibles que generaran los ingresos futuros. Son en consecuencia, un valor asignado a un patrimonio y como tal pertenecen a todos los accionistas dueños de ese patrimonio. No se debe confundir la venta de un paquete accionario que da el control, que es solo una fracción de capital de la sociedad, con el patrimonio de esta. Por consiguiente, el mayor valor que el adquirente paga en función de la mayor eficiencia que considera introducirá en la empresa, pertenece a todos los accionistas. Nada hace ni aporta el controlador saliente para retener exclusivamente para sí este mayor valor. El modelo de OPA obligatoria asegura así la distribución equitativa de este mayor valor.

De otro lado, el premio o prima de control es la diferencia entre el valor de una acción minoritaria y una acción controladora. Dado que el valor de una acción corresponde al valor presente de los beneficios que ella genera, el premio por el control debe ser consecuencia de que los accionistas controladores tienen acceso a flujos monetarios o beneficios no pecuniarios mayores que los percibidos por los accionistas minoritarios. De esto se sigue que los beneficios diferenciados pueden corresponder a una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios<sup>38</sup>. Este premio por control por definición existe solo si el controlador accede a flujos o beneficios a los que no tienen acceso los minoritarios. Si así fuere, ha de concluirse que tal beneficio tiene una causa ilegítima, en cuanto representa el valor que el mercado le asigna a la capacidad de expropiar riqueza de los minoritarios. No se justifica entonces, validar su pago. Por el contrario, se justifica el fortalecimiento de las normas sobre gobierno corporativo para instar por su eliminación. Además, forzando su distribución entre todos los accionistas, como ocurre con el modelo de OPA obligatoria, también se debilitan los incentivos para su creación. Ahora, si tales beneficios provienen de normas estatutarias definidas de antemano y conocidas por todos los accionistas, no corresponde que el premio del control se comparta con los minoritarios ni puede calificarse de ilegítimo su pago<sup>39</sup>.

De lo anterior también queda clara la directa relación que existe entre el premio por control —vinculado a la extracción de riqueza del minoritario—, y las normas sobre gobierno corporativo, en términos de que el fortalecimiento de tales disposiciones debilitarán la posibilidad de extracción de riqueza y presionarán a la baja al premio por control que se paga en el mercado. La evidencia empírica existente sobre la materia demuestra que en países como EE.UU. el premio por el control no supera el 5%. En Chile, en cambio ha bordeado el 70% en las últimas transacciones materializadas. Luego, el primer esfuerzo del legislador debe apuntar en la dirección de fortalecer mecanismos de mayor monitoreo al controlador y de mayor regulación de eventos corporativos en donde se pueda producir esta extracción de riqueza<sup>40</sup>.

participación accionarial suficiente para imponer con su voto el sentido de los acuerdos de la junta de accionistas y, por consiguiente; para nombrar a los administradores encargados de la gestión social." ... "no parece tampoco que pueda dudarse del legítimo significado económico de la prima de control ni ponerse en tela de juicio la posible percepción exclusiva de la misma por los accionistas que disfruten del control social". págs. 188-197. Entre nosotros, PAREDES M. Ricardo, ob. cit., "Causas y ...", págs. 11-13, quien también legitima la percepción del premio o prima de control para los controladores basado en las actividades de monitoreo y control, inversión en capital humano específico, la posibilidad de definir la asignación de recursos, entre otras consideraciones.

<sup>38</sup> DE LA CUADRA Sergio, CABRERA Angel y otros, ob. cit. págs. 3-5. En este mismo estudio se sostiene también que ello no siempre es así, como ocurre cuando los beneficios diferenciados provienen de estipulaciones estatutarias de la empresa, conocidas de antemano por todos los inversionistas.

<sup>39</sup> Es en este punto donde los partidarios del modelo de OPA facultativa ven una distorsión en el mercado de control corporativo que se introduce por el modelo de OPA obligatoria, en términos de que al existir la obligación de compartir el premio por control con todos los accionistas no obstante tener este una causa legítima por fundarse en normas estatutarias conocidas de antemano por todos los inversionistas, ello se traducirá en una barrera que impedirá transferencias de control eficientes y socialmente convenientes. Más aun, se sostiene que ello será un incentivo para que los actuales controladores trasladen sus paquetes controladores a países en donde no exista la obligación de compartir este premio con todos los accionistas.

<sup>40</sup> En Israel la prima de control bordea el 45%, en Italia el 80%, en Suecia el 2%, en Suiza el 18%, en el Reino Unido el 10%.

En definitiva, no es bueno que el regulador impida o dificulte las transferencias de control –ya que originan externalidades positivas, al maximizar la eficiencia en la gestión administrativa de la empresa– pero tampoco es bueno no hacer nada ante las transferencias de control que premian la extracción de riqueza de los minoritarios, como ocurre cuando la prima por control se fundamenta en beneficios privados ilegítimos.

Creemos nosotros que el modelo de OPA seguido por nuestro legislador, unido al fortalecimiento de las normas sobre gobierno corporativo, asegura un trato equitativo a todos los accionistas y será garantía de que se impedirán transferencias de control ineficiente, en términos de que aquellos quedarán debidamente resguardados. Con todo, presenta como debilidad –entendida como una barrera a los cambios de control eficientes– la circunstancia de imponer el citado principio de igualdad de trato cuando en el hecho los beneficios privados que fundamentan el pago del premio por control, tienen una causa legítima y que es conocida de antemano por todos los accionistas.

### 1.3.3. *Modelo de OPA adoptado por la ley chilena*

En los apartados anteriores decíamos que en lo relativo a la transferencia del control los modelos británico y norteamericano representan la tipología existente a la cual las restantes legislaciones se han ido adhiriendo.

El imperante en el país del norte recoge lo que la doctrina ha denominado como regla de mercado y que en síntesis permite que la venta de un paquete controlador y su precio sea determinado en una negociación privada entre el oferente y el controlador saliente, sin participación del minoritario. La normativa de la SEC no obliga a realizar un proceso de OPA para la toma de control de una sociedad. Es decisión del inversionista tomar este mecanismo o cualquiera otro disponible<sup>41</sup>.

Mientras que el modelo británico se basa en el principio o regla de igualdad de condiciones, que obliga a llamar a una OPA cuando se pretende alcanzar el paquete controlador. El oferente debe darle a los accionistas minoritarios condiciones equivalentes a las del controlador saliente. Significa esto eliminar el premio por control o dicho en forma positiva, comparar el premio de control con todos los minoritarios<sup>42</sup>.

El modelo seguido por la ley chilena se inclinó definitivamente y no sin titubeos por el modelo británico. Impuso la obligación de formular una OPA cada vez que se pretenda adquirir el control de una compañía. Con todo, bajo ciertos supuestos, permite que las transferencias del control se inspiren en la regla de mercado, autorizando una negociación privada entre controlador entrante y saliente, sin participación del minoritario, lo que equivale también a permitir el modelo de OPA facultativa.

Previo a estudiar los casos en que la OPA obligatoria se presenta como único medio disponible para hacerse del control de una sociedad cotizada, es conveniente detenerse en el análisis del concepto de OPA que proporciona nuestro legislador.

<sup>41</sup> Decíamos que ello es así porque en EE.UU. hay una propiedad muy dispersa o atomizada de las compañías, una alta liquidez en el mercado, una buena divulgación de información y poderosas normas que imponen fuertes deberes de administración fiduciaria que aseguran al accionista poder salirse sin mayores inconvenientes y no quedar atrapado en una compañía que ya no es de su interés, además de un estricto sistema de control. Recordemos que en EE.UU. el premio del control –diferencia entre valor de acción del minoritario y la acción del controlador– es apenas del 5%.

<sup>42</sup> Recordemos que las razones para validar las OPAs obligatorias giran en torno a dos ideas. La equidad e igualdad de trato entre los distintos accionistas, entendida como medida de protección. Todos los accionistas de una sociedad anónima tienen iguales derechos sobre los mismos activos, por lo que resulta difícil justificar que una fracción de ellas valga más que otra. De otro lado, la eficiencia en el Mercado de Capitales, ya que al obligar a realizar una OPA tiende a desaparecer el premio por control que refleja los beneficios privados que retienen los controladores, lo que ahuyenta a los minoritarios del Mercado de Capitales.

