



SUPERINTENDENCIA
VALORES Y SEGUROS

**DESARROLLO DE LAS TOMAS
DE CONTROL CORPORATIVO
EN CHILE DESPUÉS DE LA
LEY DE OPAS**



Documento de Trabajo N° 4

Noviembre 2004

DESARROLLO DE LAS TOMAS DE CONTROL CORPORATIVO EN CHILE DESPUÉS DE LA LEY DE OPAS

Vicente Lazén *

Ana Cristina Sepulveda **

* División de Estudios - Superintendencia de Valores y Seguros – Chile. vlazen@svs.cl.

** División de Estudios - Superintendencia de Valores y Seguros – Chile. asepulveda@svs.cl.

Agradecemos los valiosos comentarios de Lucía Canales, Alvaro Clarke, Alejandro Ferreiro, Hernán López, Armando Massarente, Jorge Mastrangelo y Francisco Silva. Cualquier error u omisión es de nuestra exclusiva responsabilidad.

Las publicaciones de la serie Documentos de Trabajo no están sujetas a la aprobación previa del Comité Editorial de la Superintendencia de Valores y Seguros. En consecuencia, la Superintendencia no expresa ninguna opinión respecto al análisis o a las conclusiones derivadas de esta publicación, siendo ellas de exclusiva responsabilidad de su o sus autores.

Su finalidad es promover la discusión de temas relacionados con la regulación y supervisión de los mercados de valores y seguros.

RESUMEN EJECUTIVO **5**

1. LA REFORMA Y LA DISCUSIÓN EN TORNO A LA LEY DE OPAS **7**

1.1 LA REFORMA DE LA LEY DE OPAS	7
1.1.1 DEFINICIÓN DE OPA	7
1.1.2 REQUERIMIENTO DE OPA	7
1.1.3 PROCEDIMIENTOS DE LAS OPA	8
1.1.4 CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD Y OBLIGACIÓN DE OPA	9
1.2 SITUACIÓN ANTERIOR A LA LEY	10
1.3 LA DISCUSIÓN EN TORNO A LA REFORMA DE LA LEY DE OPAS	11
1.3.1 EL VALOR DEL CONTROL	11
1.3.2 EL PREMIO POR CONTROL Y DIVERGENCIAS	12
1.4 REGULACIÓN INTERNACIONAL	13

2 CAMBIOS DE CONTROL Y OPAS CON POSTERIORIDAD A LA LEY **16**

2.1 LA EXCEPCIÓN DEL ARTÍCULO 10° TRANSITORIO	16
2.2 DESARROLLO DE LAS TOMAS DE CONTROL	18
2.3 CARACTERÍSTICAS DE LAS OPAS ENTRE 2001 Y 2004	20
2.3.1 SOCIEDADES NO ACOGIDAS AL ARTÍCULO 10° TRANSITORIO	20
2.3.2 SOCIEDADES ACOGIDAS AL ARTÍCULO 10° TRANSITORIO	21
2.3.3 CAMBIOS DE CONTROL EXCEPTUADOS DE REALIZAR OPA	22
2.3.4 OPAS SIN CAMBIO DE CONTROL	23
2.4 PREMIO POR CONTROL	24
2.4.1 POR CONCEPTO DE CAMBIO DE CONTROL - SOCIEDADES ACOGIDAS AL ARTÍCULO 10° TRANSITORIO	24
2.4.2 POR CONCEPTO DEL ARTÍCULO 69 TER- SOCIEDADES ACOGIDAS AL ARTÍCULO 10° TRANSITORIO	25
2.4.3 NO ACOGIDAS AL ARTÍCULO 10° TRANSITORIO	25
2.4.4 OPAS SIN CAMBIO DE CONTROL	26
2.5 CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD	26

3 ESTUDIO DE CASOS **28**

3.1 AXXION S.A. - OPA POR 69 TER Y AUMENTO DE CAPITAL	28
3.2 SEGUROS DE VIDA SECURITY PREVISIÓN S.A. - OPA POR 69 TER Y EXISTENCIA DE PACTO DE ACCIONISTAS	28
3.3 TELMEX CORP S.A. (EX-TELEX CHILE S.A.) – OPA POR 69 TER DESPUÉS DE INTENCIÓN DE ADQUIRIR 100%	29
3.4 COMPAÑÍA ELÉCTRICA DEL RÍO MAIPO S.A. – OPA POR 69 TER Y SOCIEDAD ACOGIDA A ARTÍCULO 1° TRANSITORIO	29
3.5 COMPAÑÍA CERVECERÍAS UNIDAS S.A. – CONTROL A TRAVÉS DE PACTO	31

4 CONCLUSIONES Y PROPUESTAS **34**

REFERENCIAS **37**

RESUMEN EJECUTIVO

Este artículo analiza cualitativa y cuantitativamente el desarrollo de las tomas de control corporativo con posterioridad a la promulgación de la Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos, promulgada en el año 2000, siendo uno de sus objetivos el establecer los efectos que dicha ley tuvo sobre el proceso de tomas de control en Chile. Como base de análisis se incluye el análisis de la discusión y divergencias en torno a la regulación en forma previa a su promulgación. Asimismo se discuten ciertos aspectos de la regulación internacional en materia de tomas de control que permiten recoger elementos de utilidad para el caso chileno.

Analizando en retrospectiva el desarrollo de las tomas de control en Chile con posterioridad al año 2000, se puede concluir que la mayoría de las sociedades inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia optó por no acogerse al artículo 10° transitorio. Como posibles razones de ello, podrían ser el no tener la intención de vender el control durante el lapso de tres años, el castigo al precio de la acción por parte de los inversionistas, el efecto señal involucrado en la decisión de acogerse y la falta de quórum de aprobación.

Durante el año 2001, se evidencio la mayor cantidad de tomas de control y OPAs, así como de montos traspasados. La mayoría de las sociedades que cambiaron de control durante los últimos años, no se encontraban acogidas al artículo 10° transitorio.

Aunque la mayoría de las OPAs llevadas a cabo obedeció a tomas de control, una parte significativa de ellas se originaron por el hecho de que los nuevos controladores alcanzaron dos tercios de la propiedad, ya sea en la primera OPA o en las adquisiciones directas al ex-controlador. Esta obligación de realizar una OPA por el 100% de las acciones, ha contribuido a profundizar el grado de concentración de las sociedades objeto de la misma.

Dentro de las propuestas que se originan a partir del análisis de algunos casos de tomas de control estudiados, se presentan algunas propuestas orientadas a perfeccionar la regulación en torno a este aspecto.

Dichas propuestas apuntan a: 1) Eliminar la obligatoriedad de realizar una segunda OPA una vez alcanzados los dos tercios del control el artículo 69ter. de la LSA y eliminar la letra b) del art 199 de la LMV; 2) Especificar el aspecto del control de una sociedad a través de pactos; 3) Obligar a tomar el control de una sociedad aguas abajo, previamente a la toma de control de su sociedad controladora; 4) Exceptuar del procedimiento de OPA a aquellas sociedades anónimas que inscriben voluntariamente sus acciones en el Registro de Valores y no las inscriben en una bolsa o que estando inscritas en bolsa no han sido nunca transadas en ella y; 5) Agregar una disposición de “retiro obligatorio” o “squeeze out”, que establezca la posibilidad de que el controlador pueda obligar a los accionistas minoritarios a venderle sus acciones a un precio predeterminado. Esta opción solo sería factible una vez que el controlador supere un 95% de la propiedad accionaria.

Este documento se estructura de la siguiente manera: en la primera parte se resume la reforma legal del año 2000 y se analiza el proceso y la discusión previa a su promulgación, asimismo se describen ciertos aspectos de la legislación internacional sobre la materia. En la segunda parte se analizan las características de las OPAs y de las tomas de control en general realizadas después del año 2000. En la tercera parte se presentan algunos casos relativamente controvertidos de OPAs realizadas durante este período. Finalmente se presenta una conclusión del estudio así como una serie de propuestas con el fin de mejorar la regulación en torno a OPAs.

1. LA REFORMA Y LA DISCUSIÓN EN TORNO A LA LEY DE OPAS

1.1 La reforma de la ley de OPAS

El 20 de diciembre del año 2000 se publicó en el Diario Oficial la Ley 19.705 que “*Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) y establece Régimen de Gobiernos Corporativos*”. En esta reforma se establecieron los lineamientos centrales para los procesos de tomas de control, creándose el mecanismo de OPAs. Adicionalmente se introdujeron diversos cambios a la legislación del mercado de valores, sociedades anónimas y fondos mutuos y de inversión, con el fin de incorporar normas que mejoraran el marco de los gobiernos corporativos de las sociedades anónimas abiertas y de introducir reformas modernizadoras en el mercado de capitales chileno en general¹.

En lo concerniente a los procesos de tomas de control corporativo a través del mecanismo de OPAs, las modificaciones se incorporaron en un nuevo título XXV en la Ley del Mercado de Valores y consistieron en lo siguiente:

1.1.1 Definición de OPA

En los términos de la nueva regulación, una OPA es una oferta de compra de las acciones de sociedades anónimas registradas que hagan oferta pública de dichas acciones o valores convertibles en ellas. La OPA ofrece a los accionistas de las sociedades adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad en un plazo determinado. La legislación contempla que quien pretenda llevar a cabo una OPA debe individualizarse e indicar, entre otros aspectos, el porcentaje de las acciones que se pretende adquirir para que dicha OPA se considere exitosa, el precio a pagar por dichas acciones (se debe ofrecer el mismo precio a cada uno de los accionistas) y la vigencia de la oferta (la cual no debe ser inferior a 20 días ni superior a 30 días).

La condición de prorrateo es un requerimiento adicional impuesto por la regulación. De manera que si el número de acciones ofrecidas a la venta supera la cantidad de acciones que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes.

Por último, se permite la aparición de OPAs competitivas o simultáneas.

1.1.2 Requerimiento de OPA

La nueva regulación establece tres circunstancias bajo las cuales se debe llevar a cabo una OPA (artículo 199 de la Ley del Mercado de Valores (LMV)), a saber:

¹ Para una versión completa de la Ley 19.705 ver http://www.svs.cl/sitio/html/legisl_normativa/f_legis.html

1. Toda vez que la adquisición permita un cambio de control² de la sociedad (artículo 199 letra a) LMV).
2. Cuando una determinada operación lleve al controlador a alcanzar dos tercios de la propiedad accionaria, éste debe llevar a cabo una OPA para adquirir el remanente de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 69 ter de la Ley del Sociedades Anónimas (artículo 199 letra b) LMV).
3. Cuando se 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 OPA por esta última (artículo 199 letra c) LMV).

