

6

# FOCUS

*Factores de Reforma en Gobierno Corporativo: Experiencias en Ofertas Públicas de Adquisición en Chile y Panamá*

Álvaro Clarke de la Cerda  
Carlos A. Barsallo

Prólogo por Mike Lubrano



Global  
Corporate  
Governance  
Forum



IFC  
International  
Finance  
Corporation  
World Bank Group

Copyright 2008.  
Corporación Financiera Internacional  
2121 Pennsylvania Avenue, NW  
Washington, DC 20433

*Todos los derechos reservados.*

*Las opiniones, interpretaciones y conclusiones expresadas en la presente publicación son las de los autores y no deben atribuirse en modo alguno a la Corporación Financiera Internacional, a sus instituciones afiliadas ni a los miembros de su Directorio Ejecutivo o a los países representados por éste. La Corporación Financiera Internacional no garantiza la exactitud de los datos que figuran en esta publicación ni acepta responsabilidad alguna por las consecuencias que su uso pudiera tener.*

*El material contenido en esta publicación está registrado como propiedad intelectual. Su reproducción y/o transmisión total o parcial sin la debida autorización puede constituir una violación de la legislación aplicable. La Corporación Financiera Internacional alienta la difusión de sus publicaciones y concede permiso al usuario de este estudio para copiar partes del mismo para uso personal y sin fines comerciales, sin otorgarle derecho alguno a revender, redistribuir o crear publicaciones derivadas de la presente.*

*Toda otra copia o uso de esta publicación requiere la autorización expresa por escrito de la Corporación Financiera Internacional.*

*Los permisos para copiar o reproducir una parte de estos materiales pueden obtenerse enviando una solicitud con toda la información necesaria a la siguiente dirección:*

**The International Finance Corporation**  
c/o the World Bank Permissions Desk  
Office of the Publisher  
1818 H Street, NW  
Washington, DC 20433

*Cualquier otra consulta sobre derechos y licencias, incluidos derechos subsidiarios, deberá dirigirse a la siguiente dirección:*

**The International Finance Corporation**  
c/o the Office of the Publisher  
World Bank  
1818 H Street, NW  
Washington, DC 20433  
Fax: +1 202-522-2422

# Factores de Reforma en Gobierno Corporativo: Experiencias en Ofertas Públicas de Adquisición en Chile y Panamá

Álvaro Clarke de la Cerda  
Carlos A. Barsallo

Prólogo por Mike Lubrano

Global Corporate Governance Forum  
Focus 6

## AGRADECIMIENTOS

El Foro Global de Gobierno Corporativo quisiera agradecer tanto a Álvaro Clarke de la Cerda como a Carlos Barsallo por su liderazgo en la promoción y avance del gobierno corporativo en Latinoamérica y por sus roles proactivos en sus respectivos países, tal como documenta esta publicación. Ambos ex- funcionarios han generosamente contribuido su tiempo a elevar la calidad del diálogo público sobre gobierno corporativo y, por consiguiente, el impacto del mismo en la actualidad de Latinoamérica. Sus excelentes relatos nos muestran con precisión los diferentes factores y resultados que están en juego cuando de reformas de gobierno corporativo se trata.

Asimismo, esta publicación no hubiese sido posible sin el generoso apoyo y cooperación entusiasta de las personas que se nombran a continuación. Al Foro le gustaría agradecer en primer lugar a Mike Lubrano, Director Ejecutivo - Gobierno Corporativo en Cartica Capital LLC y ex-gerente de la Unidad de Inversores y Prácticas Corporativas de la Corporación Financiera Internacional (IFC) por sus provechosas observaciones, análisis y comentarios a esta publicación. Además, el Foro desea reconocer el gran esfuerzo y compromiso de todos los miembros de su equipo que han estado involucrados en el proceso de crear esta publicación, en especial a Nancy J. Metzger y Santiago Chaher, Consultor en Gobierno Corporativo, quienes han trabajado en la edición y traducción. Finalmente, el Foro quisiera también reconocer la colaboración de Pilar Salgado Otónel por sus comentarios a esta publicación.

Este FOCUS se ha publicado como parte de una serie de guías prácticas en materia de reformas de gobierno corporativo.

## TABLA DE CONTENIDOS

|   |     |
|---|-----|
| Agradecimientos.....                                | ii  |
| Sobre los autores .....                             | v   |
| Prólogo por <b>Mike Lubrano</b> .....               | vii |
| Nota Introdutoria por <b>Nancy J. Metzger</b> ..... | xi  |

### El caso Chispas y la reforma de gobierno corporativo en Chile por **Álvaro Clarke de la Cerda**

|   |    |
|---|----|
| 1. Introducción.....                                    | 1  |
| 2. Antecedentes .....                                   | 2  |
| 2.1 El caso Chispas .....                               | 2  |
| 2.2 Las falencias de la regulación y la nueva ley ..... | 13 |
| 3. Desarrollando una reforma.....                       | 23 |
| 4. El mercado de capitales después de la reforma.....   | 33 |
| 4.1 La resolución del caso Chispas.....                 | 33 |
| 4.2 Un cambio cultural .....                            | 35 |
| 4.3 La actividad de tomas de control .....              | 38 |
| 5. Conclusiones.....                                    | 42 |
| 6. Bibliografía.....                                    | 45 |

### Las OPA en Panamá, algunas lecciones aprendidas en un sistema paradójico por **Carlos A. Barsallo**

|  |    |
|--|----|
| 1. Introducción .....  | 47 |
| 2. Características interesantes .....  | 47 |
| 2.1 ¿Regímenes contradictorios? .....  | 49 |
| 2.2 Paradoja: voluntarias por ley, ¿obligatorias en la práctica? .....       | 50 |
| 3. ¿Las otras opciones? .....  | 50 |
| 4. ¿Control disperso? .....  | 52 |
| 5. ¿La ley lo obliga? .....  | 53 |
| 6. El papel de la opinión pública, los medios de comunicación y la CNV ..... | 54 |

## TABLA DE CONTENIDOS (CONTINUADO)

|  |    |
|--|----|
| 7. La influencia de la opinión pública: ¿OPA Cervecería Nacional S.A.? .....             | 58 |
| 8. Algunas lecciones aprendidas de la primera OPA.....                                   | 61 |
| 8.1 El regulador de valores .....  | 61 |
| 8.2 Las empresas públicas y los oferentes .....  | 62 |
| 8.3 El regulador bancario .....  | 63 |
| 8.4 Los medios de comunicación .....   | 64 |
| 8.5 Los accionistas de las empresas públicas.....  | 64 |
| 8.5.1 Derecho a recibir un informe de la junta directiva de la<br>sociedad emisora ..... | 65 |
| 8.5.2 Derecho a un plazo de aceptación suficiente para tomar<br>una decisión.....        | 65 |
| 8.5.3 Igualdad de condiciones .....  | 65 |
| 8.5.4 Compra en forma prorrateada.....   | 65 |
| 8.5.5 Prohibición de comprar acciones fuera de la oferta .....                           | 66 |
| 8.5.6 Derecho a revocar la aceptación .....  | 66 |
| 8.6 El gobierno .....  | 66 |
| 9. Conclusiones.....   | 67 |
| 10. Bibliografía .....   | 68 |
| Lecturas y sitios de interés .....   | 69 |

## SOBRE LOS AUTORES

**Álvaro Clarke de la Cerda** se ha desempeñado en Chile como Subsecretario del Ministerio de Hacienda de Chile, Superintendente de Valores y Seguros y Secretario Ejecutivo del Comité del Mercado de Capitales del Ministerio de Hacienda. Además ha sido miembro de la Comisión Antimonopolio, miembro de la Comisión Presidencial de Reforma Previsional en Chile y Director de varias empresas. Actualmente es Presidente de ICR Clasificadora de Riesgos y Socio Principal de Clarke & Asociados. También es Director Académico del Centro de Gobierno Corporativo de la Universidad de Chile, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas; Miembro del Task Force Latin American Round Table on Corporate Governance, Banco Mundial, OCDE; y Director de IFINCORP, Fondo de Inversión Capital de Riesgo. En el plano internacional se ha desempeñado como Presidente de ASSAL (Asociación de Supervisores de Seguro de América Latina); Presidente del Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores; Vicepresidente de COSRA (Comisión de Reguladores de Valores de América); y Gobernador Alterno del BID.

El Sr. Clarke de la Cerda es Licenciado en Economía e Ingeniero Comercial por la Universidad de Chile y Master of Arts in Economics por la Universidad de Lovaina.

**Carlos Barsallo** se ha desempeñado como Comisionado de la Comisión Nacional de Valores de Panamá de 1999-2008. Fue Comisionado Presidente de la CNV hasta marzo 2008. Abogado visitante en la oficina de Nueva York de ALLEN & OVERY. Magistrado Suplente Especial en tres (3) oportunidades. Tercer Tribunal Superior de Justicia, Panamá. Abogado de la firma FÁBREGA, BARSALLO, MOLINO & MULINO. Ex Profesor de la Maestría de Derecho, Sociedades Comerciales, Universidad Latinoamericana de Ciencia y Tecnología (ULACIT). Nombrado por el Semanario Capital Financiero como Figura Pública del año 2006. Presidente del Consejo del Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV). Es evaluador experto formado por el Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial en materia de prevención de blanqueo de capitales y financiamiento del terrorismo. Asociado al Toronto Centre para el liderazgo en supervisión financiera. Facilitador y asesor de la Junta Directiva en materia de mercado de valores. Pertenece a la Asociación Panameña de Examinadores de Fraude (APEF) de la cual es Vicepresidente. Es miembro del Instituto Gobierno Corporativo-Panamá. El Sr. Carlos Barsallo es Doctor en Derecho, Cum Laude de la Universidad Complutense de Madrid, España. Master en Derecho Comercial, Universidad de París II, Francia.

Ha participado en el Programa de Instrucción para Abogados, Harvard University.  
Es Master of Laws de la Universidad de Pennsylvania y es Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas de la Universidad de Panamá.



## PRÓLOGO

por Mike Lubrano

En general, cuando se producen escándalos de amplia difusión pública relacionados con el mal gobierno, se suele exigir algún tipo de respuesta en el plano jurídico/regulatorio. Tras la crisis desatada en Asia oriental en 1997, la serie de colapsos de empresas en los Estados Unidos encabezados por Enron y los escándalos de Royal Ahold y Parmalat en Europa, los inversionistas y otras partes interesadas instaron enérgicamente a los gobiernos, legisladores y reguladores a “tomar medidas”. ¿Pero qué se debía hacer? Las circunstancias de cada crisis eran diferentes y rara vez había soluciones claras a la vista. Los políticos, reguladores y actores del sector privado solían discrepar con respecto a las causas subyacentes del escándalo en cuestión y, por lo tanto, tenían distintas opiniones sobre la receta que debía aplicarse para evitar que la situación se repitiera. Además, es evidente que los responsables de las políticas no operan en un entorno desprovisto de restricciones de carácter político, económico y práctico. Al pasar revista a los últimos 10 años de escándalos relacionados con el gobierno de las empresas en Asia, América y Europa, lo que se observa es una impresionante variedad de resultados en materia de políticas. En ciertas ocasiones, los gobiernos actuaron precipitadamente y en otras, con una gran lentitud. Algunas reformas tenían un amplio alcance; otras, objetivos muy acotados. En algunos casos, los gobiernos y los reguladores elaboraron respuestas en el marco de estrategias de más largo plazo, mientras que en otros sucumbieron al oportunismo desvergonzado. Naturalmente, los resultados y las reacciones de la comunidad y del mercado han sido mixtos y siguen siendo objeto de fuertes críticas y un intenso debate.