### 1.3.4. Concepto y clasificación de la OPA

A diferencia de lo que ocurre en la legislación comparada, nuestro legislador optó por definir en la ley lo que debe entenderse por oferta pública de adquisición de acciones<sup>43</sup>.

Dispuso en el artículo 198 de la LMV que “se entenderá que 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 ellas, 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”.

Cabe hacer presente que en la doctrina y en la legislación comparada se ha identificado a la OPA tanto como un simple instrumento de toma de control, como meras propuestas simultáneas y sucesivas de celebración de negocios jurídicos, hasta la de ser verdaderos procedimientos ordenados de compra de títulos cuyo propósito final es la toma de control de una compañía<sup>44</sup>.

Al parecer nuestro legislador se inclinó por asociar el concepto de OPA al de un procedimiento de orden, pero sin circunscribirlo exclusivamente al objetivo de toma de control.

Creemos nosotros que con la definición solo se pretende precisar un marco conceptual al que deberá someterse toda adquisición de acciones en poder de accionistas de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones, tanto en cuanto con ello se pretenda el control de la compañía, su consolidación, o también el cumplimiento de cualquiera otra finalidad que sea posible de alcanzar mediante la compra de un porcentaje significativo de acciones, como podría serlo por ejemplo la resolución de un conflicto intrasocietario<sup>45</sup>.

Se trata simplemente de establecer un procedimiento ordenado y uniforme sin que su objetivo quede circunscrito a un propósito específico, lo que en nuestra opinión es positivo, ya que no restringe la utilización de este mecanismo solo a los cambios de control, sino que permite su empleo en el cumplimiento de otras funciones económicas que también pueden ser alcanzados a través de la OPA.

<sup>43</sup> En general no existe una definición de OPA en la ley. No la encontramos en EE.UU., en Inglaterra ni en España. Sí hay un concepto en el Reglamento de la COB francesa que las define como “el procedimiento por el que una persona física o moral hace saber públicamente que se propone adquirir o ceder todo o parte de los títulos de una sociedad con cotización oficial, o negociados en el segundo mercado o en el mercado *hors cote* de una bolsa de valores” (traducción no oficial).

<sup>44</sup> En la primera línea podríamos citar al autor José García Pita, quien define a la OPA como una “técnica de adquisición de valores que incorporan derechos políticos en el seno de las sociedades anónimas”, en “Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas de adquisición de acciones”, publicado en Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 48, oct.-dic., 1992, pág. 992. En el segundo sentido cabe citar a Juan MASCAREÑAS PÉREZ, quien las define como “operaciones del mercado de valores por las que una persona o entidad oferta comprar todo o parte de las acciones de una sociedad cotizada a un precio determinado. La OPA es, pues, una oferta comercial dirigida a todos los accionistas de la entidad, que si se ve culminada con éxito, implica la realización de un número amplio de compraventas de tales acciones”, en “Activos y Mercados Financieros; Las Acciones”, Editorial Pirámide, 1996, pág. 154. Por último, en la acepción de procedimiento podríamos citar la opinión de Marco Polo, quien las define como “un procedimiento consistente en que una o varias personas físicas o jurídicas anuncia públicamente a todos los accionistas de una sociedad o a los de una determinada clase, que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de esa sociedad.”, en Curso de Bolsa, dirigido por José SÁNCHEZ DE VALDERRAMA, Editorial Ariel 1992, T. I., pág. 401.

<sup>45</sup> Una de las múltiples funciones económicas que la literatura especializada le asigna a la OPA es precisamente ser un mecanismo que permite la resolución de conflictos al interior de la sociedad. La así denominada OPA residual pasa a ser el mecanismo por medio del cual la ley obliga a la compra de acciones entre dos o más accionistas en conflicto, permitiéndole la salida de la sociedad. El nuevo artículo 69 de la ley N° 18.046 estableció un caso de OPA residual obligatoria. Un interesante estudio sobre esta función de la OPA puede encontrarse en FILIPPO Annunziata, “OPA residual obligatoria, derecho de separación y técnicas de resolución de conflictos en la sociedad”, publicado en Revista de Derecho Bancario y Bursátil N° 55, julio-sept., 94, págs. 695 y sigs. Entre nosotros, se refiere a la disolución judicial de la sociedad la sentencia dictada por el juez árbitro COLOMBO CAMPELL Juan, ob. cit.

Del mismo artículo 198 de la LMV se desprende que este procedimiento está destinado tanto para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones como para hacerse de valores convertibles en ellas. De este modo las OPAs no solo tendrán como objetivo la adquisición de acciones, sino que también podrá serlo un bono convertible o cualquiera otro valor susceptible de convertirse en acciones. Reconoce aquí la ley una amplia libertad para definir el valor a ser adquirido por este procedimiento<sup>46</sup>.

Nada dice este precepto con relación a la contraprestación a que se obliga quien formula la OPA. Consecuencialmente el precio podrá pagarse en dinero, en acciones u otros valores negociables, e incluso con acciones de la propia emisión de quien formula la OPA. No vemos inconveniente tampoco para que el precio se pague con acciones que no sean objeto de oferta pública de valores o incluso con títulos de circulación en los mercados extranjeros. En el capítulo destinado al estudio de las reformas introducidas a la LSA vimos que se amplía el concepto de auto cartera aumentándose sustancialmente los casos en que la sociedad puede mantener acciones de su propia emisión. Sin perjuicio de que más adelante volveremos sobre el punto, no vemos inconveniente para que, cumpliendo con las exigencias de los nuevos artículos 27 a 27D de la LSA, la contraprestación de quienes formulen la OPA, lo sea la obligación de entregar acciones de su propia emisión.

Se desprende también del mismo artículo 198 de la LMV que las OPAs pueden ser voluntarias u obligatorias. El criterio de esta clasificación no corresponde a aquel con que distinguíamos entre los modelos de OPA facultativa de las OPAs obligatorias. Recordemos que por el primero la toma de control puede concretarse mediante el mecanismo de la OPA o por cualquiera otro disponible. Mientras que por el segundo toda toma de control forzosamente debe hacerse a través de una OPA.

En cambio, en nuestra ley el concepto de OPA voluntaria queda reducido exclusivamente a aquellos casos en que el oferente resuelve someterse al procedimiento de OPA no obstante no encontrarse en ninguno de los casos en que este mecanismo es obligatorio. Será voluntaria la OPA, por ejemplo, cuando el oferente igualmente decida lanzarla para alcanzar el control como consecuencia de las adquisiciones provenientes de un aumento de capital o cuando lance igualmente la OPA para adquirir las acciones enajenadas por el controlador, siempre que ellas tengan presencia bursátil y el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado.

En definitiva, lo que se pretende en estos casos de OPA voluntaria es permitir que si el controlador quiere compartir el premio de control con todos los accionistas, pueda libremente hacerlo.

Creemos nosotros que esta renuncia del controlador será percibida por los minoritarios como una potente señal de que no serán objeto de ninguna discriminación con motivo del traspaso de control o de cualquier otro evento corporativo. Desde el punto de vista del mercado, el controlador que incorpore una cláusula de esta naturaleza a los estatutos sociales, quedará en mejores condiciones de obtener financiamiento, en relación a otro que no lo haga. La OPA voluntaria es un claro avance hacia a la autorregulación en los mercados.

Si decide voluntariamente someterse al procedimiento de OPA, le serán aplicables todas las normas del título respectivo, incluidas las sanciones de tipo penal que se tipifican.

Por otra parte, la Superintendencia de Valores y seguros quedó facultada para eximir del cumplimiento de una o más normas del título respectivo, a aquellas ofertas de hasta un 5% del total de las acciones emitidas de una sociedad, cuando ellas se realicen en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas, conforme a la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Superintendencia.