La ley exceptúa de las normas anteriores a las operaciones que cumplan con alguna de las siguientes condiciones (artículo 199 LMV):

1. Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital, que por el número de ellas permita a quien las adquiera, obtener el control de una sociedad
2. Cuando la oferta de adquisición involucre un precio “no sustancialmente superior al del mercado³” y el pago se haga en dinero en efectivo y se trate de una acción con presencia bursátil⁴
3. Las que se produzcan como consecuencia de una fusión;
4. Adquisiciones por causa de muerte
5. Enajenaciones forzadas del controlador de la sociedad

1.1.3 Procedimientos de las OPA

En términos de la información a proporcionar a los accionistas la normativa establece la exigencia de publicar un aviso el día anterior al inicio de la OPA y presentar un prospecto de OPA que incluya la identificación y antecedentes financieros del oferente, la información de su controlador, relaciones previas entre la sociedad y el oferente, el objetivo de la OPA y el plan de negocios pretendido, las características de la OPA tales como el precio y el periodo de aceptación de acciones y el procedimiento de aceptación de la oferta.

La legislación establece además que los directores de la sociedad deben emitir individualmente un informe con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para

² La definición de “control” se especifica en el título XV de la Ley 18.045 del Mercado de Valores.

³ La Norma de Carácter General N° 101 de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) determina que el precio de una acción debe superar en 10% al de mercado para que sea considerado sustancialmente superior a este.

⁴ Una acción con presencia bursátil (alta transacción), de acuerdo a la Norma de Carácter General 103 de la SVS, es aquella que se transa más del 25% de los días, por sobre UF 200, en los últimos 180 días hábiles bursátiles.

los accionistas, indicando su relación con el controlador y con el oferente, y el interés que pudiera tener en la transacción.

Aun cuando se dispone que las ofertas que se efectúen son irrevocables, la aceptación de la oferta es retractable, total o parcialmente.

Adicionalmente, se estipula que la oferta deberá mantenerse vigente durante 20 días como mínimo y 30 días como máximo.

1.1.4 Concentración de la propiedad y obligación de OPA

Por la importancia que reviste la concentración accionaria en la legislación de OPAs, es conveniente detallar la regulación a este respecto. Como se mencionó anteriormente, el artículo 199 de la LMV establece que cuando el controlador alcance dos tercios de la propiedad accionaria, debe llevar a cabo una OPA para adquirir la propiedad remanente de acuerdo a lo dispuesto por el artículo 69 ter de la Ley del Sociedades Anónimas (LSA). Este procedimiento también se conoce como “OPA residual”.

El artículo 69 ter de la Ley de Sociedades Anónimas establece: *“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 aquélla, para realizar una oferta por las acciones restantes, en los términos establecidos en el Título XXV de la ley N° 18.045. Dicha oferta deberá hacerse a un precio no inferior al que correspondería en caso de existir derecho a retiro.*

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. En este caso, se tomará como fecha de referencia para calcular el valor a pagar, el día siguiente al vencimiento del plazo indicado en el inciso primero (...)”

El establecimiento del umbral de dos tercios de la propiedad se fundamenta en que, una vez superado dicho porcentaje, el controlador no sólo puede elegir a la mayoría del directorio y adoptar resoluciones que requieran mayoría absoluta (sobre 50%) de los votos, si no que también adoptar resoluciones con quórum calificado (sobre dos tercios de los votos). Una vez superado dicho umbral no existe la posibilidad de que una decisión del controlador, sujeta a la ley, pueda ser desafiada por los accionistas por medio de votación en junta de accionistas o en el directorio.

Una segunda razón de la existencia del umbral de dos tercios de las acciones, se refiere a la reducción de la liquidez de la acción en el mercados secundario. Efectivamente, con un bajo porcentaje de la propiedad que puede ser transable, se puede producir un castigo al valor de la

acción producto de la dificultad para adquirir o enajenar este instrumento dentro de un plazo y a un precio razonable.

Como lo establece el artículo 69 ter de la LSA, el controlador debe llevar a cabo una OPA cuando alcance o supere los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto de la sociedad. Sin embargo, dicho artículo también contempla el derecho a retiro en forma supletoria frente al incumplimiento de dicha disposición y con el fin de resguardar a los accionistas minoritarios.

El derecho a retiro es una opción de vender la acción a la misma sociedad. Si efectivamente la liquidez de la acción se ve reducida en el mercado secundario, éste les ofrece una salida a los accionistas minoritarios. La LSA y el Reglamento de la Ley, especifican el procedimiento para el ejercicio del derecho a retiro, contemplando el pago de la acción de acuerdo al valor libro en el caso de sociedades cerradas o sin transacción bursátil. En el caso de las sociedades abiertas se contempla el valor de mercado promedio ponderado de las transacciones bursátiles de la acción en los dos meses precedentes al día de la junta que motivó el retiro.

1.2 Situación anterior a la ley

La característica más importante de las tomas de control anteriores al año 2001, era que en la gran mayoría de los casos, el oferente negociaba independientemente con el controlador de la sociedad. Esto se dio en las grandes tomas de control de aquella época, tales como Entel por parte de Stet Internacional quién negoció con Chilquinta (2000) o el emblemático caso de las sociedades Chispas por Endesa España quién negoció con los ejecutivos accionistas. También se dio con las tomas de control de Cruz Blanca Isapre y A.F.P. Santa María por parte de ING America Insurance Holdings quién negocio el traspaso de la propiedad en los Estados Unidos.

En relación a las OPAs, éstas se llevaban a cabo en Chile antes de la promulgación de la ley. Por ejemplo, el caso Chispas (1997) contempló una negociación privada más la realización de una OPA. De hecho, diversas tomas de control incluyeron la realización de OPAs en alguna parte del proceso. Sin embargo, los procedimientos utilizados con anterioridad al año 2001, diferían en una variedad de aspectos. En ciertas ocasiones, cuando se llevaron a cabo OPAs, éstas no empleaban el criterio de prorrateo, sino que de orden de llegada (Banco de Santiago por grupo Luksic). Algunas OPAs omitían cierta información, tal como el objetivo de ésta en cuanto al porcentaje de propiedad que se buscaba adquirir. Los períodos durante los cuales se aceptaban ofertas diferían, y en ocasiones eran excesivamente cortos (Banco Santiago). No eran incluidos todos los accionistas (Banco Santiago no incluyó a tenedores de ADR). Asimismo, se hicieron OPAs por las sociedades matrices en lugar de las filiales, con el fin de tomar el control de esta última (Campos Chilenos en vez de Iansa por Ebro)

1.3 La discusión en torno a la reforma de la ley de OPAS

De todas las materias tratadas en la Ley 19.705, sin duda la más controvertida resultó ser la relacionada a la regulación de las tomas de control a través del proceso de OPAs. Específicamente la asignación del “premio por control”, asociado al traspaso de paquetes controladores (porcentajes accionarios lo suficientemente grandes para elegir a la mayoría de los directores de una sociedad), resultó ser una disposición que sufrió múltiples modificaciones durante el proceso legislativo.

Debido a que se debe ofrecer el mismo precio a todos los accionistas que acepten vender sus acciones y a que la ley establece el procedimiento de prorrateo para una oferta pública, los accionistas controladores no pueden negociar un precio distinto por las acciones del paquete controlador. Lo anterior implica que el controlador no puede exigir un precio mayor que el resto de los accionistas por el valor asociado al control de la sociedad, es decir, un premio por control.

Previamente a la aprobación de la ley, las bases conceptuales de los procesos de tomas de control fueron discutidas extensamente y en general los equipos técnicos de las diferentes corrientes políticas, coincidieron en estos aspectos fundamentales. En esta sección revisamos estas bases conceptuales⁵.

1.3.1 El valor del control⁶

El control de una sociedad tiene valor por dos razones: La primera, es porque el controlador puede agregar valor a la compañía gracias a una gestión más eficiente. La segunda razón es que el controlador puede apropiarse de flujos que en rigor pertenecen a todos los accionistas, en desmedro de los accionistas minoritarios.

Cuando en un traspaso de control, el nuevo controlador da origen a una gestión más eficiente, este traspaso se denomina “(socialmente) eficiente”, debido a que el valor presente de los flujos provenientes de su gestión supera el valor presente de los flujos provenientes del antiguo controlador.

⁵ Para ver una interesante perspectiva de la estrategia de negociación y tramitación parlamentaria del proyecto de ley de OPAS ver Clarke, Alvaro. “Politics in the Implementation of Corporate Governments”. Segunda Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero Gobierno Corporativo. Noviembre 2003. Washington, D.C. Banco Interamericano de Desarrollo. http://www.iadb.org/sds/IFM/publication/gen_495_3529_e.htm

⁶ Seguimos de cerca a Cabrera et al (2000), quienes a su vez se basan en Jensen y Meckling (1976). Ver Ángel Cabrera, Sergio de la Cuadra, Alexander Galetovic, Sergio Quintana y Felipe Zurita. “Regulación de las Transferencias de Control Corporativo: Discusión Teórica e Implementación Empírica” Serie Elementos de Discusión. Superintendencia de Valores y Seguros. Julio 2000. Ver además, Jensen M. y W. Meckling, “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics* 3. 305-60, 1976.

Lo contrario ocurre en el segundo caso, en que el valor de la empresa disminuye en relación a la situación anterior. En esta situación la transacción es socialmente ineficiente, aún cuando, para los controladores tenga un valor privado alto.

1.3.2 El premio por control y divergencias

La diferencia entre el valor de una acción minoritaria y una acción controladora se denomina premio por control.

Aún cuando las bases conceptuales, respecto al origen del premio por control, eran compartidas, al momento de definir a qué accionistas corresponde dicho premio, las opiniones eran divergentes.

Una de las críticas al proyecto en trámite se refería a que la oferta de un precio único para todos los accionistas constituye una injusticia en contra de los controladores actuales quienes ya habían pagado un sobreprecio anteriormente por la adquisición de dichas acciones controladoras⁷.

Quienes favorecían el modelo de repartición del premio por control a través de una OPA obligatoria, argumentaban que la esencia de una sociedad anónima consiste precisamente en la participación equitativa tanto de los riesgos como de los beneficios, en proporción al capital aportado.

En palabras del Ejecutivo durante la tramitación parlamentaria: *“El traspaso del control constituye un cambio trascendental para los accionistas de una empresa, debido a que se pueden alterar las futuras políticas de negocios, de distribución de utilidades y de nuevas inversiones. El premio por el control, que comprende usualmente a tales operaciones, es reflejo de la capacidad de crear valor que propone el nuevo controlador. Pero es fundamental considerar que la transacción también implica el riesgo de fracaso y, por lo tanto, los costos asociados que asumirá el conjunto de los accionistas mayoritarios y minoritarios. Por ese motivo, la apropiación por unos pocos del premio del control resulta ser una clara alteración del principio rector de las sociedades de capital, donde todos deben ganar y perder por igual”*⁸.