En los últimos 10 años, América Latina protagonizó sus propios escándalos en el ámbito del gobierno de las empresas, seguidos por la reacción de la opinión pública e iniciativas de reforma. Las manipulaciones fraudulentas relacionadas con las acciones sin derecho a voto, la toma del control de empresas y los retiros de cotizaciones promovieron los esfuerzos de Brasil por reformar la legislación sobre sociedades y títulos valores a partir de 2000. El caso de TV Azteca y otras instancias de tratamiento inadecuado de los inversionistas minoritarios provocó la reacción de la comunidad y la consiguiente reforma de la Ley del Mercado de Valores en México, lo que dio origen a la Sociedad Anónima Promotora de Inversión, una forma jurídica totalmente nueva tanto para las empresas que cotizan en bolsa como para las que no cotizan. También tuvieron lugar reformas importantes, aunque parciales, en Argentina, Colombia y Perú. Desde abril de

2000, los protagonistas de todos estos esfuerzos provenientes de los sectores público y privado se reúnen regularmente para intercambiar ideas y experiencias en el marco de la Mesa redonda sobre Gobierno Corporativo para América Latina, de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), co-organizada desde el comienzo con la Corporación Financiera Internacional (IFC) y respaldada durante todo el proceso por el Foro Global de Gobierno Corporativo (GCGF).

Estoy seguro de que la mayoría de los participantes en la mesa redonda, así como aquellos que participan en los mercados de capitales de América Latina verán en la respuesta de Chile ante el escándalo de “Chispas” de 1997 a la “abuela” de las reformas en materia de gobierno corporativo en la región. Cuando todavía se estaba asentando el polvo respecto de la apropiación indebida de acciones a gran escala por parte de funcionarios de empresas que manipulaban información privilegiada, el Ministerio de Hacienda de Chile conformó un equipo de reguladores, economistas, abogados, expertos internacionales, entre otros, para investigar las raíces del problema y proponer soluciones. El autor de esta monografía fue quien dirigió el equipo y se encargó, en su calidad de Superintendente de Valores y Seguros, de poner en práctica las recomendaciones. La historia que Álvaro Clarke relata en la presente obra se nutre de un análisis reflexivo, amplias consultas, una planificación estratégica, el seguimiento periódico de las realidades políticas y la indoblegable determinación de alcanzar el mejor resultado posible. Tal como lo demuestran las cifras de la actividad en el mercado de capitales de Chile que Álvaro Clarke presenta al final de esta publicación, la reforma que finalmente se promulgó alcanzó todos los objetivos propuestos—tratamiento justo de los accionistas y el restablecimiento de la credibilidad en los mercados de capitales chilenos—con muy pocas consecuencias negativas no deseadas. Aunque no necesariamente en cuanto al contenido, la experiencia de Chile constituye, al menos en lo que se refiere al proceso, un modelo de cómo llevar a cabo reformas en materia de gobierno corporativo en situaciones posteriores a las crisis. Ojalá pudiera decirse lo mismo de muchas otras reformas de esta índole en otras partes de la región (y del mundo!).

Es para mí un honor tanto profesional como personal haber sido uno de los asesores, en representación de la IFC, de la comisión especial constituida por el Ministerio de Hacienda en respuesta al escándalo de Chispas. Me complace saber que, después de todo el tiempo transcurrido, Álvaro Clarke sigue pensando que nuestra intervención fue un aporte importante al éxito final de la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo. Sin embargo,

también es justo mencionar que en más de una ocasión nuestro equipo expresó cierto escepticismo sobre la viabilidad política del alcance de la reforma que el equipo de Álvaro Clarke pretendía llevar adelante. En un principio creíamos, sobre la base de la experiencia en mercados que considerábamos similares al chileno, que un requisito general para una oferta pública de adquisición de acciones abierta a todos los accionistas al mismo precio que el que se pagaba al controlador encontraría una fuerte oposición. Recomendamos a la comisión que considerara otras opciones que, aunque menos equitativas para los accionistas minoritarios, tendrían, a nuestro entender, más posibilidades de ser aprobadas por la legislatura. Don Álvaro, con su inalterable caballerosidad, escuchó pacientemente nuestro consejo y nos recordó, con una convicción igualmente inalterable, que la comisión no había sido conformada para proponer medidas a medias y que, si bien la solución de compromiso era inevitable, estaban seguros de que la comisión y sus miembros podían manejar las fuerzas políticas. Finalmente, los hechos demostraron que los asesores internacionales subestimamos la capacidad de personas inteligentes, capaces y decididas como las que tenía a su cargo Álvaro Clarke para hacer un gran avance en el desarrollo del mercado de capitales. Fue una valiosa lección para todos los asesores externos y una lección que espero no olvidar jamás.

**Mike Lubrano**

Ex-Gerente de la Unidad de Inversores y Prácticas Corporativas  
Corporación Financiera Internacional (IFC)



## NOTA INTRODUCTORIA

por Nancy J. Metzger

El Foro Global de Gobierno Corporativo, a menudo tiene el beneficio y posición aventajada de observar cómo reformas de gobierno corporativo igualmente bien intencionadas suelen tener resultados dramáticamente diferentes de un país a otro. Esto es a menudo porque, como con la mayoría de las cuestiones que involucran a los mercados, cada mercado tiene su propia cultura, actores institucionales e individuales, y en consecuencia, sus propios agentes y factores de reforma.

Este número de FOCUS, que narra las experiencias del caso Chispas y reformas relacionadas con las OPA en Chile, y a su vez, es presentado comparativamente con las experiencias de reforma concernientes a las OPA en Panamá, ofrece un vistazo a este mercado dinámico, demostrando cómo los interesados, a través de diferentes acciones y reacciones en los procesos de reforma, realmente hacen una diferencia en el resultado final.

El caso Chispas presentado en la primera mitad de esta publicación es el clásico caso de una reforma para proteger accionistas minoritarios nacido de un escándalo en Chile. La experiencia de Panamá es, además de un comentario paradójico a la experiencia chilena, es el caso de una reforma de protección a accionistas minoritarios introducida por el regulador de valores panameño. En reacción, los interesados rechazaron la propuesta de reforma en teoría, hicieron que la iniciativa fuese abatida en los tribunales de justicia, pero la aceptaron y siguieron en la práctica. Y continúan aún haciéndolo hoy.

El Foro tiene el privilegio de tener a los dos ex Presidentes de las comisiones de valores, Álvaro Clarke en Chile y Carlos Barsallo en Panamá, quienes fueron los principales actores e instigadores de las reformas de gobierno corporativo en sus respectivos países, compartiendo aquí sus reflexiones sobre lo que aprendieron de las experiencias de reforma en sus respectivos países. Continuando con esa lógica, al leer la presente publicación, le invitamos a examinar y considerar las preguntas de por qué y cómo las acciones y reacciones de cada agente y factor del mercado dieron forma y afectaron ambos resultados de la manera en que sucedió.

### **Nancy J. Metzger**

Oficial de Proyectos para Latinoamérica,  
Foro Global de Gobierno Corporativo



# EL CASO CHISPAS Y LA REFORMA DE GOBIERNO CORPORATIVO EN CHILE

por Álvaro Clarke de la Cerda

## 1. INTRODUCCIÓN

Este artículo explora el efecto que han tenido las reformas a la regulación de gobierno corporativo en el año 2000 sobre el mercado de capitales de Chile. Después de siete años de implementación de la nueva ley es posible contar con una visión más informada sobre los elementos positivos y negativos que el fortalecimiento de la regulación de gobierno corporativo ha traído consigo.

La primera parte de este artículo analiza los antecedentes de la nueva ley, centrándose en un controvertido caso en Chile, el caso Chispas, el cual dio origen a la necesidad de reforzar el área de gobierno corporativo y, especialmente, de tomas de control. El caso Chispas es analizado en detalle en esta sección, para dar paso a un análisis de las falencias regulatorias que debieron ser subsanadas a través de la nueva regulación. Finalmente se estudia la nueva ley en sus principales elementos constitutivos.

La segunda parte estudia el proceso de reforma, es decir, todos los elementos que interactuaron durante el período de estudio, discusión y tramitación de la nueva ley. En este plano se toman en cuenta los aspectos políticos involucrados, las diferencias de opinión que se suscitaron, la estrategia para promover la reforma y el modelo que finalmente primó.

La tercera parte se aboca a la exposición de los principales efectos que la nueva legislación tuvo sobre el mercado chileno, no sin antes destacar la resolución del mencionado caso Chispas por la Corte Suprema de Chile. Acto seguido estudiamos los cambios culturales en la comunidad empresarial y financiera que conllevó la aplicación, conocimiento y familiarización con la nueva regulación. Asimismo se analizan otros casos de tomas de control y gobierno corporativo que resultan interesantes de estudiar, con el fin de observar de manera integral el nuevo escenario del mercado de capitales chileno.

## 2. ANTECEDENTES

En diciembre del año 2000 el Congreso chileno aprobó una importante reforma a la legislación del mercado de capitales, conocida como “Ley de oferta pública de adquisición de acciones (OPA) y gobierno corporativo” (ley de OPA). Con este paso se daba inicio a una nueva etapa en la regulación financiera y se cerraba otra, que se había originado en un controvertido caso conocido como el “Caso Chispas”.

### 2.1 El caso Chispas

En 1997, Endesa Chile, entonces la mayor generadora eléctrica privada de Iberoamérica, captó el interés de Endesa España, generadora eléctrica española, la cual comenzó negociaciones con su sociedad matriz, Enersis, para una posible adquisición de Endesa Chile, sin relación para ese entonces con Endesa España. Las negociaciones se llevaron en forma secreta en un principio entre personeros de Endesa España y los llamados “gestores clave”, que incluían al entonces gerente general de Enersis y presidente de Endesa Chile y otros altos ejecutivos de Enersis,

Las acciones serie B de Chispas, con un 0,06% de la propiedad poseían el control efectivo de la sociedad, de acuerdo a los estatutos de la misma...y estaban totalmente en manos del gerente general y otros trece accionistas, los denominados “gestores clave”.

los cuales además poseían importantes participaciones en las llamadas acciones “Chispas”.

Chispas era un nombre genérico con el que se conocía a un conjunto de sociedades que poseían el 29% de la propiedad del holding Enersis (ver diagrama). Enersis, a su vez, poseía el 20% de propiedad de Endesa Chile. Sin embargo, las acciones Chispas consistían en dos series distintas. Las acciones serie A poseían el 99,94% de propiedad de las sociedades

Chispas, pero las acciones serie B, con un 0,06% de la propiedad, poseían el control efectivo de estas sociedades de acuerdo a los estatutos de la sociedad. Las acciones serie A estaban en manos de muchos inversionistas minoritarios, especialmente fondos de pensiones y empleados o ex empleados del grupo Enersis, en tanto las acciones serie B estaban totalmente en manos del gerente general y los otros trece accionistas, es decir, en manos de los “gestores clave”.