<sup>46</sup> En la historia de la ley quedó constancia de que solo se consideran las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones porque solo en ellas se produce el problema de protección a los accionistas minoritarios que compromete la fe pública. Adicionalmente, se dijo, se incluyen los valores convertibles en acciones, pues en definitiva tienen potencialmente las mismas características que los títulos accionarios.

La finalidad de esta excepción es evitar los altos costos que puede implicar la realización de una OPA por una cantidad de menor relevancia de las acciones de una sociedad. Las exigencias de la ley que habilitan esta excepción –que sean adquiridas proporcionalmente a todos los accionistas y a precios de mercado– es garantía de respeto al principio de igualdad de trato de todos los accionistas que subyace como una constante en toda la reforma introducida por la ley N° 19.705.

En definitiva, por una cuestión de costo se autoriza esta excepción que permitirá la realización de OPAs con una menor carga de obligaciones para quien las formule<sup>47</sup>.

### 1.3.5. Casos en que es obligatorio formular una OPA

El modelo de OPA obligatoria que recoge el legislador de la ley N° 19.705 aparece claramente consagrado en el artículo 199 de la LMV.

<sup>47</sup> Mediante circular N°1514 de 5 de enero del año en curso la SVS precisó las obligaciones de que se eximirá a aquellas ofertas de hasta un 5% del total de las acciones emitidas de una sociedad. Se señala que las ofertas de adquisición de acciones deberán cumplir con los siguientes requisitos: 1) La transacción de las acciones deberá realizarse en bolsa; 2) La adquisición de las acciones ofrecidas deberá efectuarse a prorrata entre los accionistas que acepten la oferta; 3) El porcentaje que se pretenda adquirir no le permita tomar el control de la sociedad emisora. En cuanto a las obligaciones de que se exige a estas OPAs se señala que quedan liberadas de las siguientes obligaciones: 1) De la obligación de elaboración del prospecto al que se refiere el artículo 203 de la ley N° 18.045; 2) La sociedad emisora quedará eximida de las obligaciones impuestas en el artículo 207 de la ley antes citada; 3) De la publicación del aviso de aceptación a que se refiere el artículo 212 de la ley mencionada. Para hacer uso de las excepciones indicadas, el oferente deberá cumplir con las siguientes obligaciones: I) La publicación del aviso que da inicio a la oferta pública de adquisición de acciones a que se refiere el artículo 202 de la ley N° 18.045, deberá contener a lo menos, las siguientes menciones: A) Señalará en forma destacada el nombre o razón social de la sociedad sobre la que se efectúa la oferta, las palabras: "Oferta pública de adquisición de acciones conforme al inciso 5° del artículo 198 de la ley N° 18.045", y el nombre de los informantes; B) Identificación del oferente y participación en el emisor; 1) Nombre o razón social, RUT, y domicilio de las personas naturales o jurídicas que efectúan la oferta. Nombre o razón social, RUT, giro u objeto, y domicilio del controlador final, grupo controlador o de los mayores accionistas en caso de no existir controlador; 2) Porcentaje de propiedad que posee sobre la sociedad emisora el oferente o participación en la administración, si fuere el caso. C) Objetivo de la oferta: 1) Objetivos generales que se persiguen con la oferta; 2) Cualquier acuerdo del oferente con accionistas del emisor en relación a la oferta; 3) Señalar si su propósito es mantener la sociedad inscrita en el Registro de Valores, conforme lo dispone el artículo 213 de la ley N° 18.045. D) Características de la oferta: 1) Monto total de la operación; 2) Acciones o valores a que se refiere la oferta; 3) Cantidad de acciones que se pretende adquirir, indicando además el porcentaje que representa sobre el capital suscrito de la sociedad; 4) Mecanismo de prorrato en la asignación de las acciones ofrecidas; 5) Plazo de duración de la oferta, que no podrá ser inferior a 20 días ni superior a 30 días; 6) Plazo para declarar exitosa la oferta, y forma de comunicar al mercado el éxito de la misma. 7) Accionistas a quienes está dirigida. 8) Sistema bursátil utilizado para la materialización de la operación. E) Precio y condiciones de pago: 1) Deberá determinar el precio a pagar por las acciones; 2) Forma de pago; 3) Plazo y lugar para el pago del precio de las acciones adquiridas. F) Procedimiento para aceptar la oferta: 1) Formalidades que deben cumplir los accionistas que concurran a la oferta, especificando la documentación a ser presentada por estos últimos; 2) Lugar y plazo donde debe presentarse la aceptación de la oferta; 3) Plazo para la devolución de los valores, en caso que fracasare la oferta o en caso de haberse presentado un exceso de acciones ofrecidas. G) Revocación de la oferta: 1) Plazos y condiciones o eventos que puedan producir la revocación de la oferta de compra de las acciones por parte del oferente; H) Derecho de retractación: 1) Procedimiento y plazos para retractarse de la oferta de venta de las acciones y devolución de las mismas al accionistas, conforme a lo establecido en el artículo 211 de la ley N° 18.045; I) Agentes participantes en la oferta: 1) Nombre o razón social, RUT, objeto o giro y domicilio del tercero que el oferente hubiere designado para que organice o administre la oferta; J) Lugares de información: 1) Indicar los lugares y horarios de atención y medios de difusión donde se puede obtener mayor información. II) Dentro de los dos días siguientes a la expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá remitir a la sociedad emisora, a las Bolsa de Valores y a esta Superintendencia, una comunicación indicando el resultado de la oferta, desglosando el número total de acciones recibidas, el número de acciones que adquirirá, el factor de prorrato y el porcentaje total de participación en la sociedad emisora que se alcanzará; III) Si la oferta es realizada dentro de los 12 meses siguientes a una operación de toma de control de la sociedad emisora, y propuesta por quien lo hubiere obtenido directa o indirectamente, o por una persona relacionada a este, el precio ofrecido no podrá ser inferior al pagado en la operación de toma de control; IV) Sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 201 de la ley N° 18.045, quienes se acojan a las disposiciones de la excepción no podrán, directa o indirectamente, tomar el control o efectuar una oferta pública de adquisición de acciones a un precio superior al ofrecido en la operación control por esta circular, dentro de los 120 días posteriores a la comunicación del resultado de la oferta.

El citado precepto parte expresando que “Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas”. Luego enumera tres casos.

Del encabezado de la disposición citada queda claro que se trata de una imposición y no de una mera facultad. Por consiguiente, en cada uno de los casos que se enumeran en el precitado artículo 199 quienquiera adquirir acciones de oferta pública —o cualquier otro valor convertible en ellas—, de un modo directo o indirecto, deberá hacerlo mediante el procedimiento de OPAs que se regula en los restantes artículos del mismo título.

Como ya se ha dicho, ello importa obligar al controlador saliente a compartir el premio por control que paga el controlador entrante con todos los accionistas de la sociedad, en términos de que a todos los accionistas de una misma serie se les deberá pagar el mismo precio por sus acciones. Se privilegia así el principio de igualdad de trato entre todos los accionistas de la sociedad por sobre el de eficiencia económica de los mercados, según ya lo hemos explicado.

#### a) Primer caso

El primer caso de OPA obligatoria está contenido en la letra a) del citado artículo 199 de la LMV. Este señala: “a) Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad”;

Toda adquisición de acciones que permite a quien la efectúa pasar a tener la calidad de controlador de una sociedad que hace oferta pública de sus acciones, deberá hacerse obligatoriamente a través de una OPA.

Optó el legislador nacional por un criterio más bien de tipo subjetivo, en cuanto a que el hecho que desata la obligatoriedad de formular una OPA queda determinado por lo que debe entenderse por “control” de un sociedad<sup>48</sup>.

Según lo vimos en el apartado 1.3.3 de este trabajo, el concepto legal de control se determina en función de la capacidad que se tiene para tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa porque se detenta la propiedad sobre un número suficiente de acciones que permitan asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, o también se tiene, sin detentar directa o indirectamente tal propiedad, porque se tiene un acuerdo de actuación conjunta que permite participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma.