Se argumentó además que no es correcto que el controlador fuera expropiado porque de hecho, una sociedad abierta al mercado tiene un valor mayor que una sociedad cerrada o con un solo accionista. Por lo tanto el accionista controlador, al abrir su empresa, recibe un beneficio adicional por este mero hecho⁹.

⁷ Ver Alvarez Centeno, Rodrigo “Ley de OPA y Premio por Control” El Diario Financiero 10/05/2000

⁸ Ver Eyzaguirre, Nicolás. Diario de Sesiones del Senado. Sesión 31^a. 18/04/00.

⁹ Ver Undurraga, Sergio “Ley de OPAs en Sociedades Anónimas” Puntos de Referencia, Centro de Estudios públicos, julio 1999.

Otros argumentos a favor y en contra se expusieron sobre una base más bien dogmática que técnica. En general se criticó la rigidez y la obligatoriedad del proceso de OPAs¹⁰.

Durante la tramitación legislativa fue incorporado un período transitorio de tres años, durante el cual los actuales controladores optaban por el mecanismo de OPAs o lo desechaban en el evento de una toma de control.

Quienes argumentaron en contra del período transitorio exponían que dicha medida permitiría traspasar el control a los grandes grupos económicos sin compartir el premio por control¹¹.

1.4 Regulación internacional

Las regulaciones en relación a las tomas de control en otras jurisdicciones no son similares, especialmente en lo que respecta a la obligatoriedad de una OPA y la repartición del premio por control asociada a ella. En este aspecto, los “Principios de Gobiernos Corporativos” de la OECD¹² (Organization for Economic Co-operation and Development) tampoco se pronuncian sobre la materia en forma específica, respetando los diferentes enfoques adoptados por los reguladores. Lo anterior, en cierta manera, dificultó el debate en Chile.

En Inglaterra, las normas de tomas de control se contemplan específicamente en “City Code on Takeovers and Mergers”, que fue desarrollado y es administrado por el “Panel on Takeovers and Mergers” compuesto por el Banco de Inglaterra y diversas instituciones financieras. El llamado “City Code” consiste en 10 principios generales y 38 reglas detalladas. En él se requiere que para llevar a cabo una toma de control se debe emplear obligatoriamente el mecanismo de OPA. El “City Code” en estricto rigor es de aplicación voluntaria, al no ser requerido por la legislación o algún otro cuerpo legal. Sin embargo cuenta con una validez efectiva, por cuanto es apoyado por la FSA (organismo regulador del mercado financiero en Inglaterra), es tomado en consideración por los tribunales y su cumplimiento es una referencia esencial para la toma de decisiones de los inversionistas.

Desde el año 1976 el "City Code" establece una 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 30% o más de los derechos de voto de una sociedad.

¹⁰ Ver La Segunda 01/06/2000: “Proyecto de OPAs presupone que todos son lobos” Luis Hernán Paul

¹¹ Ver La Segunda 14/09/00 “Preferiría que ley de OPAs empiece a regir de inmediato” Eduardo Moyano, Gerente General del Fondo Estrella Americana.

¹² Ver http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html

También se contempla una OPA cuando una persona que junto a las personas que actúan de forma concertada con ella, posea entre el 30 y el 50% por ciento de los votos, proceda a la adquisición, en un período de 12 meses, de acciones adicionales que incrementen su participación en más del 2% de los derechos de voto.

En la legislación de los Estados Unidos, la OPA es un mecanismo voluntario para quien pretenda tomar el control de una compañía (es decir no se obliga a compartir el premio por control). Sin embargo, la alta dispersión de la propiedad accionaria, hace inevitable en la mayoría de los casos, llevar a cabo una OPA dirigida a todos los accionistas.

El procedimiento para llevar a cabo una OPA fue determinado por la “Williams Act”. La “Williams Act” es la ley que en el año 1968 introdujo reformas a la Securities Exchange Act de 1934. El propósito de la Williams Act era doble: en primer lugar proveer una divulgación completa, tanto del oferente como de la empresa objetivo, de manera que los inversionistas estén bien informados; en segundo lugar, crear un escenario justo de manera que ni el oferente ni el demandante cuenten con alguna ventaja para manipular o distorsionar la toma de decisiones de los accionistas.

La regulación en cuestión, establece ciertos requerimientos esenciales para llevar a cabo una OPA. Se requiere la publicación de la identidad del oferente, la compañía objetivo, el número de acciones que se pretende adquirir y el precio ofrecido. Se establece un período de oferta mínimo de 20 días, extensible en 10 días más. Asimismo se permite que el accionista se retracte de la oferta de sus acciones y establece el requerimiento de prorrateo.

Un reciente estudio respecto a la regulación de tomas de control a nivel internacional, destaca la similitud existente entre una muestra de países emergentes¹³. Entre las normas comunes en estos países se cuentan la obligación de llevar a cabo una OPA, establecimiento de un precio mínimo de compra (en Chile no se contempla dicha disposición), igualdad de precio para todos los accionistas (repartición del premio por control) y las respectivas normas de información y publicidad.

En relación a las disposiciones en torno a la adquisición de acciones con posterioridad a una toma de control, se pueden citar tres tipos de regulaciones: 1) Aquellas que otorgan derecho a los accionistas a vender sus acciones a la sociedad (derecho a retiro); 2) Aquellas que obligan a llevar a cabo una OPA residual por el remanente de las acciones y, 3) Aquellas que autorizan al accionista controlador a comprar todas las acciones remanentes y obliga a los accionistas a aceptar dicha oferta (“*retiro obligatorio*” o “*squeeze out*”).

¹³ Ver International Organizations of Securities Commissions (Iosco). Emerging Markets Committee. Working Group 4. “Take-Over Regulations in Some Iosco EMC Countries”. November 2004. El estudio incluye a los siguientes países: Argentina, Barbados, Bolivia, Brasil, Bulgaria, China, Croacia, República Checa, Egipto, Hungría, India, Jordania, Corea, Lituania, Macedonia, Malasia, Malta, Mauricio, Nigeria, Omán, Pakistán, Filipinas, Polonia, Rumania, Eslovenia, Sudáfrica, Sri Lanka, Taiwán, Tailandia, Turquía, Uruguay, Venezuela y Vietnam.

En abril del año 2004 la Comisión Europea aprobó la “Directiva en Torno a Ofertas Públicas de Adquisición”¹⁴. En ésta se valida la OPA obligatoria como mecanismo para llevar a cabo una toma de control, lo que en la práctica distribuye el premio por control entre todos los accionistas, como es el caso chileno. Asimismo, en esta directiva se requiere a los países miembros a adoptar regulaciones en el sentido de garantizar al accionista controlador de una sociedad el derecho de llevar a cabo compras de sus acciones, en donde los accionistas estarían obligados a vender (“*squeeze out*”). La directiva establece que dicho derecho sólo puede ejercerse cuando el accionista controlador mantenga más del 90% de las acciones y en cualquier caso, los países miembros deben dictar disposiciones en el sentido de que dicho precio sea justo.

La misma directiva establece que los países miembros deben establecer disposiciones con el fin de garantizar a los accionistas minoritarios el derecho a que la sociedad recompre sus acciones (“derecho a retiro”¹⁵), cuando un accionista adquiriera el control de una sociedad.

Este mismo derecho a retiro¹⁶ está presente en la legislación de Estados Unidos. Específicamente son las leyes de sociedades de cada estado, las que establecen disposiciones en este sentido. Es así que la posibilidad de derecho a retiro, ha sido contemplada por la mayoría de los estados, en lo que se ha denominado las reformas de “segunda generación”. Sin embargo este tipo de disposiciones ha sido usado más bien con el fin de desincentivar tomas de control hostiles antes que para la protección de los accionistas minoritarios.

Es importante destacar, sin embargo, que en el derecho a retiro mencionado en los párrafos anteriores, es el nuevo controlador quien debe adquirir las acciones de los accionistas minoritarios, mientras que en la legislación chilena es la sociedad quien lleva a cabo este procedimiento¹⁷.

¹⁴ Ver http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/official/index.htm Para una discusión respecto a la directiva ver: DTI - Company Law. “Implementation of the European Directive on Takeover Bids - A Consultative Document” January 2005.

¹⁵ “Sell Out” en inglés o “compra forzosa” en el derecho español.

¹⁶ “Redemption Rights” en la legislación de los Estados Unidos.

¹⁷ Dependiendo del precio establecido en el derecho a retiro y el porcentaje de control del nuevo controlador, la opción del caso chileno podría ser levemente menos ventajosa para los minoritarios en comparación con el procedimiento de “sell out” mencionado.

2 CAMBIOS DE CONTROL Y OPAS CON POSTERIORIDAD A LA LEY

2.1 La excepción del artículo 10° transitorio

Como fue señalado en la sección anterior, en la tramitación legislativa del proyecto de ley se incorporó, entre otras materias, un controversial artículo transitorio (de aplicación circunscrita a un determinado lapso de tiempo, derogándose automáticamente después de éste o una vez extinguida la circunstancia que lo motiva). Este artículo, agregado como 10° transitorio, dispuso la opción de que los actuales controladores al momento de promulgarse la ley, podían vender su paquete controlador y liberarse del procedimiento de OPA durante el lapso de tres años, a contar del 1 de enero del año 2001. Para ello, las sociedades debían convocar a una junta de accionistas y pronunciarse respecto de acogerse o no a dicho artículo transitorio.

No acogerse al artículo 10° transitorio implicaba para los controladores que quisieran vender sus acciones durante este periodo compartir el premio por control con los accionistas minoritarios y exponerse a la posibilidad de no poder vender toda su participación en la sociedad. Querer deshacerse de un paquete controlador podría implicar un mayor desembolso de parte de los potenciales oferentes o una reducción del precio por acción pagado, en comparación con la situación sin ley de OPAs. De manera que en principio, resultaba lógico que los accionistas controladores ejercieran presión para que las sociedades se acogieran a dicho artículo, por cuanto significaba para ellos la opción de negociar aisladamente un mejor precio por sus paquetes accionarios.