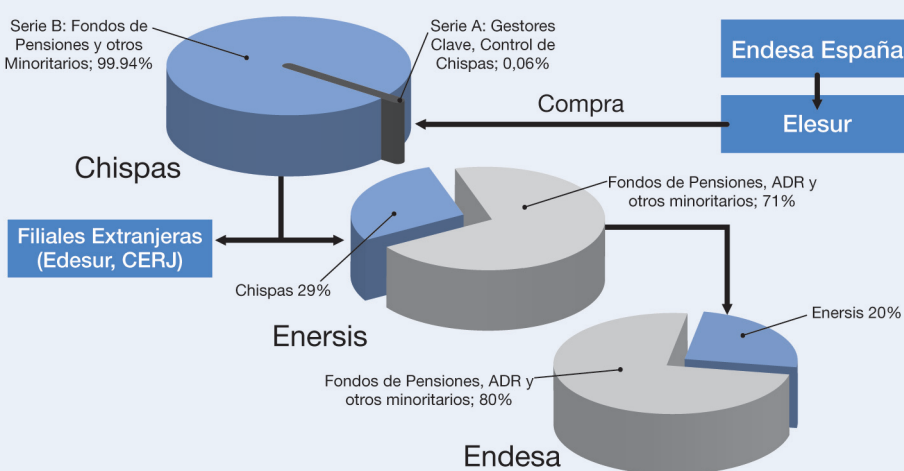


Esta estructura de propiedad fue el resultado de la privatización de la empresa a fines de los ochenta, bajo la cual se ofreció a los trabajadores de Endesa la posibilidad de adquirir acciones de ésta como parte de un plan de compensación. Además, los “gestores clave” adquirieron un porcentaje de la propiedad de Chilectra, antiguo controlador estatal de Enersis, y, a través de una alambicada maniobra, se reformaron los estatutos de Enersis para la creación de un esquema de control por medio de las empresas Chispas.

La propiedad que tenían las sociedades Chispas (29% de Enersis), le permitía a aquéllas designar a dos de los siete directores de Enersis y participar en la designación de los directores de todas sus filiales. En consecuencia, y conforme a la definición legal de “control societario”, las sociedades Chispas tenían la calidad de controladoras de Enersis.

Por lo tanto, los “gestores clave”, como dueños de acciones serie A (aproximadamente 20%) y serie B (100%), y en consecuencia, controladores efectivos de las sociedades Chispas, elegían al menos 2 de los 7 directores de Enersis y ejercían influencia significativa en la designación de los directores de sus filiales. Por otro lado, los “gestores clave” se habían ganado la adhesión y confianza de los accionistas de Enersis y Endesa Chile, lo que les permitía auto elegirse en los directorios de estas empresas, quedando como controladores efectivos de Enersis y de Endesa Chile.

**Cuadro 1: Situación antes del ingreso de Endesa España**



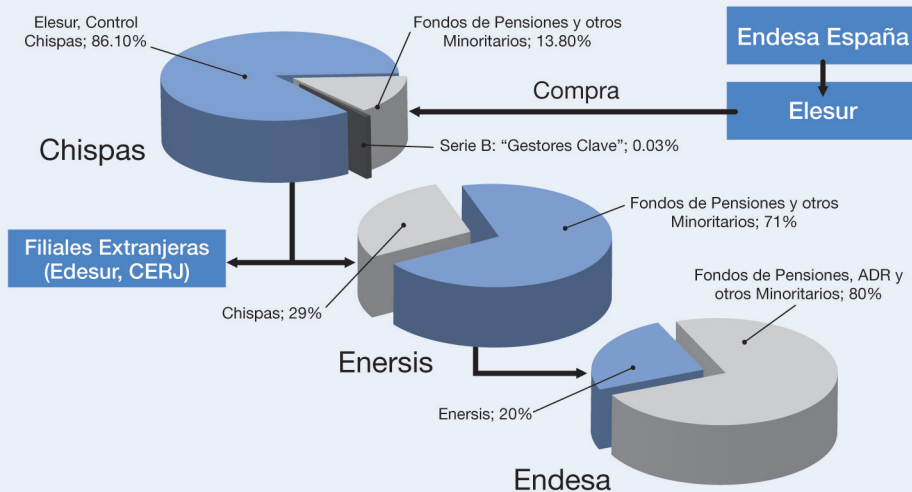
Endesa España buscaba adquirir de parte de los “gestores clave” las acciones serie B por US\$500 millones, pero también las acciones serie A. De manera que Endesa España condicionó el pago por la mitad de las acciones serie B al éxito

Los “gestores clave” trabajaron en persuadir a los accionistas de las Chispas en vender sus acciones al precio ofrecido por Endesa España ya que ésta había condicionado comprar la acciones B de Chispas sólo si tenía éxito en adquirir también las acciones A.

de la adquisición de las acciones serie A. Con ese fin incluyeron una cláusula en este sentido en un contrato celebrado con los gestores clave. Las acciones serie A, en tanto, le demandarían a Endesa España alrededor de US\$1.000 millones. Bajo esta estrategia los “gestores clave” trabajaron en persuadir a los accionistas de las Chispas en vender sus acciones al precio ofrecido por Endesa España. Endesa España establecería en Chile un poder comprador, una sociedad llamada Elesur, a través de la cual adquiriría

las acciones Chispas que le permitirían controlar Enersis y, en consecuencia, la generadora de electricidad privada más grande de América Latina.

Cuadro 2: Situación después del ingreso de Endesa España



Sin embargo, Endesa España, a través de Elesur, pretendía el control efectivo de Enersis y de todas sus filiales, no solamente de las sociedades Chispas ni sólo el control legal de Enersis. Como se verá más adelante, en el marco de los contratos secretos firmados entre Enersis y Endesa España, para lograr este fin los “gestores clave” se obligaron con Endesa España a ejercer su poder de administración en forma tal que Endesa España pudiera ejercer una influencia en la administración del grupo Enersis mucho mayor a la que le correspondía de acuerdo a su propiedad accionaria.

En agosto de 1997, Endesa España abrió la opción de compra para adquirir las acciones Chispas y en pocas semanas ya contaba con la mayoría de estas acciones y el 25% de la propiedad de Enersis. El tamaño de la toma de control así como la particularidad de la operación generó una gran publicidad, en especial por la gran diferencia entre los precios ofrecidos para las acciones serie A y serie B, la cual alcanzó hasta más de 1.000%. Los precios de las diferentes acciones serie A eran diferentes, pero en promedio Endesa España pagó Ch\$220 (US\$0,53) por cada acción serie A, la que equivale al 99,94% de la propiedad. Por el 49% de las acciones serie B pagó US\$250 millones, es decir por casi la mitad de la propiedad de la serie B o 0,03% de la propiedad de las Chispas (la serie B tenía el 0,06% de la propiedad). Por lo tanto, por cada punto porcentual de propiedad, las acciones serie A recibían más o menos US\$10 millones, mientras que las acciones serie B recibirían en teoría US\$8.333 millones, es decir 833 veces el valor de las acciones serie A. Ese era el valor del control de esas sociedades. El proceso de adquisición de acciones, sin embargo, se mantenía dentro de la legalidad vigente, en el supuesto que aún no se contaba con un marco regulatorio para tomas de control.

El tamaño de la toma de control así como la particularidad de la operación generó una gran publicidad, en especial por la gran diferencia entre los precios ofrecidos para las acciones serie A y serie B, la cual alcanzó hasta más de 1.000%.

Como reflejo de las dudas respecto de los precios pagados, en paralelo al poder de compra abierto por Endesa España una corredora de bolsa abrió otro poder de compra sobre una de las sociedades Chispas, llamada “Luz”. Esta sociedad

mantenía el 2,86% de Enersis. Por otro lado, Moneda Asset, un fondo de inversiones, lideró una iniciativa oponiéndose a la venta de las sociedades Luz a Endesa España, argumentando lo insuficiente del precio pagado y recomendando mantener la acción o vender a la corredora que abrió el otro poder de compra

Un grupo de inversionistas, se opuso a la venta de las sociedades Luz a Endesa España, recomendando mantener la acción o vender a mejor precio... abriendo un precedente en el activismo de los accionistas en Chile.

y que ofrecía un mejor precio. Esta operación logró que Endesa España solamente pudiera adquirir el 26,2% de la propiedad de Enersis, en vez del 29% del total perteneciente a la Chispas, por lo que Endesa España vio peligrar el cumplimiento de su objetivo. Lo más importante de esta operación fue que el grupo de inversionistas, liderado por Moneda Asset, abrió un precedente en el activismo de los accionistas en Chile.

En los primeros días de octubre se dieron a conocer al público más detalles respecto a los contratos secretos. Estos detalles se habían revelado con bastante anticipación en los documentos que Endesa España había presentado a la SEC (Securities and Exchange Commission) de EE.UU. (como emisor de ADR) y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, pero éstos eran desconocidos en Chile.

Entre los nuevos antecedentes (ver recuadro) figuró un pago de US\$60 millones a los ejecutivos principales de Enersis, condicionados a la obtención de un cierto nivel de utilidades para el período 1997-2001. Adicionalmente, se disponía que Endesa España podría incursionar en otros mercados si es que Enersis no estuviera de acuerdo en hacerlo en forma conjunta. Además, se disponía la facultad de Endesa España de designar un gerente general adjunto en Enersis y Endesa Chile.

## Los contratos secretos entre Endesa España y Enersis

Los contratos secretos firmados entre Endesa España y Enersis, representado por su gerente general y uno de los gestores clave, fueron cuatro: el contrato de alianza estratégica; el Contrato de gestión; el contrato de promesa de compraventa del 49% de las acciones serie B de las Chispas y el contrato de compraventa del 51% de las acciones serie B de las Chispas. Una vez difundidos al público, el directorio de Enersis expuso su rechazo a estos acuerdos y Endesa España acordó su anulación. Estos contratos no eran ilegales per se, es decir en forma aislada. Lo que más tarde consideraría la Superintendencia de Valores y Seguros era la ilegalidad del actuar de los directores, quienes firmaron estos acuerdos en contravención de las disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas, principalmente en violación de su deber fiduciario para con los accionistas.

### EL CONTRATO DE ALIANZA ESTRATÉGICA

Bajo este acuerdo Endesa España expresa su decisión de adquirir dos tercios de los derechos políticos de las acciones serie A de las Chispas. Se estipulaba además que la “alianza estratégica” consistiría en el desarrollo de inversiones en el sector energético latinoamericano, constituyendo con ese fin una sociedad inversora (Endesis), cuyo presidente correspondería al gerente general de Enersis durante los primeros cinco años.

### EL CONTRATO DE GESTIÓN

Los gestores clave asumen el compromiso de seguir desempeñando sus funciones dentro del Grupo Enersis, sin que puedan cesar en sus funciones durante los primeros cinco años. Endesa España expone que los gestores clave, debido a su posición accionaria, junto a su capacidad y experiencia, pueden disponer y ejercer en su conjunto de un esquema corporativo y fáctico que les atribuye el control de Enersis y las sociedades de su grupo. Los gestores clave asumen compromisos en políticas de designación de directorios de Enersis y Endesa Chile. Se acuerda que, durante los primeros cinco años, cualquier modificación sustancial de la política de inversión y financiación, así como de la política de dividendos de Enersis y Endesa Chile y sus respectivas filiales, deberá ser adoptada de mutuo acuerdo por Endesa España y los gestores clave.