También se dijo que la SVS quedaba facultada para calificar si entre dos o más personas existe acuerdo de actuación conjunta y para decidir, en último término, si una o más personas tienen la capacidad para influir decisivamente en la administración o gestión de una sociedad.

Esta plasticidad —y en algunos aspectos de cierta confusión— del concepto legal de “control” cuya determinación en último término le puede corresponder a la SVS, nos hace dudar de la conveniencia de haber optado por un sistema subjetivo, en oposición al objetivo que existe en otras legislaciones. Desde luego por la falta de certeza jurídica que ello implica, ya que en muchas ocasiones es difícil precisar si efectivamente se está adquiriendo el control, máxime en aquellos casos en que finalmente tal decisión se toma por la autoridad administrativa por la vía de presunciones. Si a lo anterior le agregamos que la ley N° 19.705 tipifica un nuevo delito en el artículo 60 de la LMV<sup>49</sup> que sanciona a quienes defraudaren a otros

<sup>48</sup> Cabe destacar que no fue esta la propuesta inicial del Ejecutivo. En el Mensaje se partió con una exigencia de que “Toda adquisición que realice una persona y que involucre un monto de acciones equivalente al 20% o más de las acciones emitidas por una sociedad que haga oferta pública de sus acciones”, para luego ser reemplazado por otra que impuso la OPA obligatoria solo a las que permitan a una persona alcanzar o superar el equivalente al 30% de las acciones”.

<sup>49</sup> La nueva letra f) del artículo 60 de la LMV señala que sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados “f) Los que defraudaren a otros adquiriendo acciones de una sociedad anónima abierta, sin efectuar una oferta pública de adquisición de acciones en los casos que ordena esta ley”.

adquiriendo acciones sin hacer una OPA en los casos en que ello es obligatorio, la situación de inseguridad se acrecienta, al punto que se podría generar responsabilidad penal para un oferente que no formuló una OPA al entender que no estaba adquiriendo el control, no obstante que por decisión de la SVS sí lo estaba haciendo<sup>50</sup>.

Esta circunstancia que puede conllevar consecuencias extremas hace del todo aconsejable requerir una opinión previa del ente fiscalizador ante la duda de estar o no adquiriendo el "control".

De otro lado, esta falta de certidumbre jurídica se ve compensada con la mayor flexibilidad y adaptabilidad que permite esta regla al no quedar sometida la aplicación de la OPA obligatoria al traspaso de un porcentaje fijo e invariable de acciones que resulta, en las más de las veces, arbitrario e incapaz de abarcar la infinita y cambiante variedad de situaciones que en relación al control de una sociedad pueden darse en la práctica. Se presenta así la disyuntiva entre seguridad y certeza versus flexibilidad e incertidumbre. Sin duda que el camino escogido por nuestra ley será fuente de innumerables conflictos.

Decíamos que en la legislación comparada se ha preferido mayoritariamente por precisar un hecho claro, objetivo, indesmentible e inconfundible que gatilla la obligación de formular una OPA.

En general se ha optado por definir una magnitud numérica que al ser superada por quien adquiere acciones de una sociedad cotizada le impone la obligación de formular la OPA.

En Inglaterra el City Code —desde su reforma del año 1976— establece que la OPA es obligatoria siempre que una persona adquiere, en una o varias transacciones, acciones que, unidas a las poseídas o adquiridas por personas que actúen de forma concertada, otorguen un treinta por ciento o más de los derechos de voto de una sociedad.

En Francia, desde la ley sobre seguridad y transparencia del mercado financiero de 2 de agosto de 1989, la OPA obligatoria se activa necesariamente cuando se supera el umbral de la tercera parte del capital social o el tercio de los derechos de voto de una sociedad cotizada.

En España, el artículo 60 de la LMV, de 28 de julio de 1988, establece que "quien pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares".

El mismo precepto señala que "reglamentariamente se fijarán: la participación que tendrá la consideración de significativa..."

Por su parte el Real Decreto de 26 de julio de 1991 precisa los casos en que se entiende que la participación tendrá el carácter de significativa. Se asocia este concepto que podría estimarse difuso a una magnitud numérica objetiva, concreta e indubitada<sup>51</sup>.

En el derecho belga, fuertemente influido por la legislación francesa, la ley relativa a la publicidad de las participaciones importantes en las sociedades cotizadas en bolsa y reguladora de las ofertas públicas de adquisición, de 2 de marzo del año 1989, impone la OPA obligatoria únicamente cuando la obtención del control haya tenido lugar mediante el pago de un precio superior al precio de mercado en el momento de la transacción. De este modo, si alguien pretende ser favorecido con un precio superior al que la acción tiene en el mercado, la ley impone como obligación que tal beneficio se reconozca también a todos los restantes accionistas, sean o no controladores. Se trata también de un hecho objetivo e indubitado.

<sup>50</sup> Ello sin perjuicio de poder estimar, incluso, que se está en presencia de una ley penal en blanco.

<sup>51</sup> Así por ejemplo, se impone la OPA obligatoria de distintos porcentajes de la sociedad objetivo cuando se trata: a) de adquirir un paquete igual o superior al 25%, OPA obligatoria sobre el 10% del capital; b) adquirir paquete igual o superior al 50%, OPA obligatoria sobre 75% del capital; c) para modificar los estatutos sociales en cuestiones esenciales por quien tenga 50% o más del capital social, OPA una por el resto de las acciones.

Por último, en Italia la ley sobre disciplina de las ofertas públicas de venta, suscripción y permuta de títulos, de 18 de febrero de 1992, impone la OPA obligatoria cuando se pretenda adquirir “el control de una sociedad cotizada en bolsa”. El caso de la legislación italiana es igual a la exigencia impuesta por nuestro legislador.

En conclusión, este primer caso de OPA obligatoria pasa definitivamente por la precisión que, caso a caso, haya de hacerse, con los inconvenientes que ello importa, de la expresión “tomar el control de una sociedad”.

#### b) Segundo caso

El segundo caso de OPA obligatoria está contenido en la letra b) del mismo artículo 199 de la LMV, que dice: “La oferta que el controlador deba realizar de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 69 ter de la ley N° 18.046, siempre que en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad o de la serie respectiva”<sup>52</sup>.

Por su parte el artículo 69 de la LSA señala que si como consecuencia de cualquier adquisición, una persona alcanza o supera los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, tendrá el plazo de 30 días, contado desde la fecha de aquella, para realizar una oferta por las acciones restantes, en los términos establecidos en el Título XXV de la ley de Mercado de Valores; y que dicha oferta deberá hacerse a un precio no inferior al que le correspondería en caso de existir derecho a retiro.

Señala también que de no efectuarse la oferta en el plazo señalado, nacerá para el resto de los accionistas el derecho a retiro en los términos del artículo 69 de la ley de sociedades anónimas, caso en el cual se tomará como fecha de referencia para calcular el valor a pagar, el día siguiente al vencimiento del plazo ya indicado.

En este caso la OPA obligatoria se presenta como un mecanismo de protección de los accionistas minoritarios, en términos de que les permite abandonar sus inversiones en una determinada compañía, en caso que el accionista controlador supere el 67% de la propiedad. Se establece esta “puerta de escape”, debido, principalmente, a la pérdida de liquidez del valor y el consecuente castigo en el precio de los títulos de una sociedad que ha llegado a tales niveles de concentración en su propiedad. Es lo que la doctrina ha denominado como OPA residual o de complemento<sup>53</sup>.

Si se alcanza o supera el referido porcentaje accionario, se producirá una mayor iliquidez de las acciones en el mercado, un mayor poder de decisión del controlador y una casi nula posibilidad de influencia de los no controladores, por lo que es razonable y a todas luces conveniente que se reconozca el derecho al accionista minoritario de optar entre salirse o quedarse en la compañía<sup>54</sup>.

Aquí, la función de la OPA es permitir —como forma de protección—, la salida de accionistas que han quedado cautivos en una sociedad con un controlador con poder casi total en su interior, ya que cuenta con los votos para acordar todas las materias propias de una junta extraordinaria de accionistas.