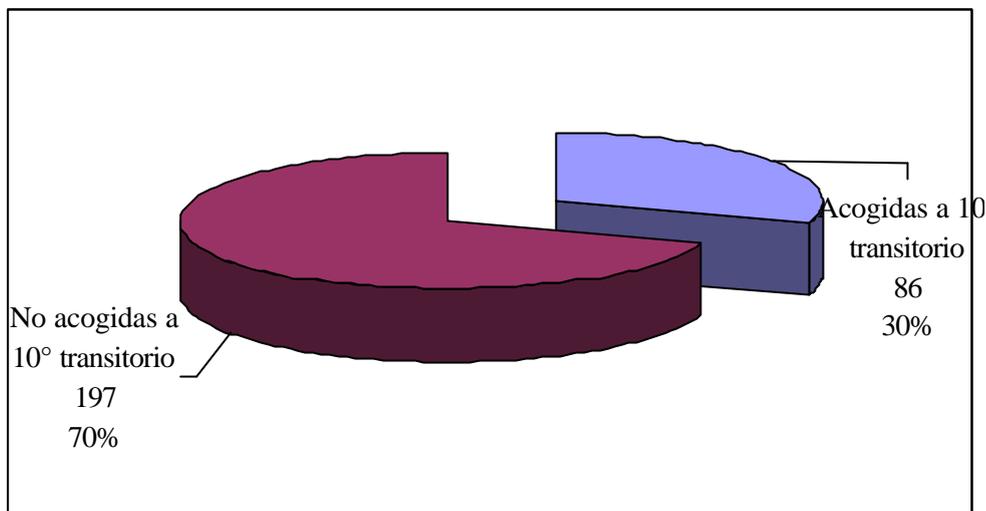
Sin embargo, la opción comentada tenía un costo potencial, el cual era una posible pérdida de reputación frente a los inversionistas nacionales e internacionales. Al observar que una sociedad se estaba acogiendo al mencionado artículo, ello podría indicar (y en cierta manera de hecho así era) una menor protección de los derechos de los accionistas minoritarios. Durante el año 2001 se argumentó que las acciones de las sociedades acogidas al artículo transitorio sufrirían un castigo, originado principalmente en una menor ponderación dentro de las carteras accionarias de los inversionistas institucionales chilenos y extranjeros.

Como se observa en el gráfico 1, de las 283 sociedades anónimas registradas en el Registro de Valores de la Superintendencia a fines del año 2000 y que hacen oferta pública de sus acciones¹⁸, 86 sociedades anónimas abiertas (casi un tercio del total) se acogieron al artículo

¹⁸ No todas las sociedades registradas en el Registro de Valores de la SVS hacen oferta pública de acciones. Fueron excluidas, entre otras, las sociedades anónimas especiales (entidades reguladas por la SVS que no hacen oferta pública); sociedades inmobiliarias; empresas concesionarias; administradoras de fondos pensiones; sociedades anónimas deportivas y en general todas aquellas sociedades que no se encontraban listadas en alguna bolsa de valores del país a diciembre del 2000.

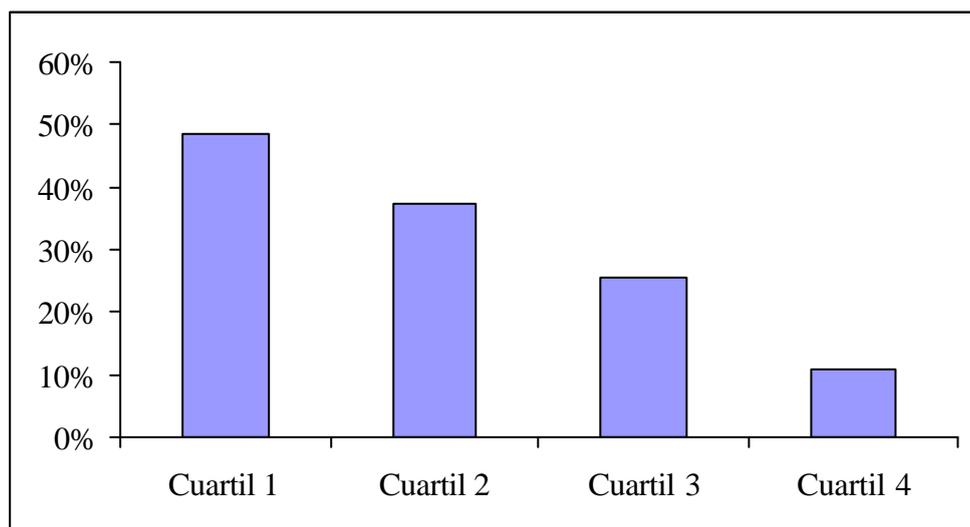
10° transitorio, mientras que las restantes sociedades optaron por no acogerse a dicho artículo¹⁹.

Gráfico 1. Sociedades acogidas y no acogidas a artículo 10° transitorio



Si observamos las características de las sociedades en términos de tamaño de las sociedades, fueron las sociedades más grandes quienes más se acogieron a la opcionalidad. En el gráfico 2 se puede observar que del 25% de las sociedades más grandes en términos de patrimonio contable (cuartil 1, alrededor de 70 sociedades), el 49% se acogió al artículo transitorio, mientras que solamente el 11% de las más pequeñas lo hicieron. Al analizar las 20 sociedades más grandes, se observó que diez de ellas se acogieron al artículo transitorio.

Gráfico 2. Porcentaje sobre el total de sociedades acogidas a artículo 10° transitorio según tamaño



¹⁹ Hubo tres administradoras de fondos de pensiones que se acogieron al artículo 10° transitorio, lo que en cierta manera es contradictorio con su postura como accionistas minoritarios en las sociedades en que éstas invertían. Sin embargo durante la vigencia de la transitoriedad no se dieron cambios de control en estas AFP.

Se puede concluir que la decisión de acogerse al artículo 10° transitorio, no era la opción óptima para la mayoría de los controladores, por cuanto sólo un 30% de las sociedades optaron por acogerse. Las razones de lo anterior podrían ser varias: las grandes empresas en Chile pertenecen a grupos empresariales quienes no tenían intención de venderlas; existe el comentado efecto reputación sobre los inversionistas que podría perjudicar el valor de las empresas, los controladores pueden haber querido protegerse de un posible castigo en términos de precio, especialmente de parte de los inversionistas institucionales y de tenedores de ADR; al acogerse al mencionado artículo transitorio, los controladores podrían haber señalado su intención de enajenar su paquete controlador, lo que podría haberles restado poder de negociación; simplemente las sociedades con mayor dispersión de la propiedad no contaron con el quórum requerido para aprobar la medida.

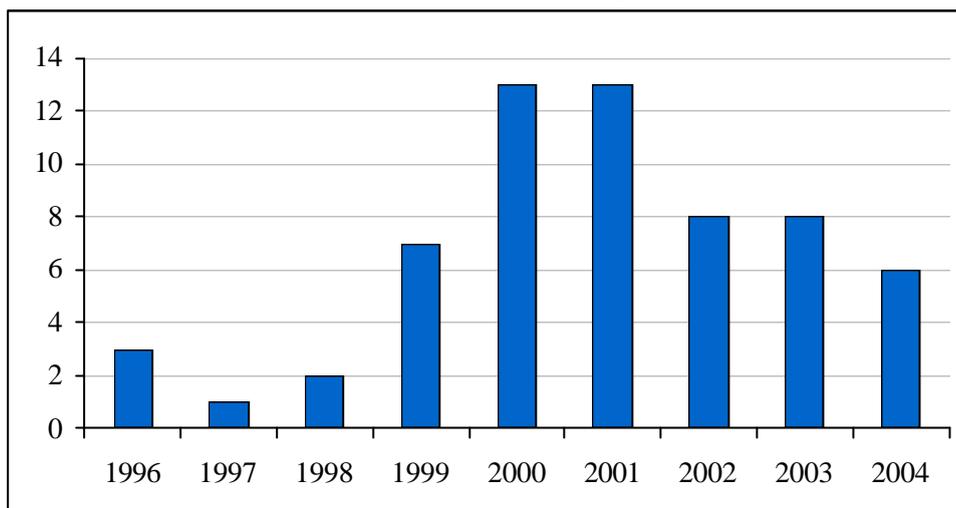
2.2 Desarrollo de las tomas de control

La actividad de tomas de control se manifiesta con importancia en Chile, solamente desde mediados de la década de los noventa. Mientras en el año 1996, solamente se llevaron cabo 3 tomas de control, en los años 2000 y 2001 se alcanzó un máximo de 13 tomas de control cada año. En los años siguientes, el número de tomas de control ha disminuido prácticamente a la mitad.

Durante los años previos a la promulgación de la Ley de OPAs, las mayores tomas de control estuvieron asociadas a las de las sociedades Chispas, Enersis y Endesa (por parte de Endesa España en 1997, 1998 y 1999 respectivamente), Telex Chile (por parte de Southern Cross en el año 2000), Campos Chilenos (por parte de Azucarera Ebro en 1999), Cruz Blanca Isapre y AFP Santa María (por parte del grupo ING en el año 2000), y Entel (por parte de Stet International Netherlands).

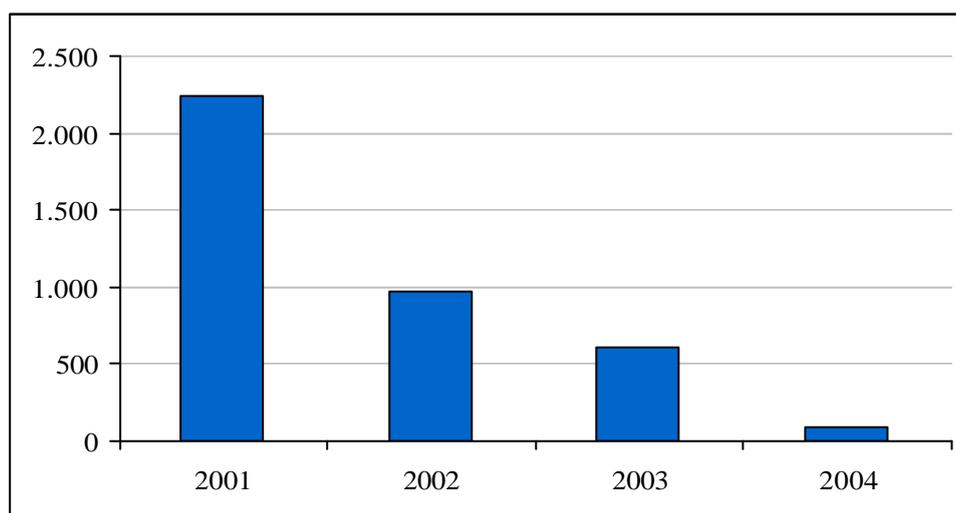
Con posterioridad a la promulgación de la ley y precisamente en el año 2001, se alcanzó la máxima actividad de tomas de control. Durante este año las transacciones más importantes fueron las del grupo Luksic, que tomó el control del Banco de Chile (a través de compra directa y OPA), la de Ivax Corp. que tomó el control de Laboratorio Chile (a través de OPA) y la de AES, que tomó el control de Gener (a través de OPA). Dichas transacciones totalizaron alrededor de US\$ 1.719 millones. Esta cifra representa el 77% del total de US\$ 2.238 millones de propiedad traspasada estimada para dicho año.