### **EL CONTRATO DE PROMESA DE COMPRAVENTA DEL 49% DE LAS ACCIONES SERIE B DE LAS CHISPAS**

Endesa España pagaría US\$255 millones por estas acciones, el cual sería abonado: i) En cinco cuotas anuales de US\$39 millones y, ii) Una cuota de US\$60 millones en el año cuarto, siempre y cuando la suma de las utilidades líquidas de Enersis entre los ejercicios 1997 y 2001 superaran la cifra de US\$600 millones. Si dentro de los cinco años siguientes Endesa España perdiera el control de Enersis, los gestores clave perderían el derecho a percibir parte del precio aún pendiente de pago. Se declara que, para los gestores clave, todos y cada uno de los aspectos y materias contenidos en el contrato se pactaron considerando esencial la absoluta reserva y confidencialidad que habría de mantenerse respecto de los mismos, asumiendo las partes dicha obligación.

### **EL CONTRATO DE PROMESA DE COMPRAVENTA EL 51% DE LAS ACCIONES SERIE B DE LAS CHISPAS**

El precio de esta compraventa fue de US\$250 millones que Elesur (filial de Endesa España) pagó a los gestores clave, y en donde además se obliga a adquirir las acciones serie A mediante una oferta pública a sus accionistas. Los vendedores y los gestores clave se obligaron a colaborar en el éxito de la adquisición de las acciones serie A.

Los contratos fueron dados a conocer por la prensa chilena en medio de la controversia por el caso Chispas, provocando un giro repentino y decisivo en el curso de los acontecimientos. De esta manera, queda de manifiesto el rol de un periodismo objetivo e incisivo en el logro de buenos gobiernos corporativos.

En una reunión de directorio extraordinaria de Enersis, convocada a requerimiento de la Superintendencia de Valores y Seguros, los directores electos por los accionistas minoritarios, es decir por las Administradoras de Fondos de Pensiones, expusieron que desconocían los términos del acuerdo entre los “gestores clave” y Endesa España y manifestaron su oposición a la “alianza estratégica”. El directorio de Enersis decidió pedir la renuncia al gerente general, y Endesa España por su lado, aceptó revisar los acuerdos de la “alianza estratégica”.

Varios de los aspectos que hicieron de éste un caso tan controvertido se relacionaban con materias que no estaban consideradas en la legislación, incluyendo el proceso mismo de tomas de control. Dichas falencias de la

regulación se explican más adelante. Sin embargo, se consideró que la negociación llevada a cabo por los “gestores clave” y Endesa España no escapaba al marco regulador vigente durante aquella época. La Superintendencia de Valores y Seguros consideró en aquel entonces las siguientes violaciones de la ley en que incurrieron los gestores clave:

- (1) Vulneraron la Ley de Sociedades Anónimas en cuanto a la obligación de los directores de mantener los mismos deberes, no solamente con quien los eligió o con algún accionista en especial, sino con todos los accionistas y con la sociedad.

Efectivamente, Endesa España estaba contratando con estos ejecutivos la designación de directores y ejecutivos en el grupo Enersis y la adopción de acuerdos en materias relativas a políticas de inversión, reparto de dividendos, y otras de igual relevancia precisadas en el contrato de gestión y de promesa de compraventa del 49% de las acciones serie B de las Chispas, independientemente de la bondad para Enersis o para el resto de los accionistas de estas maniobras.

- (2) Quebrantaron la prohibición consagrada en la Ley de Sociedades Anónimas en relación al uso en beneficio propio o de terceros relacionados de oportunidades comerciales de que tuvieron conocimiento en razón de su cargo. La Superintendencia determinó que fueron precisamente los cargos que detentaban los que les permitieron conocer el interés de Endesa España de adquirir el control de Enersis, a la que luego se le transfirió dicho control por la vía de vender sus propias acciones en las sociedades Chispas, incorporándose en forma disimulada en el precio de venta de las acciones serie B una clara retribución por las prestaciones, compromisos de colaboración y lealtad con Endesa España.

Los directores electos por los accionistas minoritarios de Enersis expusieron que desconocían el acuerdo entre los “gestores clave” y Endesa España y manifestaron su oposición a la “alianza estratégica”. El directorio de Enersis decidió pedir la renuncia al gerente general, y Endesa España por su lado, aceptó revisar los acuerdos de la “alianza estratégica”.

- (3) Vulneraron la Ley de Sociedades Anónimas, que prohíbe privilegiar el interés propio de los directores o de terceros relacionados por sobre el interés social cuando se trata de adoptar decisiones para la sociedad, y que prohíbe asimismo ocultar información al resto de los directores y a los accionistas. Efectivamente, se consideró que los ejecutivos ocultaron información a los restantes directores y accionistas al no informar en ninguno de los directorios de las Chispas ni de Enersis ni sus filiales el interés de Endesa España en ingresar a la propiedad de aquélla, ni sus intenciones de venderle las acciones de las que eran titulares, ni los acuerdos con Endesa España para ejercer el poder de administración, asumiendo los compromisos solamente con este último accionista. En estos mismos contratos no revelados se estipuló que, si Endesa España obtuviera ahorros efectivos en los pagos realizados por las compras efectuadas en las OPA de las acciones serie A, entonces los primeros US\$16 millones ahorrados se pagarían a los gestores clave. Igualmente los gestores clave se comprometieron y aseguraron la permanencia de un conjunto de ejecutivos en el grupo Enersis y uno y eventualmente dos puestos en el directorio de Endesa de España.
- (4) Infringieron la misma ley que prohíbe usar los cargos de directores para obtener privilegios personales, porque efectivamente privilegiaron sus calidades de accionistas serie B de las Chispas a sus respectivas condiciones de directores de ellas, al acordar con Endesa España traspasar el esquema de control que detentaban en el Grupo Enersis mediante la venta de las acciones serie A y B de las Chispas, lo que les permitiría retener para sí un tercio de los US\$1.500 millones que Endesa España estaba dispuesta a pagar por la operación, en vez de privilegiar el traspaso de control mediante la venta directa de acciones de Enersis por parte de las Chispas. Esto habría permitido a los accionistas de las Chispas obtener un precio mayor al que recibieron en la OPA, ya que casi el cien por ciento de los US\$1.500 millones que Endesa España estaba dispuesta a pagar por la operación se habría distribuido entre los accionistas serie A de las Chispas.
- (5) Quebrantaron sus deberes de diligencia y cuidado al incorporar y/o permitir la incorporación de las cláusulas en el Contrato de Alianza Estratégica que comprometían gravemente el desarrollo de Enersis, así como también por los efectos que provocaría en ésta y sus filiales la suscripción de los restantes contratos que dieron origen a la operación Enersis (incursión en otros mercados si es que Enersis no estuviera de acuerdo en hacerlo en forma conjunta, y facultad de Endesa España de designar un gerente general adjunto en Enersis y Endesa Chile).



- (6) Finalmente, y sólo tratándose del gerente general de Enersis, se vulneró la disposición de la Ley de Sociedades Anónimas, que establece que cuando un director tenga interés en una negociación, sólo procede la contratación cuando ésta es: i) conocida por el directorio; ii) aprobada por el directorio; y iii) se ajusta a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. En este caso la norma se extiende al gerente general de Enersis, como representante del directorio de Enersis, al no excusarse de realizar el encargo de negociar y suscribir en representación de ésta el Contrato de Alianza Estratégica, toda vez que a esa fecha negociaba la venta de sus propias acciones serie B de las Chispas y la suscripción de otros contratos en los que tenía personal interés. Tampoco informó de tales negociaciones al directorio.

La Superintendencia de Valores y Seguros reforzó su posición de la siguiente manera: *“En síntesis, se puede apreciar que los compromisos recíprocos de que dan cuenta los elementos descritos prueban y evidencian claramente los conflictos de interés con que actuaron los gestores clave y que malamente resolvieron en su beneficio personal y en el de Endesa España. No en vano las propias personas que actuaron como negociadores y/o partícipes por Endesa España en los contratos de esta operación han declarado expresamente y por separado que a los gestores clave se les había encomendado ni más ni menos que la gestión de los intereses que Endesa España iba a tener en relación con el grupo Enersis, debiendo estos gestores cuidar de ellos actuando a nombre y por cuenta de Endesa España<sup>1</sup>”*.

De esta manera, y bajo estos argumentos, en diciembre del año 1997 la Superintendencia de Valores y Seguros aplicó una sanción en forma de multa que totalizó US\$66 millones para el gerente general de Enersis (y presidente de Endesa Chile) y los otros cinco integrantes del grupo de “gestores clave” quienes, a su vez, eran directores de sociedades del grupo Enersis.

1 Ver SVS (2007)

## Las atribuciones de la Superintendencia de Valores y Seguros empleadas en el caso Chispas

La Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y Seguros le otorga atribuciones para interpretar administrativamente, en materias de su competencia, las leyes, reglamentos y demás normas que rigen a las personas o entidades reguladas. De esta manera, correspondía a la Superintendencia hacer cumplir las disposiciones de la Ley de Sociedades Anónimas y del Mercado de Valores.

En el cumplimiento de sus labores la Superintendencia puede examinar todas las operaciones, bienes, cuentas, archivos y documentos de los sujetos o actividades fiscalizados y requerir de ellos o de sus administradores, asesores o personal los antecedentes y explicaciones que juzgue necesarios para su información. Asimismo, llamar a junta extraordinaria de accionistas si las circunstancias lo ameritan, como ocurrió efectivamente. No obstante, en la época del episodio del Caso Chispas, las entidades supervisadas por la Superintendencia no tenían la obligación de divulgar la misma información que divulgaban en mercados extranjeros en su calidad de emisores. Dicha falencia se eliminó en la Ley de OPA.

La Superintendencia también está facultada para recurrir a abogados externos con el fin de hacerse representar en tribunales. Es así como durante el transcurso de los juicios en torno a este caso la Superintendencia pudo contar con los servicios de una prestigiosa firma de abogados, cuya labor representó un factor clave en el éxito logrado en tribunales. Estos servicios fueron financiados en parte por el Ministerio de Hacienda. Esto también nos sugiere la importancia de que el regulador pueda contar incondicionalmente con un adecuado apoyo de recursos financieros en la etapa de litigación de los juicios.

## 2.2 *Las falencias de la regulación y la nueva Ley*

El episodio Chispas implicó una serie de acontecimientos que servirían más tarde como experiencia esencial en el diseño de una regulación para procesos de tomas de control y de gobiernos corporativos en general.

Esta experiencia se resume en los siguientes puntos:

- (1) La asimétrica repartición del premio por control, evidenciada en la asimétrica oferta de compra por las acciones serie A y serie B de las sociedades Chispas,
- (2) la capacidad de accionistas con mayor poder de negociación para obtener mejores condiciones de venta de sus acciones que el resto de los accionistas,
- (3) la entrega de información esencial a reguladores extranjeros en relación con un proceso que involucraba una sociedad listada chilena sin que eso representara la obligación de entregar la misma información en el mercado local, generándose asimetrías regulatorias,
- (4) la falta de procedimientos para informar adecuadamente a los accionistas respecto de una toma de control,
- (5) la inexistencia de vías de salida para aquellos accionistas que decidían no vender sus acciones en el proceso de toma de control y,
- (6) el vacío de control que significaba el no derecho a voto por parte de los tenedores de ADR. En el caso de Enersis los estatutos cedían el voto al presidente del directorio, aumentando el poder de los accionistas controladores.