Cabe hacer presente que este mecanismo de “escape” solo existe en aquellas legislaciones que autorizan las OPAs parciales, como ocurre en Francia, Italia, España, y en ciertos casos autorizados por el “Panel”, en Inglaterra, entre otros. La OPA parcial es aquella que permite al oferente limitar la adquisición a un número determinado de acciones, por lo que general-

<sup>52</sup> En la propuesta inicial del Ejecutivo el umbral que activaba este segundo caso de OPA obligatoria era del 75%.

<sup>53</sup> ANNUNCIATA FILIPPO, *ob. cit.*

<sup>54</sup> Es lo que ocurrió con la OPA lanzada por la norteamericana AES sobre las acciones de GENER en el mes de enero y luego en marzo del año 2001.

mente se suele utilizar para la compra de porcentajes adicionales de los que ya tiene un accionista y que sumados a los que detenta le permite hacerse del control de la compañía. Por su parte la OPA obligatoria total –que ya casi no existe en ninguna legislación– impone el deber a quien se encuentra en la hipótesis legal de tener que formularla, de adquirir todas las acciones de la sociedad objetivo, con el consiguiente efecto sobre la liquidez del título y la subsistencia de la compañía como sociedad cotizada. En cambio, la OPA parcial permite la adquisición de paquetes accionarios, a veces bastante reducidos, que unidos a los que ya posee el adquirente, le dan el control de la compañía, por lo que en muchas oportunidades se mantienen en su interior minoritarios sin mayor capacidad de reacción frente a las decisiones del controlador<sup>55</sup>.

La OPA parcial se ha ido abriendo camino como forma de mitigar los graves efectos que para el mercado de control corporativo originan las OPAs obligatorias y totales, en cuanto a que estas dificultan gravemente su desarrollo y atenúan los beneficios económicos implícitos en la dinámica de todo mercado, en términos de agilidad y eficiencia, según ya lo hemos explicado. La OPA obligatoria y parcial importa una suerte de contradicción con los fundamentos mismos del modelo de OPA obligatoria. Se ha dicho que el fundamento que valida el modelo de OPA obligatoria esta básicamente asociado a la idea de permitir una distribución equitativa entre todos los accionistas del premio de control y también a la posibilidad de que los minoritarios puedan abandonar la compañía ante un cambio en la gestión administrativa. Ocurre que nada de ello se cumple con las OPAs parciales ya que al permitir limitar la adquisición a un porcentaje determinado de acciones, los accionistas minoritarios se mantienen igualmente dentro de la compañía.

Creemos nosotros que con la aceptación de las OPAs parciales obligatorias se ha pretendido alcanzar –sin que hasta ahora exista evidencia empírica que lo logre demostrar– el justo equilibrio entre los fines propios del modelo de OPA obligatoria y la necesidad de preservar una mercado de control societario ágil y eficiente<sup>56</sup>.

Por consiguiente, superado un determinado umbral de acciones –67% en el caso de nuestra ley–, sea que ello se logre mediante una OPA parcial o mediante la compra “al detalle” de acciones en Bolsa en un período mayor a doce meses para no caer en la hipótesis del artículo 200 de la LMV, se obliga al adquirente a formular otra OPA –si las adquisiciones las hizo mediante este mecanismo–, esta vez de carácter residual o de complemento por el total de las acciones restantes emitidas o de la serie, según sea el caso.

El controlador tendrá el plazo de 30 días desde que ese hecho acontezca para realizar una OPA, y de no realizarla en ese plazo, automáticamente nace para los accionistas el derecho a retiro.

No regirá la obligación de OPA residual o de complemento, cuando se alcance el porcentaje ahí referido como consecuencia de una reducción de pleno derecho del capital, por no haber sido totalmente suscrito y pagado dentro del plazo legal.

Esta excepción se justifica ya que de esa forma se mantiene la proporcionalidad de todos los derechos existentes con anterioridad a la disminución de capital y porque automáticamente aumentará la participación relativa en el dominio de aquellos que hayan suscrito y pagado la proporción preferente que les correspondía. Esta excepción no opera si es que el controlador se ha comprometido con anticipación a suscribir aquella parte del capital que no fuere suscrito por el resto de los accionistas porque en ese caso sería un acto voluntario de él y no involuntario como en el caso del resto de los accionistas que no lo suscriban<sup>57</sup>.

<sup>55</sup> Al respecto es clarificador lo ocurrido en Francia. Desde la vigencia de la ley de 1989 se permitieron las OPAs parciales, pero sin la contrapartida de la OPA residual o de complemento cuando se había adquirido el control de la compañía. Varios casos prácticos, altamente polémicos, en los que luego de una OPA parcial los minoritarios quedaban con acciones sin liquidez y asumían fuertes caídas en los precios de sus acciones, llevaron al legislador galo a introducir en 1992 una norma casi idéntica a la letra b) de nuestro actual artículo 199 de la LMV.

<sup>56</sup> El profesor GARCÍA DE ENTERRÍA, en su obra ya citada “La OPA obligatoria”, se ocupa de esta contradicción, concluyendo que las OPAs parciales, si bien mitigan los efectos negativos de las OPAs totales, no logran eliminar los costos y dudas que se le atribuyen a esta figura. págs. 270-280.

<sup>57</sup> Así se dejó constancia en la historia de la ley.

En definitiva, la OPA residual o de complemento existe como una medida de equilibrio en aquellos sistemas que autorizan las OPAs parciales al permitir, en determinados supuestos, la salida de los accionistas minoritarios.

c) Tercer caso

Se contempla un tercer caso de OPA obligatoria en la hipótesis de la letra c) del citado artículo 199 de la LMV, que dice: "Si una persona pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control".

Esta norma regula las adquisiciones de acciones de las sociedades subyacentes, filiales o coligadas. Como prerequisite para formular una OPA sobre la matriz-controlante, se impone la obligación de formular primero una OPA sobre las subyacentes, filiales o coligadas.

Por consiguiente, cuando la sociedad A tenga activos consolidados de la sociedad B equivalentes al 75%, quienquiera tomar el control de la sociedad A deberá previamente lanzar una OPA sobre la sociedad B.

Pretende esta norma evitar que los accionistas de las subyacentes, filiales o coligadas vean burlado su derecho a participar en la distribución del premio de control, obligando al adquirente a lanzar primero la OPA sobre la sociedad en que aquellos participan. La estructura piramidal con que se organizan las empresas permite el control de las sociedades "aguas abajo" con un porcentaje menor de acciones. Es precisamente esta estructura de propiedad la que permite el control disponiendo de escasa participación en el patrimonio de la sociedad controlada<sup>58</sup>. El control lo detenta la matriz y generalmente allí no están presentes los accionistas y minoritarios que sí están presentes en las filiales y coligadas<sup>59</sup>.

De esta forma, al forzar primero la OPA sobre la sociedad en que participan los no controladores o minoritarios, se asegura –en opinión del legislador, que no compartimos– que estos también participarán en el pago del mayor valor que está dispuesto a pagar el adquirente de las acciones objeto de la operación.

El hecho objetivo que gatilla la obligatoriedad para formular esta OPA queda determinado por el porcentaje de activos consolidados que la matriz-controlante tenga sobre las subyacentes, filiales o coligadas. Este guarismo es del 75%.

La primera interrogante que surge es por qué un 75%<sup>60</sup>. Es claro que una cifra de esa magnitud es determinante en la gestión operativa de la subyacente. Pero esta inflexibilidad derivada de la imposición de un número preciso hará, creemos nosotros, absolutamente impracticable la aplicación de esta norma. Bastará que el activo consolidado sea de una 74% o de un 74,5% para que este precepto no resulte obligatorio, no obstante que desde el punto de vista de poder de control ninguna diferencia se produce entre tener el 74,5% o el 75% del activo consolidado de la subyacente. Probablemente los *holdings* se empezarán a preocupar de tener solo el 74,5% del activo consolidado de una controlada para escapar de esta hipótesis de la que se deriva la obligatoriedad de formular una OPA.