Gráfico 3. Número de tomas de control 1996-junio 2004



Fuente: Basado en información pública SVS

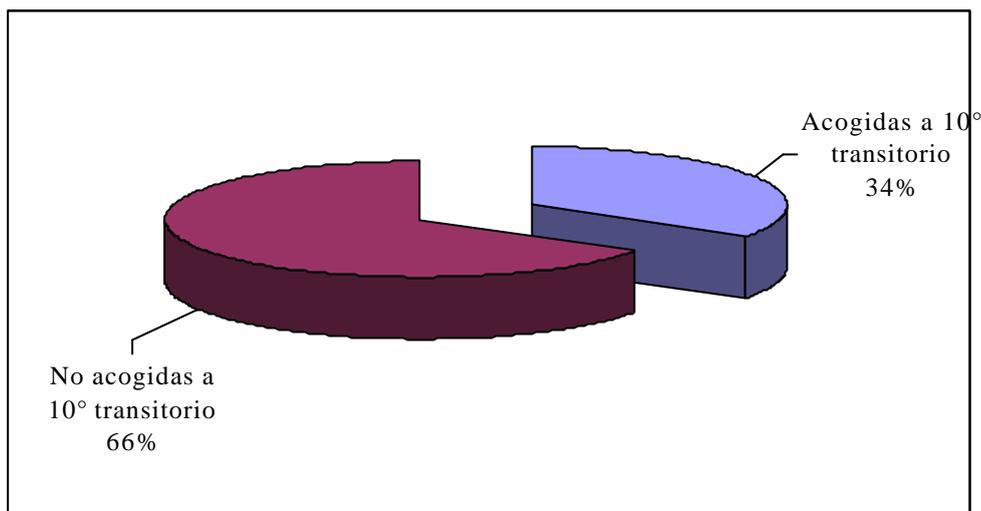
Gráfico 4. Montos totales traspasados en tomas de control 2001-junio 2004
(en millones US\$ corrientes)



Fuente: Basado en información pública SVS

Desde que entró en vigencia la nueva ley, en diciembre del año 2000, 34 sociedades han cambiado de controlador. De éstas, 3 han cambiado de control 2 veces. Del total de sociedades que cambiaron de control, 12 habían tomado el acuerdo de acogerse al artículo 10° transitorio. A pesar de ello, 5 nuevos controladores tuvieron que lanzar una OPA por el 100% de las acciones, de acuerdo al artículo 69 ter de la Ley 18.046, por haber sobrepasado los 2/3 de la propiedad de la sociedad en cuestión.

Gráfico 5. Sociedades con tomas de control según estatus artículo 10° transitorio



La mayoría de las sociedades que cambiaron de control entre los años 2001 y 2003 no se habían acogido al artículo 10° transitorio, de lo que se desprende que la gran cantidad de tomas de control no obedeció directamente a la nueva regulación, sino que más bien a factores coyunturales, propios de la dinámica de estas empresas y de la economía en general.

2.3 Características de las OPAS entre 2001 y 2004

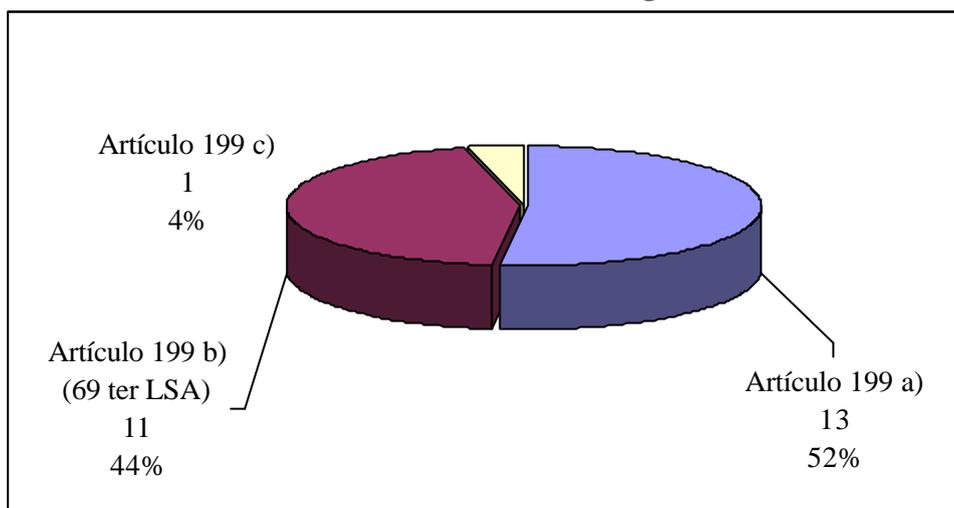
2.3.1 Sociedades no acogidas al artículo 10° transitorio

En relación a las 22 sociedades que no se acogieron a la excepción del artículo 10° transitorio, y en las cuales, a su vez se llevaron a cabo cambios de control a través de OPAs, podemos distinguir las siguientes causales de OPAs:

- a) Se lanzaron 13 OPAs de acuerdo al artículo 199, letra a), que es el que permite a una persona tomar el control de una sociedad;
- b) De acuerdo a la letra b) del artículo 199, 8 controladores que tomaron el control a través de una OPA, tuvieron que lanzar una segunda OPA por el 100% de las acciones por haber sobrepasado los 2/3 en la primera.
- c) Los controladores de 2 sociedades (Axxion S.A., aumento de capital, y Seguros de Vida Security Previsión S.A., pacto de accionistas) que sobrepasaron los 2/3 de la propiedad, tuvieron que lanzar una OPA por el 100% de las acciones de acuerdo al artículo 69 ter. Si no fuera por este hecho dichas sociedades podrían haberse acogido a las excepciones establecidas en la Ley de OPAs.

d) Por último, se realizó una OPA de acuerdo a la letra c) del artículo 199, que señala que una persona que desea tomar el control de una sociedad que tenga a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, deberá efectuar previamente una OPA a los accionistas de esta última. Este fue el caso de Telmex que antes de tomar el control de Chilesat Corp S.A. (ex-Telex Chile) lanzó una OPA por su filial Chilesat S.A., ya que ambas tenían inscritas sus acciones en el Registro de Valores. Sin embargo, la OPA por Chilesat S.A. carecía de sentido, ya que esta sociedad tenía sólo dos accionistas, uno de los cuales era Chilesat Corp con un 99,99% de las acciones, y el único objetivo de la OPA era cumplir con lo establecido en la Ley.

Gráfico 6. Causales de OPAs sociedades no acogidas a art. 10° transitorio



2.3.2 Sociedades acogidas al artículo 10° transitorio

En relación a las 12 sociedades acogidas al artículo 10° transitorio y que cambiaron de controlador, en cinco de ellas sus nuevos controladores tuvieron que hacer una OPA por el 100% de las acciones en cumplimiento del artículo 69 ter de la LSA por haber sobrepasado los 2/3 de la propiedad accionaria.

Este es el caso de Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A., que se analizará más adelante, y de Bicecorp S.A., Sociedad Austral de Electricidad S.A. (Saesa), P&S S.A. y Santa Isabel S.A., que veremos a continuación. El planteamiento de la SVS es que la Ley no contempla excepciones a la obligación establecida en ella, ni otorga facultades a la SVS para establecerlas, vale decir, la única excepción al artículo 69 ter está contenida en el mismo artículo.

En marzo de 1987 el Grupo Matte firmó con Rothschild un pacto controlador sobre Bicecorp el que contemplaba acuerdos sobre derechos preferentes de cesión y de suscripción de acciones. Como este pacto fue registrado e informado en su oportunidad, los miembros del

pacto podrían haberse acogido al artículo 1° transitorio de la Ley 19.705, sin embargo, en diciembre del 2001 el Grupo Matte compró a Rothschild el 33% de las acciones de Bicecorp con lo que llegó al 91,02% de la propiedad, y tuvo que realizar una OPA obligatoria de acuerdo al artículo 69 ter.

En el caso de Saesa, sociedad anónima abierta que hacía oferta pública de sus acciones, Copec controlaba un 93,88% de su capital accionario, él que pretendía ser transferido a PSEG, así, ésta adquiriría un porcentaje superior a los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto de Saesa, por lo que PSEG debería efectuar una OPA por las acciones restantes, en los términos establecidos en los artículos 69 ter de la Ley 18.046 y 199 de la Ley 18.045²⁰.

P&S S.A. es un caso similar al de Saesa, el Grupo CB ex-controlador vende su participación al Grupo Hurtado Vicuña, posteriormente este debe realizar una OPA por las acciones restantes que están en manos de accionistas minoritarios.

Santa Isabel S.A. era controlada por Disco Ahold International Holdings N.V., la que a su vez era controlada por los Grupos Velox de Argentina y Royal Ahold de Holanda, mediante un joint venture. Dicho pacto de accionista fue firmado en 1998 y participaban en un 50% cada uno. Velox contrató un crédito con el banco ABN Amro, el cual fue garantizado con acciones de Santa Isabel y respaldado por Ahold, de manera que si Velox no cumplía con el crédito Ahold se obligaba a adquirir las acciones dadas en garantías al banco. Velox entró en falencia y Ahold se vio obligada a adquirir dichas acciones. Con esto Ahold reunió el 69,71% del total de las acciones suscritas y pagadas de Santa Isabel, causal de término del pacto de accionistas. El 1 de agosto de 2002 el Grupo Royal Ahold publicó un aviso de toma de control de Santa Isabel debido al término anticipado del Pacto de Accionistas. De esta toma de control se argumentó que podría haberse acogido a la excepción 5) del artículo 199, de la ley 18.045 que se refiere a "*Las que provengan de enajenaciones forzadas*". No obstante, como se sobrepasaron los dos tercios de la propiedad de Santa Isabel, se debió cumplir con la OPA obligatoria del artículo 69 ter.

2.3.3 Cambios de control exceptuados de realizar OPA

- a) Cuatro nuevos controladores se acogieron a la excepción número 2) del artículo 199, que señala la exención de llevar a cabo una OPA cuando "*(...) la adquisición de las acciones que sean enajenadas por el controlador de la sociedad 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*". Este es el caso de Esval S.A., Masisa S.A. y Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A. las dos veces que cambió de controlador.

²⁰ Ver Of. Ord. N°3.026 de 10 de mayo de 2001

- b) La compañía de seguros de vida La Construcción ha cambiado de controlador 2 veces durante estos años y los nuevos controladores no han hecho OPA porque sólo tenía dos accionistas pertenecientes al mismo grupo controlador.
- c) En julio del 2004 las sociedades Inversiones Costa Verde Ltda. y Cia. por Acciones (Familia Cueto) por un lado e Inversiones Santa Cecilia S.A. y Axxion S.A. (Sebastián Piñera) por el otro, enviaron una comunicación informando la firma de un nuevo acuerdo de actuación conjunta, en el que cambian los miembros del pacto controlador. Adicionalmente, informó que el nuevo acuerdo establecería la forma en que el grupo controlador ejercerá el control de Lan Chile S.A. y también la forma de ponerle término. El accionista que desee poner término al acuerdo tiene la obligación de ofrecer vender sus acciones a la otra parte, en los términos establecidos en el mismo.