La ley de OPA se creó para proteger adecuadamente a los accionistas minoritarios. Consideró temas claves como las ofertas públicas de acciones obligatorias en caso de cambio de control y mejores gobiernos corporativos, tales como la implementación obligada de los Comités de Directores, la regulación de las operaciones entre partes relacionadas y los derechos de los tenedores de ADR.

## La ley de OPA y Gobiernos

Corporativos se creó para proteger adecuadamente a los accionistas minoritarios. La ley de OPA buscó alinear los intereses de quienes participan de la administración y quienes lo hacen de la propiedad.

Antes de la promulgación de la ley era posible que una persona pudiera comprar el control de una determinada empresa listada en bolsa pagando un alto sobreprecio al accionista mayoritario y dejando sin participación al resto de los accionistas, es decir, faltando claramente al deber fiduciario, que en este caso recae sobre el controlador<sup>2</sup>.

Aunque ya se habían llevado a cabo OPA antes de la promulgación de la Ley, no existían procedimientos estándar que garantizaran una adecuada competencia y simetría de derechos. Por ejemplo, éstas a veces no empleaban el criterio de prorrateo (toma de control del Banco de Santiago en 1995). Además, algunas OPA omitían cierta información, tal como el objetivo de ésta, y el porcentaje de propiedad que se buscaba adquirir. Los períodos durante los cuales se aceptaban ofertas diferían, y en ocasiones eran excesivamente cortos (la misma toma de control de Banco Santiago). No eran incluidos todos los accionistas (Banco Santiago, por ejemplo, no incluyó a tenedores de ADR). Asimismo, se hicieron OPA por las sociedades matrices en lugar de las filiales, con el fin de tomar el control de estas últimas (Campos Chilenos en vez de la azucarera Iansa por la empresa española Ebro en 1999).

En consecuencia, la mayoría de las veces el accionista minoritario era el que menos injerencia y capacidad de negociación tenía en el proceso, y muchas veces debía observar como se traspasaba el control sin la posibilidad de participar mayormente porque no siempre, a diferencia de la nueva regulación, las tomas de control tenían las características de ser “públicas”.

De esta manera, la ley de OPA buscó alinear los intereses de quienes participan de la administración y quienes lo hacen de la propiedad, evitando además la venta de activos de la sociedad a precios distintos a los prevalecientes en el mercado,

2 Esto se dio en las grandes tomas de control antes del año 2000, como por ejemplo: la empresa de telecomunicaciones Entel por parte de Stet Internacional, quien negoció con Chilquinta que a la sazón era el controlador de ENTEL; o el emblemático caso de las sociedades Chispas por Endesa España, quien negoció con los ejecutivos controladores. También se dio con las tomas de control de Cruz Blanca Isapre y A.F.P. Santa María por parte de ING American Insurance Holdings, quien negoció el traspaso de la propiedad en los Estados Unidos con los accionistas controladores.

junto con la transferencia de oportunidades de negocios de la sociedad a terceras personas, estableciendo las responsabilidades de quienes participan en la gestión.

A la luz de estas lecciones, surgía la necesidad de llevar a cabo una reforma en el área de gobiernos corporativos y en especial de tomas de control, que estableciera un equilibrio de derechos entre los distintos accionistas de la sociedad anónima. La Ley de OPA y Gobiernos Corporativos se hizo cargo de estos elementos, creándose un cuerpo de normas legales que: 1) establece la oferta pública de acciones (OPA) obligatoria, adecuadamente informada y a prorrata para todos los accionistas, toda vez que la adquisición permita un cambio de control de la sociedad, 2) establece el pronunciamiento del directorio tratándose de transacciones en las cuales algún director tenga interés, y contempla procedimientos para establecer la equidad de la transacción, 3) crea la figura del “Comité de Directores” (equivalente al “Comité de Auditoría” y al “Comité de Compensaciones”) con el fin de contribuir a la adecuada supervisión de la sociedad y en especial respecto de las transacciones entre partes relacionadas, 4) amplía las causales de derecho a retiro a situaciones tales como una alta concentración de la propiedad (2/3 de las acciones) o enajenación de una alta proporción de los activos, 5) crea la figura de acción civil derivada y, por último, 6) reconoce derechos políticos a los tenedores de ADR.

Gracias a este conjunto de normas legales es que Chile ha resultado ser el país mejor evaluado en esta área en América Latina.

En gran parte gracias a este conjunto de normas legales es que Chile ha resultado ser el país mejor evaluado en esta área en América Latina y fue situado en una excelente posición a nivel internacional por agencias evaluadoras externas.

Es así como en el año 2001 el banco Santander Central Hispano otorgó a Chile la máxima calificación en relación con su regulación de gobiernos corporativos. Otros países de la muestra incluían Argentina, Brasil, Colombia y México.

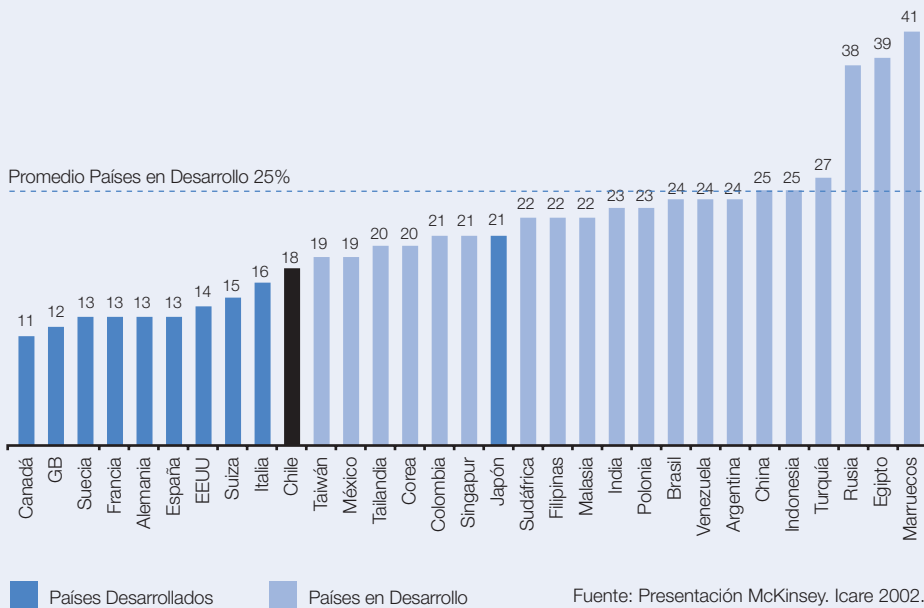
**Cuadro 3: Comparación de calificaciones en relación a la regulación de gobiernos corporativos**

| Categoría                                | Argentina   | Brasil     |           | Chile     | Colombia   | México     |            |
|--|-------------|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
|  |             | Ley        | Novo MP   |           |            | Ley        | CBCP       |
| Múltiples clases de acciones             | 0           | 0          | 1         | 0.5       | 0          | 0.5        | 0.5        |
| Certificados de depósito                 | 0           | 0          | 0         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| Una acción, un voto                      | 0           | 0          | 1         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| Representación proporcional              | 1           | 1          | 1         | 1         | 1          | 0          | 0          |
| Derechos preferentes                     | 1           | 1          | 1         | 1         | 1          | 1          | 1          |
| Tomas de control                         | 1           | 1          | 1         | 1         | 1          | 1          | 1          |
| Derecho a retiro                         | 1           | 0.5        | 1         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| Deslistamiento                           | 1           | 1          | 1         | 1         | 1          | 0          | 0          |
| Free float                               | 1           | 0          | 1         | 1         | 0.5        | 1          | 1          |
| Llamado a juntas extraordinarias de acc. | 1           | 1          | 1         | 1         | 1          | 1          | 1          |
| Acciones no bloqueadas antes de junta    | 0           | 0          | 0         | 1         | 1          | 0          | 0          |
| Mecanismos de opresión de minoritarios   | 1           | 1          | 1         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| Independencia del directorio             | 0           | 0          | 0         | 0         | 0          | 1          | 1          |
| Renovación directorio una vez al año     | 0           | 0          | 1         | 0.5       | 0          | 0          | 0          |
| Comité de Auditoría                      | 1           | 0          | 0         | 1         | 0          | 1          | 1          |
| Acceso a Información corporativa         | 1           | 1          | 1         | 1         | 1          | 1          | 1          |
| Calidad de la información                | 0.5         | 1          | 1         | 1         | 1          | 0          | 0          |
| Arbitraje                                | 1           | 1          | 1         | 1         | 0          | 0          | 0          |
| <b>Indice Total</b>                      | <b>11.5</b> | <b>9.5</b> | <b>14</b> | <b>16</b> | <b>8.5</b> | <b>7.5</b> | <b>7.5</b> |

Fuente: Santander Central Hispano, 2001.

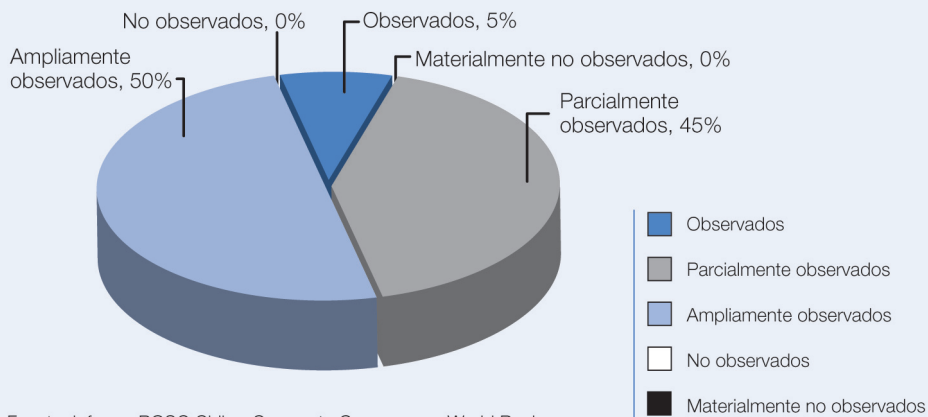
En el año 2002 la consultora McKinsey & Company estimó, de acuerdo a una encuesta a ejecutivos de diferentes países, que Chile se ubica en el décimo lugar de entre 32 países en relación al premio por riesgo que estarían dispuestos a pagar los inversionistas por mejorar los sistemas de gobiernos corporativos de sus inversiones. Este es un resultado alentador porque, mientras mejor es el estado actual de protección a los inversionistas, menor es el premio que requerirían los actuales accionistas por mejoras adicionales en este aspecto.

**Cuadro 4: Premio de inversionistas por mejor gobierno corporativo (Porcentaje)**



Durante el año 2003, el Banco Mundial llevó a cabo el análisis del sistema de gobiernos corporativos chilenos en el marco del informe ROSC para Chile (Report on the Observance of Standards and Codes).

**Cuadro 5: Informe ROSC para Chile, 2003**



En dicho análisis resaltó el hecho de que más de la mitad de los principios de gobiernos corporativos de la OCDE son amplia o totalmente observados por la regulación chilena. El Banco Mundial concluyó que no existen principios materialmente no observados o no observados.

### *Tomas de control*

Para abordar este aspecto, la teoría plantea dos alternativas extremas, conocidas como regla de mercado y regla de igualdad de condiciones. La regla de mercado permite que la venta de un paquete controlador y su precio sean determinados en una negociación privada entre el controlador oferente y el controlador saliente, sin participación alguna de los accionistas minoritarios. La regla de igualdad de condiciones, por el contrario, obliga a llamar a una OPA cada vez que se venda un paquete controlador. Dado esto, el oferente debe otorgar a los accionistas minoritarios condiciones equivalentes a las del controlador saliente.