<sup>58</sup> PAREDES M. Ricardo, en "Causas y Consecuencias ..." ob. cit., págs. 8-9.

<sup>59</sup> Así ocurría a agosto de 1997 en el caso de las sociedades Chispas, controladoras de ENERSIS y filiales y, a febrero de 1999, en el caso de Campos Chilenos, controladora de Empresas Iansa y filiales. En ambos casos el cambio de controlador se produjo en la controlante –Chispas y Campos Chilenos, respectivamente–, sin participación significativa de los accionistas de ENERSIS y Empresas Iansa, cuyo control perseguían los ofertantes. De los beneficios de estos cambios de control no participaron los accionistas de las sociedades cuyo control, en definitiva, era el que buscaba el oferente.

<sup>60</sup> De la historia de la ley se desprende que este guarismo fue cambiando desde una propuesta inicial del mensaje que lo ubicaba en el 25%, para luego pasar al 50% del activo consolidado, hasta concluir en lo que finalmente se aprobó del 75%.

De otro lado, cabe hacer presente que esta exigencia de formular primeramente la OPA sobre la subyacente, filial o coligada, rige aunque la controlante-matriz no sea una sociedad que haga oferta pública de sus acciones. Aquí se da el caso de una sociedad no sujeta a fiscalización por parte de la SVS, que para efectos de una operación de toma de control sí quedará sujeta a esa vigilancia. Es lo que en doctrina se conoce con el nombre de control ocasional.

De este modo, si lo que se pretende es el control de una sociedad cerrada que es la matriz-controlante de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, la fiscalización de la SVS se extenderá hasta aquella para verificar el cumplimiento de la citada exigencia de hacer primero lo OPA sobre esta.

No debe olvidarse tampoco que todas las personas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones, los organizadores y los administradores de la oferta quedarán sujetos en relación con esas ofertas a la fiscalización de la Superintendencia.

En relación con esta hipótesis legal, la gran interrogante que surge es qué pasa si formalmente se cumple con la exigencia de hacer primero una OPA por la subyacente, filial o coligada, pero a precios poco atractivos para no incentivar la venta de parte de los accionistas de esta, para luego, cumplida formalmente con la exigencia impuesta por la ley, formular la OPA sobre la sociedad matriz-controlante. Se lanza la OPA solo para cumplir la exigencia legal, pero sin la intención real de adquirir los valores de la subyacente, ya que lo que se busca realmente es el control de la matriz-controlante.

No hay una sanción específica en la ley. Podría entenderse que hay defraudación, en los términos que se tipifican en el nuevo delito de la letra f) del artículo 60 de la LMV, o que habría una suerte de engaño o simulación en cuanto se estaría en presencia de cotizaciones o transacciones ficticias que se hacen con el solo propósito de cumplir formalmente el mandato legal, sin que exista intención real de adquirir los valores. Es nuestra opinión que esta norma será fuente de innumerables conflictos.

Creemos nosotros que hubiera sido mucho más efectivo no elaborar esta intrincada estructura operativa por la que se obliga a adquirir el control de una sociedad no deseada por el oferente. En cambio, haber establecido directamente el derecho de retiro del accionista de la matriz-controlante —cuando lo OPA se dirigiera sobre ella— pagándole en acciones de la subyacente, filial o coligada.

Con todo, dudamos de la efectividad práctica de una disposición como la que comentamos. Tanto por lo que decíamos en torno al guarismo del 75% del activo consolidado, como en cuanto a lo difícil que resultará probar la intención de cumplir solo formalmente la exigencia que en esta se establece, en los términos ya explicados. Quizás sea esta la razón por la cual en ninguna de las legislaciones que se han tenido a la vista para elaborar este trabajo, hayamos encontrado una disposición que se le parezca.

#### d) Cuarto caso

El cuarto caso en que es obligatorio formular una OPA está contenido en el artículo 200 de la LMV que dice: “El accionista que haya tomado el control de una sociedad no podrá, dentro de los doce meses siguientes contados desde la fecha de la operación, adquirir acciones de ella por un monto total igual o superior al 3%, sin efectuar una oferta de acuerdo a las normas de este Título, cuyo precio unitario por acción no podrá ser inferior al pagado en la operación de toma de control”.

Esta norma consagra lo que en doctrina se denomina “consolidación del control”.

Su objetivo es evitar que se pueda fraccionar la adquisición de acciones que van consolidando el control en perjuicio de los accionistas minoritarios; evitar que se consolide el control *bypaseando* a la OPA obligatoria sin que se reparta la prima por control entre todos los accionistas. Recordemos que la calidad de controlador no siempre se alcanza por la adquisición del cincuenta mas uno por ciento de los derechos de voto en la junta de accionistas. También se detenta tal calidad por la influencia significativa que se ejerce sobre los

órganos de administración o por los acuerdos de actuación conjunta. Entonces, desde el punto de vista legal, se puede llegar a tener la calidad de controlador adquiriendo solo el 25% de las acciones de una compañía, por lo que esta hipótesis legal apunta a evitar que, desde esa posición, con nuevas adquisiciones de acciones “de a goteo”, se consolide y estructure definitivamente la condición de controlador del cincuenta más uno por ciento del capital social sin compartir el mayor valor pagado por el adquirente con todos los accionistas.

Por consiguiente, detentando la condición legal de controlador –cuestión no siempre exenta de dificultades, según ya lo vimos–, toda nueva adquisición de acciones por un monto total igual o superior al 3% que se efectúe dentro de los doce meses siguientes a la fecha de la operación, deberá hacerse por intermedio de una OPA. Se asegura así que estas nuevas adquisiciones se paguen al mismo precio unitario por acción que se pagó en la operación de toma de control. Cumple aquí la OPA obligatoria con el propósito de tutelar el principio de igualdad de trato de todos los accionistas en una operación de cambio de controlador.

Este mecanismo también existe en la legislación comparada. En Inglaterra las nuevas adquisiciones que desde la posición de controlador obligan a formular una OPA es del 1% en un período de 12 meses; en Francia es del 2% en el mismo período; en Italia del 2% en doce meses y en España del 6% en igual período.

Con todo, cabe hacer presente que si la adquisición se hace en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas se podrá adquirir un porcentaje mayor de acciones sin quedar sujeto a la obligación de formular una OPA, conforme a la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Superintendencia.

Esta excepción se justifica ya que las acciones adquiridas en bolsa y a prorrata a todos los accionistas es garantía de que el principio de igualdad de trato está siendo respetado a plenitud.

### 1.3.6. Excepciones a la obligación de formular una OPA

La ley contempla varios casos de excepción en los que se libera al adquirente de la obligación de formular una OPA, ya sea porque no hay peligro de lesión al principio de igualdad de trato de todos los accionistas o porque simplemente no se trata de operaciones de cambio de control.

Estas situaciones de excepción están mayoritariamente consagradas en el artículo 199 de la LMV, sin perjuicio de aquella a que se refiere el inciso final del artículo 198 ya estudiado, relativo a las facultades que se otorgan a la SVS para eximir a ciertas operaciones menores –no más del 5% del capital social– de ciertas obligaciones relacionadas con la OPA obligatoria.

El primer caso de excepción está contemplado en el N° 1 del citado artículo 199 que dice: “Las 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 emisora”.

Esta primera excepción considera la posibilidad de que un inversionista interesado en ingresar a la sociedad con la finalidad de obtener el control lo haga mediante la adquisición de acciones de pago de primera emisión, previo acuerdo de aumento de capital adoptado en junta de accionistas. Al ingresar a la sociedad vía suscripción y pago de acciones de primera emisión lo está haciendo en igualdad de condiciones con cualquiera de los restantes accionistas. Paga el mismo precio por acción que pagará cada uno de los restantes accionistas que concurren a esa aumento de capital. Si por esta vía adquiere un número suficiente de acciones que permitan calificarlo como controlador, no es necesario obligarlo a formular una OPA, ya que no hay de por medio un pago por el control o por la prima de control a ningún accionista de la compañía. Realmente no se justifica aquí la OPA obligatoria ya que no hay peligro de lesión del bien jurídico que se pretende tutelar mediante su imposición, como lo es la igualdad de trato de todos los accionistas.