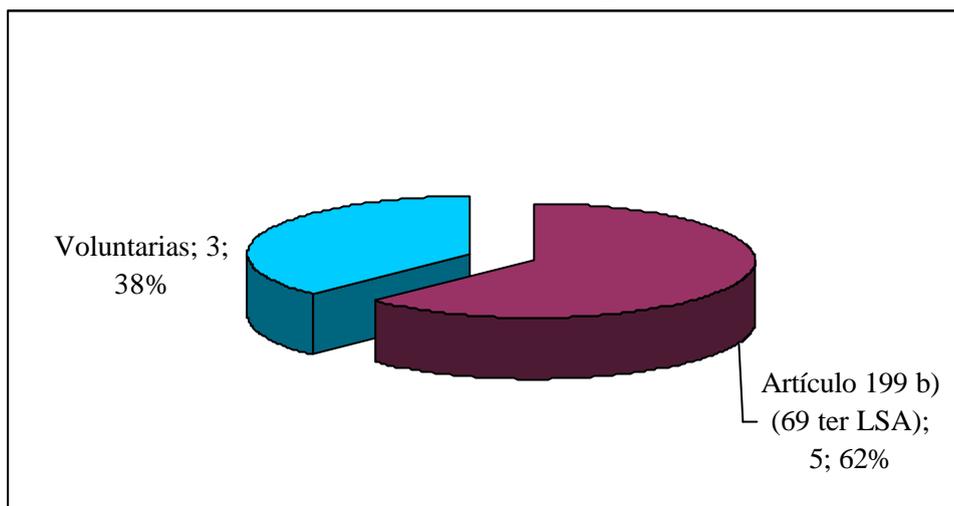
Este caso muestra un aspecto hasta ahora no analizado, donde una de las formas de ejercer el control de una sociedad es a través de pactos. En éste se establecen condiciones para la transferencia de las acciones, lo que podría no ser compatible con la letra a) del artículo 199 de la Ley 18.045, que se refiere a la obligación de realizar una OPA cuando se adquieran acciones que permitan a una persona tomar el control de una sociedad.

2.3.4 OPAs sin cambio de control

También se ha utilizado la nueva normativa para lanzar algunas OPAs voluntarias: es el caso de los nuevos controladores del Banco Chile, que en el año 2001 tomaron el control del banco a través de SM Chile S.A., las acciones estaban acogidas al artículo 10° transitorio, por lo que compraron el 48,13% del Banco Chile al ex pacto controlador y el 5% adicional lo adquirieron a través de una OPA, en la que pagaron el mismo precio que a los ex controladores. Posteriormente en el 2004 el Banco Chile realizó una OPA para recomprar el 2,5% de las acciones del propio banco, de acuerdo al artículo 27 B de la ley de Sociedades Anónimas. Esta OPA se realizó por sobre el precio de mercado de ese momento y fue declarada exitosa.

Han habido otros casos en que se han lanzado OPAs voluntarias para comprar el 100% de las acciones y cerrar las sociedades. Es el caso de AFP Santa María S.A., Cruz Blanca Isapre S.A., Sociedad Punta del Cobre S.A. y Club Hípico de Peñuelas S.A.

Gráfico 7. Causales de OPAs sociedades acogidas a art. 10° transitorio



2.4 Premio por control

Esta sección analiza si se ha compartido el premio por control con los accionistas minoritarios, tanto en los cambios de control como en las compras posteriores de acciones de acuerdo al artículo 69 ter. Se ha considerado que el premio por control se ha compartido cuando en las sociedades sin transacción bursátil se ha pagado a los accionistas minoritarios el mismo precio que al ex-controlador o cuando en las acciones con presencia bursátil el precio pagado ha sido superior en un 10% al precio de mercado²¹.

2.4.1 Por concepto de cambio de control - sociedades acogidas al artículo 10° transitorio

Como fuera señalado, 12 sociedades acogidas al artículo 10° transitorio cambiaron de controlador. De éstas, 7 estuvieron efectivamente exentas de hacer OPAs, en 6 de ellas se pagó un premio por control al antiguo controlador, y en la séptima, Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A., las acciones fueron adquiridas por debajo del precio de mercado. Las sociedades son las siguientes:

- A.F.P. Magíster S.A.
- Banco de Chile
- Compañía Minera Tamaya S.A.
- Empresa Eléctrica del Norte Grande S.A.
- Instituto de Diagnóstico Indisa S.A.
- Puerto Ventana S.A.
- Rebrisa S.A.

²¹ Se ha adoptado como referencia el criterio empleado en la regulación para considerar un precio ofrecido “como sustancialmente superior al de mercado”. Ver Norma de Carácter General N° 103, “Determina precio de una acción para que sea considerado sustancialmente superior al de mercado.”

2.4.2 Por concepto del artículo 69 ter- sociedades acogidas al artículo 10° transitorio

De las 5 sociedades que se acogieron al artículo 10° transitorio y llevaron a cabo una OPA por el artículo 69 ter, en 4 de ellas se podría decir que se compartió el premio por control con los accionistas minoritarios, ya sea porque les pagaron el mismo precio que al ex-controlador, Sociedad Austral de Electricidad S.A., o porque les pagaron las acciones por sobre el 110% del precio de mercado. Así, tenemos que en Bicecorp S.A. se pagó un 28,65%, en P&S S.A. un 73,2% y en Santa Isabel S.A. un 53,9%, cabe hacer notar que en estas dos últimas sociedades los nuevos controladores al lanzar la OPA comunicaron su intención de cerrar la sociedad y cancelarla del Registro de Valores. A continuación se presentan las sociedades con los respectivos premios pagados.

Sociedad	Precio/Premio
1 Bicecorp S.A.	28,65% de premio respecto del precio de mercado
2 Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A.	Sin premio
3 P&S S.A.	73,2% de premio respecto del precio de mercado
4 Santa Isabel S.A.	53,9% de premio respecto del precio de mercado
5 Sociedad Austral de Electricidad S.A.	El mismo precio pagado al ex-controlador

2.4.3 No acogidas al artículo 10° transitorio

De las 14 sociedades por las cuales se lanzaron OPAs obligatorias y fueron declaradas exitosas, en 5 de ellas se compartió el premio por control, en 3 los nuevos controladores pagaron sobre el 110% del precio de mercado y en las otras 2 en la OPA se ofreció el mismo premio que le pagaron al ex-accionista controlador. No se considera la OPA de Chilesat por haber sido declaradas fracasadas.

Sociedad	Precio/Premio
1 Aes Gener S.A.	40% de premio respecto precio de mercado
2 AXXION S.A.	Sin premio
3 Chilesat Corp S.A.	16,2% de premio respecto precio de mercado
4 Dresdner Bank Lateinamerika	Sin premio
5 Editorial Lord Cochrane S.A.	Sin premio
6 Ferrocarriles del Pacífico S.A.	El mismo precio pagado al ex-controlador
7 Inversiones Cobre Dos S.A.,	Sin premio
8 Inversiones Enercobre S.A.	Sin premio

9	Laboratorio Chile S.A.	11,9% de premio respecto precio de mercado
10	Mainstream Salmones y Alimentos S.A.	El mismo precio pagado al ex-controlador
11	Seguros Vida Security Previsión S.A.	Sin premio
12	Sociedad de Inv. Energía del Norte S.A	Sin premio
13	Sociedad de Inv. Energía del Norte Dos S.A	Sin premio
14	Sociedad de Inversiones Tocopilla S.A:	Sin premio

2.4.4 OPAs sin cambio de control

De las 6 OPAs voluntarias que se han realizado, en 5 de ellas se ha pagado premio por control, es decir, el premio ofrecido ha fluctuado entre un 15,92% hasta un 94,50%. Este último, es el caso de la serie C de Sociedad Punta del Cobre S.A. que buscaba cancelar su inscripción del registro de Valores.

	Sociedad	Precio/Premio
1	Banco Chile (a través de SM Chile S.A.)	El mismo precio pagado al ex-controlador
2	AFP Santa María S.A.	28% de premio respecto del precio de mercado
3	Club Hípico de Peñuelas S.A.	El mismo precio pagado al ex-controlador
4	Cruz Blanca Isapre S.A. (Hoy ING Salud S.A.)	37% de premio respecto del precio de mercado
5	Sociedad Punta del Cobre S.A. (Pucobre)	El mismo precio para las tres Series. Representa un premio para la Serie A de un 16,30%, un 94,50% Serie C y 15,92% Serie D.
6	Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.	Sin premio

La OPA del Banco Chile de recompra de acciones, por un total del 2,5% de las acciones, por su naturaleza no fue considerada en el análisis de premio por control.

2.5 Concentración de la propiedad

Otro elemento importante de mencionar es el grado de apertura de las sociedades anónimas después de las OPAs. De las 26 sociedades cuyos controladores lanzaron OPAs 9 se han cancelado del Registro de Valores, 2 están vigentes pero en liquidación y de las 15 sociedades

que siguen vigentes se observan los siguientes porcentajes de concentración en la propiedad de los accionistas controladores.

	% Propiedad pre-OPA	% Propiedad post-OPA
1 Aes Gener S.A.	Sin controlador	95,57%
Aes Gener S.A.	95,57%	99,32%
2 AFP Santa María S.A.	96,56%	98,00%
3 AXXION S.A.	82,80%	98,02%
4 Bicecorp S.A.	91,02%	97,51%
5 Chilesat Corp S.A.	40,00%	59,28%
Telex Chile S.A. (Hoy Chilesat Corp)	18,23%	40,00%
6 Chilesat S.A.	100,00%	Fracasada
7 Club Hípico de Peñuelas S.A.	72,81%	88,81%
8 Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A.	98,74%	Fracasada
9 Cruz Blanca Isapre S.A. (Hoy ING Salud S.A.)	82,01%	99,00%
10 Editorial Lord Cochrane S.A.	99,28%	99,29%
11 Ferrocarriles del Pacífico S.A. (FEPASA)	56,44%	47,00%
12 Seguros Vida Security Previsión S.A.	84,46%	91,99%
13 Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.	64,55%	65,88%
14 Sociedad Punta del Cobre S.A. (Pucobre)	66,23%	83,62%
15 Banco Chile (a través de SM Chile S.A.)	48,13%	52,13%

Este aumento de la concentración se fundamenta en la exigencia impuesta por el requerimiento de OPA residual, artículo 69 ter, una vez traspasado los 2/3 de la propiedad accionaria.