En el caso chileno se optó por una combinación de ambas, que trajo como consecuencia la adopción del siguiente esquema para las OPA.

- Se debe llevar a cabo una OPA a prorrata y ofreciendo el mismo precio a todos los accionistas, toda vez que la adquisición permita un cambio de control de la sociedad.

Adicionalmente, se establecen las siguientes restricciones:

- Cuando el controlador alcance dos tercios de las acciones, debe llevar a cabo una OPA para adquirir el remanente.
- Cuando se pretenda adquirir el control de una filial, se debe primero llevar a cabo una OPA por dicha filial y luego por la matriz.

En la búsqueda de un mercado más transparente se ha exigido informar un conjunto de operaciones, entre las cuales se destaca:

- La intención de alcanzar el control con al menos 10 días hábiles de antelación, y tan pronto se hayan iniciado negociaciones o entregado información y documentación de la sociedad.
- Todos los accionistas que posean 10% o más de las acciones deberán informar en sus compras posteriores si su intención es tomar el control o lo realizan como inversión financiera.



- Los directores de la sociedad deberán emitir individualmente un informe con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas. El director deberá señalar su relación con el controlador y con el oferente y el interés que pudiera tener en la transacción. Los informes deberán ponerse a disposición del público conjuntamente con el prospecto.

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

### Reglas básicas de transferencia del control

De acuerdo a Bebchuck (1994), conceptualmente, existirían dos reglas canónicas de transferencia de control, la de mercado y la de igualdad de condiciones.

La regla de mercado permite que la venta de un paquete controlador y su precio sean determinados en una negociación privada entre el controlador oferente y el controlador saliente, sin participación alguna de los accionistas minoritarios.

La regla de igualdad de condiciones, por el contrario, obliga a llamar a una OPA cada vez que se venda un paquete controlador. Dado esto, el oferente debe otorgar a los accionistas minoritarios condiciones equivalentes a las del controlador saliente.

Cuando se ejecutan las operaciones a través de la regla de mercado los minoritarios no son considerados, y por tanto se pueden llevar a cabo transacciones que les sean perjudiciales. La regla de mercado permite que se realicen transacciones que son ineficientes para los accionistas minoritarios, ya que sólo maximiza el valor para el controlador saliente.

La regla de mercado permite que algunas transacciones sean beneficiosas para los minoritarios, pero también otras que son perjudiciales para los accionistas y desde un punto de vista social. En la medida que el incumbente pueda extraer el mismo valor o uno menor que el saliente, la operación será favorable para los minoritarios; en caso contrario los perjudicará.

Bajo la regla de igualdad de condiciones se evitan las transacciones ineficientes, ya que el premio por control se debe entregar a cada accionista, y por tanto sólo en la medida que el incumbente sea eficiente se realizará la transacción. Sin embargo, hay operaciones que no pueden realizarse aunque sean eficientes, puesto que el incumbente no logra pagarle al saliente la extracción de valor que éste realiza.

Esta regla mejora la situación de los accionistas minoritarios porque no se les puede extraer más valor (ya que sólo se podrán realizar transacciones eficientes); sin embargo, alguna de las transacciones no se llevarán acabo. Estos últimos casos deberían reducirse con la aplicación de las normas de gobierno corporativo, puesto que se limita la capacidad de extraer valor de los controladores. Por último, se debe destacar que, si bien la regla de igualdad de condiciones impide que se extraiga más valor a los minoritarios, no mejora su situación per se.

(Adaptado de Clarke (2000))

### *Comités de directores*

La conformación de los “Comités de directores”, representa un gran avance para el desarrollo de mejores gobiernos corporativos, por cuanto permite una mayor fiscalización al interior de la organización.

La ley establece que el Comité de directores deberá estar conformado en su mayoría por directores independientes. Además, la composición de este comité es obligatoria en sociedades anónimas con un patrimonio bursátil igual o superior a aproximadamente US\$44 millones.

Las principales funciones desempeñadas por el comité son:

- (1) Examinar los estados financieros;
- (2) Proponer al directorio los auditores externos y los clasificadores de riesgo;
- (3) Examinar los sistemas de remuneraciones y compensaciones relativos a los ejecutivos;
- (4) Examinar las transacciones entre partes relacionadas a través de un informe;
- (5) Realizar las demás funciones que establezcan los estatutos o que encomiende una junta general de accionistas o el directorio.

## *Transacciones entre partes relacionadas*

Las principales indicaciones que regulan las transacciones entre partes relacionadas son:

- (1) Si las transacciones son por montos relevantes, el directorio deberá pronunciarse si se ajusta a condiciones de mercado;
- (2) Si no es posible determinar dicha condición, el directorio, con la abstención del director con interés, podrá aprobar o rechazar la propuesta o, en su defecto, designar a dos evaluadores independientes;
- (3) Los informes de los evaluadores serán puestos a disposición de los accionistas y del directorio por el plazo de 20 días hábiles;
- (4) Accionistas que representen al menos el 5% podrán pedir una junta extraordinaria para que ésta resuelva sobre la transacción con el acuerdo de las dos terceras partes de los accionistas.

Las disposiciones antes indicadas permitirán que las transacciones entre partes relacionadas se resuelvan de forma transparente y sin perjuicio para los minoritarios.

## *Derecho a retiro*

Se amplían las causales que dan derecho a retiro para proteger adecuadamente a los inversionistas frente a materias en que puedan verse perjudicados.

Las nuevas materias en que se incorporan son:

- (1) Ventas de al menos un 50% de los activos;
- (2) Entrega en garantías de al menos un 50% de los activos;
- (3) Sociedades con una concentración superior a los 2/3 de la propiedad.

## *Igualdad de derechos entre tenedores de ADR y accionistas*

La nueva legislación establece que los tenedores de ADR gozarán de los mismos derechos que los accionistas de la sociedad. Entre estos derechos se cuentan:

- Participación en OPA
- Votación en las juntas de accionistas
- Derechos preferentes en nuevas emisiones de capital
- Derecho a retiro

De esta forma los tenedores de ADR pueden estar seguros de que sus derechos son debidamente resguardados.

## *Acción civil derivada*

La ley establece la posibilidad de entablar una acción civil derivada. De esta manera, se le otorga derecho a cualquier accionista o grupo de accionistas que representen un 5% o más, o a cualquier director, a demandar la indemnización de los perjuicios a quien corresponda en nombre y beneficio de la sociedad. Esto se podrá hacer cuando se esté frente a una infracción a la ley o a los estatutos de la sociedad.

Se esperaba que la posibilidad de demandar a quienes sean responsables de perjuicios a la sociedad en nombre y beneficio de ésta facilite la presentación de acciones judiciales para buscar la indemnización de los daños provocados por los gestores o terceras partes de la sociedad. De esta forma, los accionistas podrán velar mejor por sus derechos, pese a participar en la propiedad de una sociedad con una proporción minoritaria.

### 3. DESARROLLANDO UNA REFORMA

Cuando, después del caso Chispas, el Gobierno chileno se propuso el desarrollo de una regulación que reforzara el gobierno corporativo, se le encargó el liderazgo de ésta al Ministerio de Hacienda y a la Superintendencia de Valores y Seguros.

La nueva propuesta de regulación rápidamente generó una controversia en el mercado financiero y en el ámbito político. Mientras las autoridades destacaban las bondades de una regulación más moderna e internacional, comenzaron a generarse una serie de opiniones discordantes con la propuesta, y las críticas que más usualmente se argumentaban eran que: 1) *La nueva regulación implicará una expropiación a los actuales controladores;* 2) *Las OPA obligatorias entorpecerán el mercado de capitales;* 3) *La nueva regulación implicará una ola de salidas de sociedades de la bolsa;* 4) *La nueva regulación reducirá el interés de invertir en Chile y,* 5) *La creación de comités de directores (auditoría) sólo va a implicar mayores costos para los accionistas.*

Desde el primer momento, se supo que la aprobación del proyecto no iba a resultar fácil. ¿Cuál era el camino que debería seguirse para lograr la aprobación en el parlamento? ¿A quiénes debía convencerse? ¿Cómo se podría generar apoyo?

El proceso de tramitación se fundamentó en tres grandes ejes: 1) Uso de un enfoque técnico; 2) Búsqueda de consensos; y, 3) Logro de una masa crítica de apoyo.

En primer lugar, se utilizó primordialmente un enfoque técnico.

De hecho, para la preparación misma del proyecto, se contrató la consultoría de la International Finance Corporation (IFC), miembro del Grupo del Banco Mundial. La IFC contaba con una reputación sólida a nivel internacional, así como con

El gobierno chileno se propuso el desarrollo de una regulación que reforzara el gobierno corporativo. Se contrató la consultoría de la International Finance Corporation (IFC), miembro del Grupo del Banco Mundial quien se convirtió en el principal asesor del gobierno a lo largo de toda la tramitación del proyecto... representaban una opinión informada y técnica que era escuchada y ponderada.

capital técnico acabado, consistente en una sólida formación teórica, pero también con experiencia y práctica en la implementación de regulaciones de gobiernos corporativos en otros mercados. En los hechos, la IFC se convirtió en el principal asesor del gobierno a lo largo de toda la tramitación del proyecto.

También era importante el stock de conocimiento en relación con gobiernos corporativos acumulado por la literatura económica y jurídica hasta ese entonces. Los argumentos de base del proyecto fueron respaldados por los trabajos teóricos y empíricos desarrollados por reconocidos expertos. En el mismo sentido, la participación de asesores externos (IFC), nuevamente era de gran relevancia, por cuanto representaban una opinión informada y técnica que era escuchada y ponderada.

Los informes técnicos demostraron ser un apoyo importante para guiar las discusiones generadas en torno a las propuestas. Dichos informes se estructuraron de manera tal que contengan algunos elementos centrales que sirvan de referencia, a saber:

- Marco teórico o modelo que sirva de inicio a la discusión
- Soluciones planteadas por la teoría económica bajo distintos supuestos y/o escenarios
- Análisis de la experiencia internacional en el tema
- Análisis detallado de algún caso especialmente interesante o que tenga elementos que lo hagan asimilable al de nuestro país
- Situación actual en Chile

## Ejemplo: La discusión en torno al traspaso de control

El control de una sociedad tiene valor por dos razones: La primera es que el controlador puede agregar valor a la compañía gracias 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.

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.

La diferencia entre el valor de una acción minoritaria y una acción controladora se denomina premio por control. La pregunta que resulta esencial responder es: ¿A quién pertenece el premio por control? El ingresante a una compañía puede percibir que es capaz de generar riqueza debido a su gestión, por tanto considera que el valor de la compañía es mayor y está dispuesto a pagar un sobreprecio a todos los accionistas. El premio por control no pertenece a ningún accionista por sí solo ni a alguno en particular, sino que corresponde al valor económico que arroja la debida evaluación de la sociedad en su totalidad, con todos sus flujos financieros, activos y pasivos. Por lo tanto, el premio por control no lo tienen los controladores ni tampoco ningún accionista en particular.

A su vez, si el premio se debe a los beneficios privados del control, dichos beneficios pertenecen a los accionistas minoritarios a quienes se les extrae dicho valor. Nuevamente, en este caso, el premio por control no pertenece a ningún accionista en particular.