El segundo caso de excepción está contemplado en el N° 2 del citado precepto que dice: “La adquisición de las acciones que sean enajenadas por el controlador de la sociedad, siem-

pre que ellas tengan presencia bursátil y el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado”.

En este caso se parte del supuesto fáctico de que ya existe un controlador al interior de la empresa; y la excepción consiste en que la transferencia del paquete controlador que pretenda efectuar no originará para el adquirente la obligación de formular una OPA. Ello siempre que se cumpla con las exigencias copulativas que la misma norma establece, a saber:

- i) Que las acciones tengan presencia bursátil: Corresponde a la SVS determinar, mediante instrucciones de general aplicación, las condiciones mínimas que deberán reunir las acciones para ser consideradas con presencia bursátil. En todo caso, de la aplicación de estas instrucciones no podrá resultar que queden excluidas sociedades en las cuales pudiere invertir un fondo mutuo, de acuerdo a las normas que le sean aplicables a estos.
- ii) Que el precio de las acciones se pague en dinero efectivo: Para esta hipótesis de transferencia del control, en que no es obligatorio formular una OPA, se excluye la posibilidad de que el adquirente pague las acciones mediante la entrega de títulos accionarios, sean de propia emisión del oferente o de cualquiera otro valor negociable. Quiso ser más estricto el legislador dado que en esta hipótesis la transferencia del control no se hace mediante una OPA obligatoria, lo que deja un mayor espacio para vulnerar el principio de igualdad en el trato de todos los accionistas por el mayor relativismo que se presenta cuando las acciones se pagan con valores cuyo precio es más difícil de determinar.
- iii) Que el precio no sea sustancialmente superior al de mercado. Si el precio pagado por el adquirente es prudente y razonablemente superior al de mercado, no resulta obligatorio formular una OPA para materializar el cambio de controlador. En opinión del legislador es legítimo, justificable y razonable reconocer que el paquete de acciones que otorga el control tiene un valor superior al que representa la simple sumatoria de las acciones que lo conforman. Importa reconocer un hecho económico categórico e indesmentible, cual es, aceptar que el paquete controlador tiene un valor intrínseco y propio, distinto a la mera suma de las acciones que lo integran, y que viene determinado por el derecho que otorga a su titular de gestionar y administrar la compañía tomando las decisiones estratégicas y operativas que determinan sus flujos presentes y futuros.

El propio legislador fue el que definió cuándo se debe entender que el precio pagado por el adquirente deja de ser razonable y prudente –sustancialmente superior al de mercado–, obligando a quien lo ofrece a pagarlo mediante la formulación de una OPA, lo que a su vez importa distribuirlo por igual entre todos los accionistas.

Se entenderá por precio sustancialmente superior al de mercado, aquel valor que exceda al precio de mercado de la acción en un porcentaje que determinará una vez al año la Superintendencia, mediante norma de carácter general, y que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 15%.

De este modo es el legislador el que determina hasta cuándo es legítimo, prudente y razonable que el mayor valor de la acción controladora sea retenido exclusivamente por el controlador saliente y desde cuándo ello deja de ser así, obligando al controlador entrante a formular una OPA pagando un mismo precio por la acción controladora y por la minoritaria.

Por su parte, la SVS, debidamente habilitada por el legislador, ejerció su potestad normativa definiendo tal valor en su expresión menor, como lo es la del 10%<sup>61</sup>.

Por consiguiente, si el oferente paga un precio inferior al 10% del precio que la acción tiene en el mercado queda liberado de la obligación de formular una OPA. Por el contrario, si paga un precio igual o superior al 10% del precio de mercado de la acción, deberá forzosa-

<sup>61</sup> Con fecha 20 de diciembre del año 2000 la SVS dictó la Norma de Carácter General N° 101, mediante la cual dispuso que el precio de una acción será considerado como sustancialmente superior al de mercado, cuando aquel sea igual o superior al 10% del precio de mercado de la acción.

mente formular una OPA. Se reconoce así una suerte de regla híbrida, en la que confluyen tanto el modelo de OPA obligatoria como el de OPA facultativa. El primero para impedir que en los cambios de control el mayor valor pagado por el controlador entrante –considerado excesivo y exagerado– lo retenga exclusivamente el controlador saliente; y el segundo, para no obstaculizar en demasía el mercado de transferencias del control –por la externalidades positivas que ello importa–, autorizando los cambios de control sin que ello debe hacerse forzosamente a través de una OPA, atendida la razonabilidad y prudencia del precio pagado<sup>62</sup>.

Se estimó que este mayor valor de la acción controladora debía quedar acotado al rango de entre el 10% al 15% del precio de mercado de la acción, ya que con ello no se desincentivaría el mercado de control corporativo, con las externalidades positivas ya mencionadas, ni se legitimaría una expropiación a los minoritarios, por la razonabilidad y prudencia del monto sugerido<sup>63</sup>.

De otro lado, también se definió en la ley lo que debe entenderse por el precio de mercado de una acción. Al respecto se dijo que será “aquel que resulte de calcular el promedio ponderado de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre el nonagésimo día hábil bursátil y el trigésimo día hábil bursátil anteriores a la fecha en que deba efectuarse la adquisición”.

Se considera un lapso de sesenta días hábiles bursátiles, contados entre los treinta y noventa días anteriores a la operación. En el concepto de “precio de mercado de la acción”, se habla de transacciones efectivas –“hayan realizado”–, por lo que podría ocurrir que en el lapso de tiempo a considerar no hubieran transacciones materializadas, o las que se hubieran realizado fueran muy pocas, lo que podría prestarse para todo tipo de manipulaciones. Si a lo anterior le agregamos la poca profundidad y liquidez del mercado bursátil local, es claro que la ley dejó un gran espacio para que los interesados en formular una OPA elijan la oportunidad más conveniente para ello.

Creemos nosotros que si no fuera posible de determinar el precio de mercado de una acción, está más acorde con el espíritu de la ley que introduce este mecanismo, el deber de optar por la OPA obligatoria.

Entonces, para determinar si el cambio de control debe o no hacerse mediante una OPA es previo precisar el precio de mercado de una acción. Y luego determinar si el precio pagado por el adquirente será o no igual o superior en un 10% al precio de mercado de la acción así definido.

Cabe hacer presente que la definición de este punto fue el más polémico en toda la discusión de la ley de OPAs. Claramente se aprecia en la evolución que este precepto tuvo a lo largo de toda su tramitación legislativa, cómo se fue atenuando la postura inicial del Ejecutivo –de exigir la OPA obligatoria en todos los cambios de control– hasta la solución que introduce esta regla híbrida, que es una combinación de los modelos de OPA obligatoria y facultativa.

Creemos nosotros, como ya lo habíamos anticipado, que esta es una solución acorde con el estado actual de nuestra legislación societaria y de valores.

<sup>62</sup> La literatura especializada señala las siguientes ventajas para validar un cambio de controlador: i) Es una arma eficaz contra los administradores ineficientes. La existencia de un controlador reduce el problema de agencia, esto es el divorcio de intereses entre los dueños del capital (accionistas) y los administradores, ya que aquellos tienen más incentivos para monitorear a estos; ii) Los nuevos adquirentes tienden a pagar un precio por las acciones mayor al precio de mercado, como forma de incentivar su venta, lo que incrementa la riqueza de los accionistas; iii) Las adquisiciones hostiles incentivan a los administradores a buscar un segundo oferente, lo que induce a la competencia y los beneficios que ello conlleva.

<sup>63</sup> Los dos estudios que fueron encomendados para estos efectos fueron coincidentes en sus conclusiones. DE LA CUADRA Sergio, CABRERA Angel y otros, en “Regulación de las Transferencias de Control Corporativo: Discusión Teórica e implementación Empírica”, junio 2000 y LEFORT Fernando y WALKER, Eduardo, en “Gobierno corporativo, protección a accionistas minoritarios y tomas de control”, Escuela de Administración, Pontificia Universidad Católica de Chile, junio 2000.