3 ESTUDIO DE CASOS

En esta sección analizan algunos casos relacionados a la aplicación de la ley de OPAS que resultan de ser de interés, por cuanto se refieren a eventos corporativos de importancia en los cuales se generó algún grado de controversia. En estos casos, la legislación debió someterse a una interpretación por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros y, en alguna ocasión alguna de las partes recurrió a los tribunales de justicia.

3.1 Axxion S.A. - OPA por 69 ter y aumento de capital

En forma similar al caso que se analiza subsecuentemente, en esta situación la Superintendencia de Valores y Seguros dirime sobre la aplicación de una OPA en base al artículo 69 ter (por alcanzar 2/3 de la propiedad accionaria) independientemente de que no se requiriera OPA para la toma de control misma, debido a la aplicación de algún artículo transitorio.

Durante el año 2001, Inversiones Santa Cecilia S.A. adquirió derechos de suscripción sobre un aumento de capital de Axxion S.A., sociedad anónima abierta no acogida al artículo 10° transitorio, sobrepasando los 2/3 de propiedad de la sociedad. Por esta razón, la Superintendencia consideró que Inversiones Santa Cecilia S.A. debía llevar a cabo una OPA por el 100% de las acciones de acuerdo al artículo 69 ter de la LSA.

La Superintendencia interpretó que la excepción contenida en el numeral 1) del artículo 199 de la LMV, no era aplicable a este caso. Dicha disposición señala que se exceptúan de hacer OPA *“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”*. El pronunciamiento de la Superintendencia se fundamentó en que aquella excepción no es aplicable a las situaciones relacionadas al artículo 69 ter de la LSA, sino que solamente a aquellas relacionadas a tomas de control. Adicionalmente, Axxion S.A. tuvo que dar derecho a retiro a los accionistas minoritarios por hacer la OPA fuera de plazo.

3.2 Seguros de Vida Security Previsión S.A. - OPA por 69 ter y existencia de pacto de accionistas

La sociedad Inversiones Seguros Security Limitada poseía el 64,3% de la compañía Seguros de Vida Security Previsión S.A., sociedad anónima abierta no acogida al artículo 10° transitorio. En forma previa a la promulgación de la nueva legislación, esta sociedad había celebrado un pacto de accionistas con un grupo de accionistas minoritarios de Seguros de Vida Security Previsión S.A., en el que se comprometía a adquirir sus acciones a un precio predeterminado. Sin embargo, cuando éstos ejercieron su opción en el año 2002, Inversiones

Seguros Security Limitada sobrepasó los 2/3 en la propiedad de la compañía de seguros por lo que se vio en la obligación de hacer una OPA de acuerdo al artículo 69 ter de la LSA, y no se pudo acoger a la excepción del artículo primero transitorio de la Ley 19.705 que liberaba de hacer OPA a aquellas transacciones entre miembros de un pacto firmado con anterioridad a la promulgación de la Ley..

3.3 Telmex Corp S.A. (ex-Telex Chile S.A.) – OPA por 69 ter después de intención de adquirir 100%

En esta circunstancia, una persona que alcanza o supera los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto, producto de la realización de una OPA por el 100% pero sin lograr dicho porcentaje, debe efectuar una nueva OPA por las acciones restantes.

Telmex Chile Holding S.A. adquirió directamente del ex-controlador de Chilesat Corp S.A. (ex'-Telex Chile S.A.), sociedad anónima abierta no acogida a artículo 10° transitorio, el 40% de su propiedad. Posteriormente lanzó una OPA para adquirir el 60% restante, conforme al artículo 199 letra a) de la LMV, con el fin de adquirir el 100% de las acciones. Con esta operación llegó a poseer el 99,28% de las acciones de Chilesat Corp S.A. (hoy Telmex Corp S.A.). Posteriormente Telmex opto por dar derecho a retiro y ofreció pagar el mismo precio que en la OPA.

El artículo 69 ter en su inciso segundo señala “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 (...)”, se podría deducir que ante la posibilidad de no llevar a cabo la OPA por el 100% restante se podría simplemente dar derecho a retiro. Aún cuando, el derecho a retiro opere por defecto, el no llevar a cabo una OPA puede dar origen a una infracción a la ley, ya que no sería facultad del nuevo controlador decidir si llevar o no a cabo una OPA.

3.4 Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A. – OPA por 69 ter y sociedad acogida a artículo 1° transitorio

En este caso el controlador de una sociedad que posee a lo menos los 2/3 de las acciones, al traspasar dichas acciones, al nuevo controlador se le exige realizar una OPA de acuerdo a lo establecido en el artículo 69 ter, a pesar que pudiera cumplir con las condiciones establecidas en el artículo 1° transitorio o en el artículo 10° transitorio de la Ley 19.705.

En marzo del año 2003, Compañía General de Electricidad S.A. (CGE), tomó el control de Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A. (Río Maipo), adquiriendo 356.078.645 acciones, representativas del 98,74% de su capital suscrito y pagado, y el precio pagado ascendió a la suma de US\$ 170 millones. Se estima que el precio pagado por CGE a Enersis, ex-controlador

de Río Maipo, fue de \$ 337 por acción²². Adicionalmente, CGE, en consideración a que Río Maipo se encontraba acogida al artículo 10° transitorio, podía enajenar libremente dichas acciones sin necesidad de que la operación deba someterse al procedimiento de OPA.

Sin embargo, el pronunciamiento de la Superintendencia señaló que “Al materializar dicha compra y superar los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto en Río Maipo, CGE debió dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 69 ter de la LSA”. Esto debido a que el artículo 10° transitorio libera de la obligación de hacer OPA señalada en la letra a) del artículo 199 de la LMV, pero no de la obligación establecida en el artículo 69 ter de la LSA.

CGE acogió la instrucción de la SVS y dio inicio a una OPA por las 4.534.907 acciones restantes de Río Maipo, a un precio de \$58,70313 por acción, que corresponde al valor libro de las acciones, que según dispone el artículo 79 del Reglamento de Sociedades Anónimas es el que se debe pagar a un accionista que ejerce su derecho a retiro cuando las acciones de la sociedad no tienen transacción bursátil. El precio pagado está acorde con lo señalado en el artículo 69 ter en el sentido que este dice que la OPA deberá hacerse a un precio no inferior al que correspondería en caso de existir derecho a retiro.

Expirado el plazo de 30 días de la OPA, CGE informó que no se presentaron accionistas de Río Maipo interesados en aceptar la oferta. De los 1.245 accionistas de Río Maipo ninguno aceptó vender sus acciones a CGE, claramente esto se debe a que el precio ofrecido era muy bajo, alrededor de un 17,43% del precio que pagó CGE a Enersis cuando adquirió el paquete controlador.

En este caso interesa analizar la utilidad del artículo 69 ter como medida de protección para los accionistas minoritarios. Cuando un accionista participa en una sociedad donde el controlador posee un porcentaje de propiedad inferior a los 2/3, los accionistas minoritarios de alguna manera pueden evitar que el accionista mayoritario ejerza un control absoluto. Si esta situación cambia producto de que el controlador opta por seguir comprando acciones y sobrepasa los 2/3 de la propiedad de la sociedad, es razonable que los accionistas tengan derecho a retiro cuando las acciones de la sociedad no tengan transacción bursátil, ya que el derecho a retiro sería la forma de deshacerse de las acciones y funcionaría efectivamente como una medida de protección. Se debe tener en consideración que el derecho a retiro lo paga la sociedad y no el nuevo controlador, de manera que se verían afectados todos los otros accionistas que permanezcan en la sociedad con esta disminución de capital.

Por otra parte, si lo que pretendía el legislador era que quién vendiera el control compartiera el premio por control con los accionistas minoritarios, la determinación del precio a pagar no se condice completamente con este objetivo, ya que en el artículo 69 ter se señala que el precio que se pague en la OPA correspondiente no debe ser inferior al que correspondería en caso de

²² A \$ 705,32 por dólar, de acuerdo al dólar observado al último día hábil del mes de abril de 2003.

existir derecho a retiro, pero no se establece una relación entre éste y el precio pagado por aquellas acciones que llevaron a sobrepasar los 2/3, ya sea producto de una OPA previa o de una negociación directa con otros accionistas.

Se puede argumentar al respecto que el legislador incorpora un segundo objetivo, cual es proteger y dar una salida a los accionistas minoritarios cuando el controlador llegara a tener 2/3 de la propiedad de una sociedad sin el requerimiento de compartir el premio por control con los accionistas minoritarios remanentes. Siendo éste el caso, bastaría simplemente con otorgar el derecho a retiro a estos últimos.

Como síntesis de los últimos cuatro casos estudiados, se puede señalar que se ha interpretado que la aplicación de lo dispuesto en el 69 ter de la LSA es para cualquier adquisición de acciones que alcance o supere los 2/3 de las acciones con derecho a voto de una sociedad, sin excepciones, e independiente de las circunstancias analizadas.

3.5 Compañía Cervecerías Unidas S.A. – Control a través de Pacto

Este controvertido caso llegó a los tribunales de justicia. Uno de los accionistas no controladores, Anheuser-Busch International Holdings Inc., presentó un Recurso de Reclamación en contra del pronunciamiento de la SVS. Finalmente, el 22 de diciembre de 2003, la Corte de Apelaciones de Santiago falló a favor de la SVS. Los acontecimientos se presentan a continuación.

En 1994 Quiñenco y Schörghuber, dueños en partes iguales de Inversiones y Rentas S.A. (IRSA), firmaron un pacto de accionistas para controlar a través de ésta a la Compañía Cervecerías Unidas (CCU), con el 61,58% de sus acciones.

El pacto de accionistas de IRSA era en relación a la administración de CCU y a una opción preferente de traspaso de acciones de IRSA entre los dos miembros del pacto controlador, no se contemplaba la posibilidad de vender a un tercero.

En marzo del año 2001, Schörghuber y Heineken suscribieron un acuerdo a fin de asociarse en un Joint Venture, para lo cual constituirían una sociedad. Entre los activos que se transferirían a esta nueva sociedad está el 50% del capital accionario de IRSA. El grupo Heineken era socio de Cervecerías Chile, el principal competidor de CCU en el mercado cervecero chileno. El directorio de CCU estimó que dicho acuerdo constituiría un hecho que afectaría en forma importante el desarrollo de la marcha de la empresa, por el conocimiento de la información que Heineken obtendría de ésta, debiendo considerarse también que el referido acuerdo generaría conflicto de intereses y podría incidir en el valor bursátil de la sociedad. Quiñenco inició las gestiones judiciales ante los tribunales arbitrales correspondientes contra aquellas empresas del grupo Schörghuber vinculadas a la propiedad de CCU.