Sobre la base de lo anterior, la hipótesis de que existe un derecho de los controladores como tales sobre una sociedad denominándolo “premio por control” se sustentaría solamente por la extracción de valor o expropiación de flujos de la sociedad hacia los intereses particulares de estos controladores, en desmedro de los intereses sociales.

Quiénes 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 en los riesgos como en 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 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 por control resulta ser una clara alteración del principio rector de las sociedades de capital, donde todos deben ganar y perder por igual”*.

Se argumentó además que no es correcto que el controlador sea 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 hecho.

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 OPA.

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

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



Un segundo eje se refiere a la búsqueda de consensos, la cual, en contraposición a la imposición de una determinada visión, trata de conciliar el rol de regulador del mercado con el rol de facilitador del desarrollo del mercado. En este sentido surge un aspecto a propósito de un conflicto que se presenta más a menudo de lo que quisiéramos, que es el que se produce entre instrumentos de supervisión o “enforcement”. y la libertad de operación que los agentes desearían para desplegar su creatividad. Teóricamente, podemos imaginar dos extremos de solución para este conflicto. Uno sería el permitir total libertad, sin intervención de la supervisión, y otro de excesiva supervisión donde todo el actuar de los agentes del mercado fuera fiscalizado. Es presumible que el nivel óptimo de supervisión deba de buscarse en una situación intermedia, donde, al menos teóricamente, el beneficio social marginal de la supervisión no exceda el costo social marginal de la misma. En la medida de lo posible, es conveniente evitar instrumentos de supervisión inhibidores del desarrollo del mercado.

Adicionalmente, es imprescindible evaluar el funcionamiento de los instrumentos de regulación implementados, comparándolos con los objetivos buscados. Este ejercicio de retroalimentación de los agentes privados es crucial, pues ellos son quienes enfrentan los problemas de implementación.

Una vez introducido un proyecto de reforma legal en el Parlamento es necesario articular estrategias para lograr acuerdos que permitan obtener lo más rápidamente posible la aprobación de las reformas. Ello exige negociar los aspectos específicos del proyecto, aislando los temas conflictivos y elaborando una estrategia de negociación basada en la evaluación de la concesión de algunos aspectos para consolidar otros. En este proceso, el proyecto original sufre modificaciones que muchas veces lo alejan de los criterios técnicos en que se basaba, pero la mayoría de las veces esto es mejor que detener su avance. El objetivo de la acción de los líderes del proyecto era “socializar la causa”, es decir, analizar el proyecto desde una perspectiva de equidad entre los accionistas. Esta estrategia resultó ser exitosa porque, una vez comprendido el espíritu de la regulación, a los agentes se les hace difícil oponerse a lo que se percibe como justo.

Como resultado de un proceso de negociación con los parlamentarios de la oposición, se incluyó un artículo transitorio (artículo 10° transitorio), que disponía la posibilidad de que las sociedades anónimas puedan optar por la nueva regulación en relación con tomas de control. Esta opción se extinguiría luego de tres años

## Las Administradoras de Fondos de Pensiones, los fondos de inversión y los inversionistas extranjeros resultaron ser valiosos aliados en la promoción de la nueva regulación.

Chile, las Administradoras de Fondos de Pensiones, los fondos de inversión y los inversionistas extranjeros resultaron ser valiosos aliados en la promoción de la nueva regulación. En especial, las AFP jugaron un rol importante en el apoyo al proyecto, coordinándose con las autoridades para llevar a cabo reuniones con políticos y empresarios con el fin de exponer su punto de vista a favor del proyecto

Estas entidades ya se habían visto perjudicadas en operaciones de traspaso de acciones a precios distintos a los del mercado, lo que produjo un impacto en el patrimonio que administraban. Adicionalmente, tratándose de la administración de los ahorros previsionales de los trabajadores chilenos, las AFP tenían una voz preponderante sobre la opinión pública, los legisladores y la prensa.

## Con frecuencia, iniciativas de regulación fracasan porque aún no hay evidencia de su necesidad ... En el caso chileno, existía una coincidencia de que “algo había que hacer... y pronto”

suscitado hicieron que se generara una suerte de presión o apoyo ciudadano hacia la materialización de una reforma. Este aspecto no es trivial porque, muchas veces, la mayor dificultad reside en el “puntapié inicial”. Con frecuencia, iniciativas de regulación fracasan porque aún no hay evidencia de su necesidad y por lo tanto se rechaza la posibilidad de legislar o su discusión se extiende insanamente. En el caso chileno, existía una coincidencia de que “algo había que hacer... y pronto”.

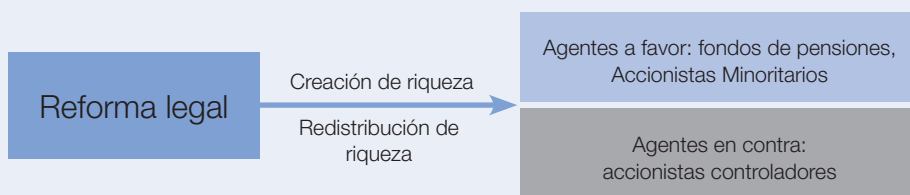
de promulgada la ley. La transición puede ser de utilidad para suavizar los efectos de una reforma muy radical; no obstante, en el caso chileno se empleó más bien como herramienta de negociación.

El tercer eje está referido al logro de una masa crítica de apoyo. En

Por otro lado, era indudable que el caso Chispas constituyó un llamado de atención para la elaboración de una regulación de tomas de control. Los altos precios pagados por acciones controladoras en comparación con las acciones comunes, el cambio de propiedad de una empresa histórica chilena hacia accionistas extranjeros y el mecanismo comunicacional

En especial tratándose de la regulación de tomas de control, en donde el premio por control debe ser compartido entre todos los accionistas, se avizoraba una lógica tensión que se relaciona con el aspecto redistributivo que esta medida tiene. Hasta ese entonces, los controladores que vendían su paquete accionario obtenían un premio por sobre el valor de mercado, que, con la nueva ley, debían compartir con el resto de los accionistas. Ello evidentemente hizo que muchos grandes accionistas se opusieran a la reforma legal. Sin embargo, una importante masa de agentes comprendió que finalmente esta medida los beneficiaría en el largo plazo, no sólo como potenciales vendedores de acciones, sino también como propietarios de un activo que se valorizaría a un mayor precio gracias al mejor gobierno corporativo y condiciones para su enajenación.

**Cuadro 6**



En este sentido, el trabajo con medios de comunicación fue uno de los ejes de trabajo en el período de difusión y tramitación del proyecto de ley. Los medios comunican de diversas maneras, a través de notas y crónicas destinadas a informar, entrevistas y columnas de opinión destinadas a la difusión de puntos de vista e insertos destinados a analizar un tema de manera más comprensiva. Desarrollar la capacidad de llegar a los medios de comunicación de manera permanente requiere concentrar esfuerzos para crear los vínculos, a través de la contribución con los medios para estructurar las noticias del sector. La continuidad es una característica clave de la relación con los medios de comunicación y debe ser establecida personalmente con los periodistas y los editores del sector financiero.

**El trabajo con medios de comunicación fue uno de los ejes de trabajo en el período de difusión y tramitación del proyecto de ley.**

Finalmente, cualquier estrategia debía apuntar a lograr el apoyo de los partidos políticos, ya que éstos son las que finalmente deliberan y votan el proyecto de ley. En el caso de Chile se debía ser cuidadoso con el enfoque puesto en el proyecto. Era imprescindible aclarar que la reforma de los gobiernos corporativos no era una reforma en contra de las empresas y a favor de los pequeños accionistas; simplemente representaba un mecanismo de ordenamiento de los derechos y deberes de cada una de las partes, que redundaría en un mercado de capitales más eficiente y desarrollado. Se tenía muy en cuenta que algunas tendencias políticas probablemente se opondrían desde un principio a un proyecto con un enfoque reivindicatorio en contra del empresariado. Adicionalmente, otras fuerzas políticas buscarían un enfoque más riguroso contra los controladores y, en general, menos liberal. De hecho, algunos parlamentarios oficialistas se resistieron a la disposición de opcionalidad comentada más adelante, la cual consideraban innecesaria y demasiado larga. En algún momento de la discusión resultó ser uno

Era imprescindible aclarar [a los partidos políticos] que la reforma de los gobiernos corporativos... simplemente representaba un mecanismo de ordenamiento de los derechos y deberes de cada una de las partes, que redundaría en un mercado de capitales más eficiente y desarrollado.

de los partidos de gobierno el más renuente a votar el proyecto.

El gobierno debió negociar con los senadores alguna fórmula que mantuviera el espíritu del proyecto. De esta manera, 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 desde el 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.

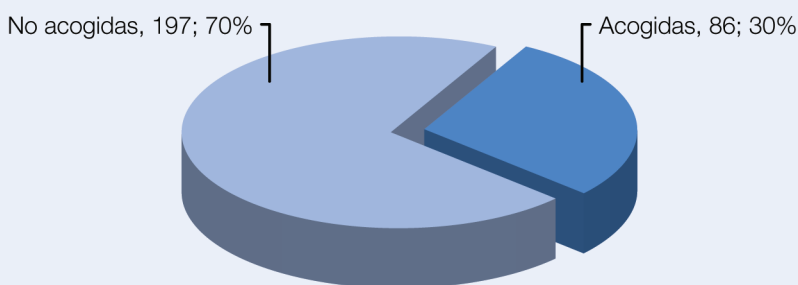
No acogerse al artículo 10° transitorio implicaba para los controladores que quisieran vender sus acciones durante este período compartir el premio por control con los accionistas minoritarios, y exponerse a la posibilidad de no poder vender toda su participación en la sociedad. Querer deshacerse de un paquete controlador podría implicar un mayor desembolso por parte de los potenciales oferentes o una reducción del precio por acción pagado, en comparación con la situación sin ley de OPA. 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, que era una posible pérdida de reputación frente a los inversionistas nacionales e internacionales. Observar que una sociedad se estaba acogiendo al mencionado artículo 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 siguiente, 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 acciones, 86 sociedades anónimas abiertas (casi un tercio del total) se acogieron al artículo 10° transitorio, mientras que las restantes sociedades optaron por no acogerse a dicho artículo.

El proyecto de ley incorporó un controversial artículo transitorio donde los controladores (al momento de promulgarse la ley), podían vender su paquete controlador y liberarse del procedimiento de OPA durante el lapso de 3 años, a contar desde el 1 de enero del año 2001. Sin embargo, optar por ello tenía un costo potencial: una posible pérdida de reputación frente a los inversionistas nacionales e internacionales.

### Cuadro 7: Sociedades acogidas y no acogidas al artículo 10° transitorio



Fuente: Superintendencia Valores y Seguros, 2000

A modo de síntesis de esta sección, el siguiente esquema ilustra el trabajo que el gobierno debió llevar a cabo para pasar de una situación en que, o bien el proyecto es rechazado en el parlamento o es tergiversado en los aspectos centrales, hacia una situación en que el proyecto se aprueba de acuerdo a los lineamientos establecidos. Pasar de una situación a otra implica atraer agentes desde una posición contraria a la reforma hacia una posición de apoyo hacia ésta.

Para ello, las diferentes herramientas analizadas previamente debieron emplearse, desde un adecuado diseño y preparación hasta una cláusula de transitoriedad, pasando por adecuadas políticas comunicacionales, alianzas con grupos influyentes y un arduo trabajo de negociación.