Sin perjuicio de ello, dudamos de la eficacia y eficiencia de una solución como la que comentamos. Cada vez que la ley valoriza un activo de un modo diverso de aquel como lo hace el mercado, se corre el riesgo de que las transacciones o no se efectúen –pérdida de eficiencia al dejar de hacerse cambios de control socialmente convenientes–, o se hagan igualmente pero al margen de la ley. No en cuanto importe su infracción, sino en el sentido de que se buscarán fórmulas para evadir su cumplimiento, como lo sería, por ejemplo, trasladando los paquetes controladores a mercados en donde no existan regulaciones que distorsionen el valor de tal activo<sup>64</sup>.

Por último, tampoco obligan a formular una OPA las adquisiciones de acciones que permitan el control de una compañía, cuando tales adquisiciones se produzcan como consecuencia de una fusión; se trata de adquisiciones por causa de muerte, y aquellas que provengan de enajenaciones forzadas.

Se justifican tales excepciones por cuanto en ellas no hay riesgo de lesión del bien jurídico protegido por esta normativa; y, en general, porque las transferencias de acciones que allí se producen no van precedidas del propósito de cambio de controlador.

Para completar el estudio de los casos en que es obligatorio formular una OPA para transferir el control de una compañía y las excepciones que la misma ley consulta, es preciso referirse al artículo 10° transitorio de la ley N° 19.705.

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

Esta norma es la resultante de un acuerdo político al que concurrieron parlamentarios de todas las bancadas y que permitió destrabar la tramitación del proyecto de ley, que había llegado a un punto muerto por la falta de acuerdo sobre la eventual salida de los actuales controladores. Se sostenía por algunos que quienes tenían la calidad de controladores eran titulares de un derecho de propiedad sobre el activo “control”, por lo cual la ley necesariamente debía reconocer el derecho a disponer libremente de él, sin ninguna traba o limitación<sup>65</sup>.

En razón de ello, y para evitar que la preceptiva del proyecto de ley fuera objeto de algún cuestionamiento de constitucionalidad por violación a la garantía del N° 24 del artículo 19 de la ley fundamental, se aceptó que los actuales controladores pudieran vender libremente el activo “control”, aun cuando el precio pagado por el adquirente fuera sustancialmente superior al de mercado.

Y como consecuencia de una indicación aprobada en Comisión Mixta del Congreso Nacional, se exigió que la decisión del controlador de excepcionarse de la aplicación de la citada norma, fuera ratificada en una junta extraordinaria de accionistas, la que deberá convocarse dentro de los seis meses siguientes contados desde el 20 de diciembre del año 2000<sup>66</sup>.

<sup>64</sup> Desde las enseñanzas de Ronald H. Coase se acepta que cuando el costo de operar dentro del mercado es mayor que aquel de operar fuera de él, los agentes económicos, por una razón de eficiencia y racionalidad económica, tienden a saltarse al mercado. Si la ley impone un costo de transacción –valorizar un activo a un valor menor del que determina el mercado–, el agente económico no opera dentro de ese mercado sino que busca otros en donde no se produzca esa distorsión de valor.

<sup>65</sup> En la Comisión Mixta el H. Senador Novoa expresó que la fórmula convenida en el Senado para el artículo Décimo transitorio es parte de un acuerdo global para hacer obligatorias las OPAS, y que si no hubiera prosperado habría impedido avanzar en esta materia. Recordó que este era un punto central del acuerdo y no un detalle secundario.

<sup>66</sup> Tuvo su origen en una indicación del Ejecutivo (N° 165 de 9-5-2000) que era distinta al texto finalmente aprobado, solo en cuanto a la exigencia de aprobación por la junta extraordinaria de accionistas de la decisión del controlador de excepcionarse de la aplicación del artículo 199, exigencia que a su vez tuvo su origen en una indicación (N° 169 de igual fecha) del H. senador Ominami. Esta propuesta fue fuertemente resistida por los

En relación con esto último, cabe hacer presente que si bien es el controlador quien puede enajenar libremente sus acciones, quien toma la decisión de excluirse de la aplicación del precepto en comento es la respectiva junta extraordinaria de accionistas, por cuanto tal resolución afecta a todos los demás accionistas, los que al menos deben conocer la intención del controlador.

Para optar a esta situación de excepción, la enajenación del control deberá hacerse dentro del plazo de tres años contados desde el día primero del mes siguiente a la fecha de publicación de la ley, esto es, desde el día 1 de enero del año 2001<sup>67</sup>.

Finalmente, cabe destacar que este beneficio solo se puede ejercer por una sola vez y solo puede emplearlo quien sea actualmente dueño de acciones que impliquen la posesión real del control; de modo que no puede beneficiarse de esta modalidad quien adquiera posteriormente el control, aunque esté vigente el término de 3 años.

#### 1.4. CONCLUSIONES

A modo de conclusión podríamos señalar que la ley N° 19.705, en lo que a las transferencias de control y a las ofertas públicas de adquisición de acciones se refiere, importa transitar desde una situación normativa en que se dejaba amplia libertad para que el controlador entrante y el saliente negociaran sin restricción la venta de tal paquete de control, a una situación expresamente regulada en la ley que restringe significativamente la libertad en que tal negociación puede llevarse a cabo.

Se ha optado por privilegiar como bien jurídico a tutelar la igualdad de trato entre todos los accionistas por sobre el de la libertad de contratación, en el entendido de que la preeminencia de aquel por sobre este contribuirá de mejor forma a la solidificación del principio de eficiencia en base al cual debe operar todo mercado de capitales.

Tal opción la ha tomado el legislador nacional sin contar con evidencia empírica que la respalde.

Está por verse, entonces, si privilegiando la igualdad de trato de todos los accionistas se fortalece de mejor forma el funcionamiento eficiente del mercado local.

Por otro lado, la indefinición del contenido de muchos conceptos que aparecen tratados en relación con el cambio de control y las OPAs, hará de las nuevas regulaciones fuente de innumerables conflictos.

Con todo, creemos nosotros que estas nuevas regulaciones, perfectibles, por cierto, permitirán mejorar de un modo significativo el manejo y administración de las sociedades cotizadas, desterrando de nuestro medio prácticas corporativas incompatibles con la pretensión de contar con un mercado de capitales eficiente y profundo, al incentivar la mayor participación de pequeños inversionistas que se sienten debidamente resguardados en sus derechos.

parlamentarios de derecha, quienes sostuvieron, entre otras consideraciones, que "hay un conjunto de decisiones que pueden determinar las juntas de accionistas -elegir directores, distribuir dividendos, nombrar inspectores de cuentas o auditores- sin embargo, es facultad individual del accionista comprar o vender acciones aspecto que no puede quedar entregado a la decisión de la mayoría de la junta". Por su parte, antes de dirimir el empate que se había producido, el señor Ministro de Hacienda declaró que para el Ejecutivo el artículo Décimo Transitorio es un todo indivisible, cuyos elementos esenciales son la fijación de un plazo de 3 años para el régimen de excepción, la intervención de la junta de accionistas y la limitación del mecanismo de gracia una sola vez, en cuanto solo puede ser usado por los actuales controladores y no por quienes adquieran de ellos el control.

<sup>67</sup> Cabe destacar que a finales del mes de abril del año en curso, fecha en que estas notas terminaron de revisarse, la gran mayoría de las sociedades cotizadas había optado por acogerse a la excepción del artículo 10° transitorio de la ley N° 19.705. Y que si bien el mercado no había reaccionado castigando el precio de las acciones de aquellas compañías que explícitamente habían declarado su intención de no compartir el eventual mayor precio que el adquirente estuviere dispuesto a pagar en una operación de cambio de controlador, analistas del mercado sostienen que a tales empresas les sería más difícil y costoso colocar aumentos de capital entre los minoritarios o no controladores.