El 14 de enero de 2003, Quiñenco anunció el término del proceso de arbitraje entre éste y el grupo Schörghuber, modificando el pacto de accionistas existente al permitir que Heineken pueda comprar la participación del grupo Schörghuber en IRSA dentro de un período de tres años. El acuerdo de accionistas estipula que Heineken no podrá competir con CCU en sus territorios establecidos de Chile y Argentina. También concede a CCU la producción exclusiva y los derechos de distribución de la marca Heineken en ambos países. Como parte del acuerdo alcanzado entre las dos partes, el grupo Schörghuber acordó pagar a Quiñenco un monto de US\$ 50 millones el 28 de enero de 2003. El 17 de abril de 2003 el grupo Schörghuber notificó formalmente a Quiñenco de la venta de sus acciones a una filial de Heineken Internacional B.V., de acuerdo a los términos y condiciones del pacto de accionistas con Quiñenco modificado.

El acuerdo entre las partes también incluyó distribuir un dividendo extraordinario sobre las utilidades acumuladas de CCU y por la venta de la cervecera Karlovacka en Croacia a Heineken, sujetos a la aprobación de sus accionistas.

Anheuser-Busch, la mayor compañía de cervezas de Estados Unidos, quien en ese entonces, mantenía un 20% de participación en CCU, recurrió a la SVS y en sus presentaciones afirmó que existía cambio de control, que es aplicable el artículo 199 letra c) y no el 10° transitorio, porque según su interpretación éste último solo sería aplicable cuando se traspasa la propiedad directa de la sociedad que hace oferta pública de sus acciones.

Al serle transferida la consulta a Quiñenco por parte de la SVS, ésta planteó que no eran aplicables las disposiciones del artículo 199 letra c)²³. Para que fueran aplicables, Heineken hubiera tenido que adquirir un número tal de acciones de IRSA que le permitiera obtener su control, esto es, i) asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores de IRSA; o ii) influir decisivamente en la administración de IRSA (artículo 97 de la LMV); supuestos que a juicio del regulador no se daban en este caso.

Por otro lado, Quiñenco argumentó que el artículo 10° transitorio contenía una excepción total, aunque transitoria, a la obligación del artículo 199 de adquirir a través de una OPA. Esa disposición “no se refiere sólo a las adquisiciones o enajenaciones directas”, término que no es utilizado en dicha norma. Por el contrario, la disposición transitoria se refiere únicamente a que los controladores actuales de las referidas sociedades “podrán optar por enajenarlas libremente”, vale decir, no hace la distinción entre las enajenaciones directas e indirectas.

Finalmente, la Superintendencia manifestó que *“es improcedente aplicar la letra c) del artículo 199 porque esa norma se refiere a la adquisición del control y no al mero cambio de uno de los miembros del grupo controlador, sin perjuicio además, que esa disposición no*

²³ La “transferencia de una consulta” es un procedimiento que permite a una contraparte aludida formular sus argumentaciones respecto de la materia que la involucra.

impone la obligación de efectuar una OPA al adquirente de las acciones de “un miembro del controlador” sino que sólo al adquirente de las acciones del “controlador” y siempre que dicha adquisición le permita obtener precisamente el control directo o indirecto de la sociedad que hace oferta pública de sus acciones, situación que en éste caso no se daba “.En consecuencia, como base para descartar la existencia de un cambio de control, la SVS argumentó, que al mantener ambas partes, un porcentaje igualitario sobre IRSA, Heineken no podría controlar a esta sociedad, con lo cual no se estaba frente a una toma de control. En relación al artículo 10° transitorio, la SVS no se pronunció en vista de que no correspondía realizar una OPA. Fue ante este pronunciamiento que Anheuser-Busch recurrió a la Corte de Apelaciones.

4 CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

Los objetivos iniciales que dieron origen a la idea de normar las ofertas públicas de adquisición de acciones, se han cumplido en forma amplia. Los prospectos exigidos han permitido entregar al mercado la información necesaria sobre las características de la OPA, la identificación del oferente y sus planes de negocios para la sociedad. Se han establecido plazos de duración de la OPA y se ha normado el nacimiento de OPAs competitivas. Esto también ha permitido que las OPAs representen un mecanismo más transparente y competitivo para adquirir el control de una sociedad que hace oferta pública de sus acciones. De vital importancia resulta ser el hecho de que se haya dado la oportunidad a los accionistas de la sociedad de analizar la oferta y decidir con toda la información disponible su participación, así como el haber establecido el sistema de prorrateo en aquellos casos en que haya exceso de oferta de acciones.

En base a la experiencia analizada, se puede concluir que la mayoría de las sociedades inscritas en el Registro de Valores de la Superintendencia optó por no acogerse al artículo 10° transitorio. Como posibles razones de ello, podrían ser el no tener la intención de vender el control durante el lapso de tres años, el castigo al precio de la acción por parte de los inversionistas, el efecto señal involucrado en la decisión de acogerse y la falta de quórum de aprobación.

Durante el año 2001, se evidencio la mayor cantidad de tomas de control y OPAs, así como de montos traspasados. La mayoría de las sociedades que cambiaron de control durante los últimos años, no se encontraban acogidas al artículo 10° transitorio.

Aunque la mayoría de las OPAs llevadas a cabo obedeció a tomas de control, una parte significativa de ellas se originaron por el hecho de que los nuevos controladores alcanzaron dos tercios de la propiedad, ya sea en la primera OPA o en las adquisiciones directas al ex-controlador. Esta obligación de realizar una OPA por el 100% de las acciones, puede haber contribuido a profundizar el grado de concentración de las sociedades objeto de la misma.

En base a las experiencias analizadas en el presente informe se propone hacer algunas modificaciones a la LMV y a la LSA.

1. Eliminar la obligatoriedad de una segunda OPA una vez obtenidos los dos tercios del control.

Eliminar la obligatoriedad de efectuar una OPA por el 100% de las acciones, dejando que actúe el derecho a retiro en el caso que se superen los dos tercios de la propiedad de una sociedad. De esta forma se mantiene la protección al accionista minoritario dándole una salida cuando el controlador alcance un poder absoluto.

En particular, se deberían al menos exceptuar del cumplimiento del artículo 69 ter de la LSA las siguientes situaciones:

- a) Aquel controlador que sobrepasó los 2/3 producto de la realización de una OPA por el 100% de las acciones de acuerdo al Título XXV de la Ley 18.045 y hubo accionistas que decidieron no participar en la OPA y quedarse en la sociedad;
- b) Aquella sociedad en que el controlador poseía más de los dos tercios de su propiedad y este control es traspasado a un tercero, con o sin OPA (podría exceptuarse de efectuar OPA por lo dispuesto en el artículo 199). La razón de esta excepción es que se considera que el accionista minoritario ya estaba en una sociedad en donde el controlador poseía más de los dos tercios (sin posibilidad de influir en la toma de decisiones o en el ejercicio de sus derechos políticos y con una situación de liquidez acotada para sus acciones), por lo que su situación dentro de la sociedad en esos términos no ha variado.

2. Control por medio de pactos de accionistas

Aclarar la situación del control de una sociedad a través de pactos, comenzando con la redacción del artículo 54 de la Ley 18.045 que se refiere a “una persona” que pretende tomar el control, por lo que en el caso de los pactos se complica su aplicación ya que no es una persona sino a través de un acuerdo que se pretende tomar el control. Lo mismo sucede con el artículo 199 letras a) y c). Es así como los artículos 54 y 199 de la misma ley deberían estar en concordancia con la definición de controlador del artículo 97.

Por otra parte el artículo 1° transitorio de la Ley 19.705, exceptúa de efectuar una OPA, de acuerdo a las normas del Título XXV, a aquellos pactos de accionistas que hubieren dado cumplimiento al artículo 14 de la Ley 18.046 y celebrados con anterioridad a la Ley de OPAS, cuando se produzcan operaciones de enajenación de acciones entre los miembros de dicho pacto. Este caso también debería quedar exento de la aplicación del artículo 69 ter de la LSA.

En relación a este aspecto no se puede dejar de mencionar la inquietud que existe respecto de los pactos firmados con posterioridad a la entrada en vigencia de la Ley 19.705 y que establecen cláusulas respecto del traspaso de acciones entre los miembros del pacto controlador y que de alguna manera habría que compatibilizar con la regulación de toma de control a través de OPA.

Cabe señalar que siempre subsiste la posibilidad de modificar el artículo 97 y eliminar la alternativa de ejercer el control a través de pactos, vale decir, permitir la constitución de pactos pero no reconocerlos como una forma de control.

3. Toma de control de sociedad “aguas abajo”.

Complementar la redacción de la letra c) del artículo 199 en el sentido que se señala que se debe realizar una OPA por las acciones de la sociedad aguas abajo pero no explicita que se deba tomar el control de dicha sociedad. Lo que significaría que se puede hacer una oferta pero a precios poco atractivos para los cuales no existan vendedores con lo que se estaría cumpliendo la ley, pero la disposición carecería de sentido. También es una alternativa eliminar esta letra si no hay una forma clara de hacerla cumplir.

4. Replantar la necesidad de que todas las sociedades se sujeten al procedimiento de OPAS.

Se ha interpretado que una sociedad hace oferta pública de sus acciones cuando dichas acciones están inscritas en el Registro de Valores de esta Superintendencia, lo que ha llevado a realizar OPAS innecesarias. En el artículo 199 se debería agregar una nueva excepción, que dice relación con aquellas sociedades anónimas que inscriben voluntariamente sus acciones en el Registro de Valores y no las inscriben en una bolsa o que estando inscritas en bolsa no han sido nunca transadas en ella.

5. Permitir el cierre de una sociedad por medio de “retiro obligatorio”

Analizar la factibilidad de agregar en la LSA una disposición de “retiro obligatorio” o “*squeeze out*”, que establezca la posibilidad de que el controlador pueda obligar a los accionistas minoritarios a venderle sus acciones a un precio pre-determinado. Esta opción solo sería factible una vez que el controlador supere un 95% de la propiedad accionaria.

REFERENCIAS

- Cabrera, Angel; Galetovic, Alexander; Quintana, Sergio y Zurita, Felipe. “Regulación de las Tomas de Control Corporativo: Discusión Teórica e Implementación Empírica”. Superintendencia de Valores y Seguros. Julio 2000.
-
- Clarke, Alvaro. “Politics en la Implementación de Gobiernos Corporativos”. Segunda Reunión del Foro Regional sobre el Sector Financiero Gobierno Corporativo. Noviembre 2003. Washington, D.C. Banco Interamericano de Desarrollo. http://www.iadb.org/sds/IFM/publication/gen_495_3529_e.htm
- Jensen M. y Meckling, W. “Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure” Journal of Financial Economics 3. 305-60, 1976
- Undurraga, Sergio “Ley de OPAs en Sociedades Anónimas” Puntos de Referencia, Centro de Estudios públicos, julio 1999