### Cuadro 8: Herramientas utilizadas



## 4. EL MERCADO DE CAPITALES DESPUÉS DE LA REFORMA

### 4.1 *La resolución del caso Chispas*

Como fuera comentado en la sección inicial, en diciembre del año 1997 la Superintendencia de Valores y Seguros aplicó una sanción en forma de multa para el conjunto de los ejecutivos mencionados. En julio del año 2002 la justicia civil anuló la multa impuesta por la Superintendencia, fallo que, desde luego, esta entidad apeló. Es así como en julio del año 2004 la Corte de Apelaciones de Santiago falló a favor de la Superintendencia.

Finalmente, durante julio del año 2005 la Corte Suprema ratificó el fallo de la Corte de Apelaciones, con lo cual concluyeron definitivamente las instancias judiciales en torno a este caso. En consecuencia, la Corte Suprema confirmó las multas aplicadas por la Superintendencia de Valores y Seguros en 1997 por US\$66 millones, y agregó US\$97 millones en intereses acumulados, totalizando un pago de US\$163 millones, la multa más grande aplicada en la historia de Chile. Estos recursos, tal como lo establece la ley chilena, al representar una multa, pasan a formar parte de las arcas fiscales y fueron pagados en el plazo de 30 días correspondiente.

**La Corte Suprema confirmó las multas aplicadas por la SVS y agregó intereses acumulados, totalizando un pago de US\$163 millones, la multa más grande aplicada en la historia de Chile.**

La Corte Suprema de Chile tomó en consideración diversos aspectos de la negociación que los “gestores clave” realizaron con Endesa España. El fallo de la Corte, como era de esperarse, se centró en el grave conflicto de interés por parte de los “gestores clave” quienes actuaron cuidando sus propios intereses mientras aún detentaban cargos en la administración del grupo Enersis.

La Corte Suprema indicó que en el precio de venta de las acciones serie B de las Chispas se pagó de modo encubierto el servicio que Endesa España estaba contratando de los gestores clave, que era el de ejercer y detentar el esquema de control de Enersis.

Asimismo, expuso que ocultaron información a los restantes directores y accionistas de las citadas compañías respecto del interés de Endesa España de ingresar a la propiedad de Enersis y sus intenciones de venderle las acciones de las que eran titulares. También ocultaron su compromiso de ejercer influencia decisiva en la administración de Enersis en beneficio del nuevo accionista controlador Endesa España.

En consecuencia, los “gestores clave” hicieron prevalecer su interés personal por sobre sus deberes y obligaciones como presidente del directorio, directores y gerente de Enersis y de las sociedades Chispas, resolviendo el conflicto de intereses que enfrentaban en forma que contravenía abiertamente las disposiciones legales vigentes.

En paralelo a la contienda judicial gatillada por la sanción que la Superintendencia aplicó a los gestores clave, una segunda causa judicial relacionada con el caso Chispas aún se encuentra en proceso. Esta se refiere a la sanción por uso de información privilegiada en contra de Elesur, interpuesta por la Superintendencia en 1996.

Tal como se comentó, la adquisición de acciones de las sociedades Chispas se llevó a cabo por Elesur que, como se explicaba, era una sociedad chilena creada por Endesa España con la finalidad de realizar la toma de control de Enersis.

Uno de los términos de la “alianza estratégica” establecía que Endesa España tendría la opción de comprar todas las acciones de CERJ (empresa de distribución de electricidad de Brasil) así como de Edesur (empresa de distribución de electricidad de Argentina), las cuales eran propiedad de las sociedades Chispas. El precio de compra resultaría relativamente beneficioso para los accionistas de las Chispas.

La Superintendencia argumentó que, si dicha información hubiera sido revelada al público, el precio de las acciones Chispas habría aumentado, reflejando las favorables condiciones de compra. En estas circunstancias la Superintendencia aplicó a Elesur multas del orden de US\$3,5 millones, bajo el cargo de haber hecho uso de información privilegiada en la compra de las acciones Chispas.

En julio del 2006 la Corte de Apelaciones de Santiago ratificó la multa aplicada por la Superintendencia, sin embargo este fallo aún debe ser ratificado o rechazado por la Corte Suprema.



## 4.2 *Un cambio cultural*

Con este fallo judicial se dio origen a una nueva era en el tratamiento de los derechos de los accionistas minoritarios en Chile. Los infractores, ni más ni menos que directores y ejecutivos de una de las empresas más grandes de América Latina, recibieron finalmente una sanción ejemplarizadora. Ha comenzado a generarse la percepción pública de que la regulación del mercado de valores se impone tanto a los comportamientos abusivos de pequeños participantes como a aquellos agentes que puedan ser protagonistas del mercado. En resumen, los ciudadanos accionistas directos e indirectos (a través de sus fondos de pensiones) han podido comprobar como en Chile prevalecen finalmente las normas que exigen el cumplimiento por parte de directores y ejecutivos de los deberes de lealtad y cuidado respecto de las compañías que dirigen y de todos sus accionistas.

A nivel de sociedades cotizadas, hoy es posible constatar que los principales controladores han percibido la utilidad de contar con un marco de regulación más transparente y equitativo. Ello viene acompañado de un ambiente de mayor confianza para hacer negocios y de un mejor acceso al capital.

Las iniciativas individuales muestran la valoración de un buen gobierno corporativo por parte de las empresas. Actualmente, muchas empresas preparan sus propios reportes de gobierno corporativo e incluso de responsabilidad social corporativa. Ello incluye la creación de códigos de ética para el tratamiento de negocios dentro de la empresa y con otras partes interesadas (stakeholders). También es posible constatar que, aunque la regulación no lo exige, casi el 100% de las sociedades listadas cuenta con una oficina de relacionamiento con los accionistas.

Los ciudadanos accionistas directos e indirectos (a través de sus fondos de pensiones) han podido comprobar como en Chile prevalecen finalmente las normas que exigen el cumplimiento por parte de directores y ejecutivos de los deberes de lealtad y cuidado respecto de las compañías que dirigen y de todos sus accionistas.

Otras iniciativas privadas en esta materia, especialmente en lo referente a un código privado de mejores prácticas de gobierno corporativo, no han logrado concretarse por diversas razones. En primer lugar, se generó una percepción, con cierta razón, de que era poco lo que un código privado podía agregar a la ya frondosa regulación chilena. En segundo lugar, se produjo una suerte de complacencia colectiva originada por las buenas percepciones internacionales en relación con la regulación chilena del gobierno corporativo. Finalmente, no puede descartarse una

Actualmente, muchas empresas preparan sus propios reportes de gobierno corporativo e incluso de responsabilidad social corporativa.

También es posible constatar que, aunque la regulación no lo exige, casi el 100% de las sociedades listadas cuenta con una oficina de relacionamiento con los accionistas.

“fatiga de cambio” en relación con la regulación de gobierno corporativo provocada por la profundidad de los cambios requeridos y lo costoso de su tramitación legislativa y posterior implementación.

Por otro lado, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han tomado un rol mucho más activo en comparación con los años previos a la reforma de gobierno corporativo. En cumplimiento de su deber fiduciario, las AFP han demostrado su capacidad para coordinarse

en las votaciones en las sociedades y han sido fundamentales en la protección de los intereses de los accionistas minoritarios en al menos dos grandes casos corporativos. El primero se refiere a la venta de Terra, filial de Telefónica Chile a Telefónica España. El segundo caso también involucró a Telefónica Chile, en la venta de su filial de telefonía móvil a su matriz española. En ambos casos, las AFP se aseguraron de que los precios de transferencia hayan sido justos y que la legislación haya sido cumplida en forma adecuada.

A diciembre de 2006, las AFP mantenían acciones de 110 empresas chilenas, en 19 de las cuales lograron elegir al menos un director. En total, las AFP mantenían 28 directores en sociedades anónimas abiertas en bolsa.

Las AFP también han sido activas en los criterios de selección de los directores que la representan en los directorios de las empresas en las que invierten. De esta manera, se han coordinado para limitar el período máximo de mantención del cargo de director.

Lo mismo ocurre en relación al máximo número de directorios de los cuales pueden ser miembros. En general, las AFP no votan por directores que hayan tenido alguna relación con los accionistas controladores ni por ex ejecutivos de la empresa.

Por otro lado, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han tomado un rol mucho más activo en comparación con los años previos a la reforma de gobierno corporativo.

La misma disposición mostrada por las cortes en el caso Chispas se manifestó en otro controvertido caso ligado al banco privado más grande de Chile: el Banco de Chile. En octubre del año 2005, la Corte Suprema de Chile dictó sentencia condenatoria respecto a las multas impuestas por la Superintendencia de Valores y Seguros a siete personas que formaban parte del grupo de control del Banco de Chile, porque violaron la prohibición de recomendar, adquirir o vender valores sobre los que se contaba con información no divulgada al público, infringiendo disposiciones legales en torno al uso de información privilegiada.

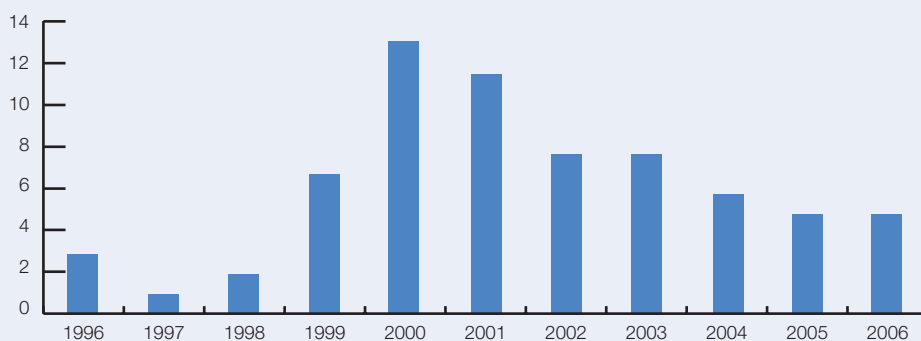
El caso se remonta a comienzos de diciembre de 2000, cuando Quiñenco, un importante conglomerado chileno, le propuso al grupo de siete accionistas controladores adquirir su porcentaje accionario de 35% de la propiedad con el fin de alcanzar el control del banco. Estos accionistas rechazaron la oferta. Días más tarde, Quiñenco les informó privadamente que llevaría a cabo una OPA por el Banco de Chile. Los siete accionistas se apresuraron a aumentar su propiedad accionaria en el banco, comprando acciones en bolsa. Finalmente lograron vender su paquete accionario a un precio más alto a Quiñenco (Banco de Chile estaba acogida al artículo transitorio, por lo que se podían ofrecer precios diferentes por las acciones adquiridas).

A raíz de lo acontecido, la Superintendencia de Valores y Seguros consideró que los controladores contaban con información privilegiada en relación con la futura OPA de Quiñenco, por lo que esperaban un aumento en el precio de la acción. Pero, según los acusados, su objetivo fue afianzar su posición accionaria en el banco para que Quiñenco no se hiciera del control, es decir una simple estrategia defensiva.

### 4.3 La actividad de tomas de control

La actividad de tomas de control ha mostrado una robusta tendencia desde la emisión de la Ley de OPA, y el número promedio de tomas de control ha sido incluso superior al promedio anual previo al año 2000. Claramente, esto es una muestra de que la nueva regulación no ha desincentivado la actividad de fusiones y adquisiciones, que era una de las aprensiones de algunos observadores.

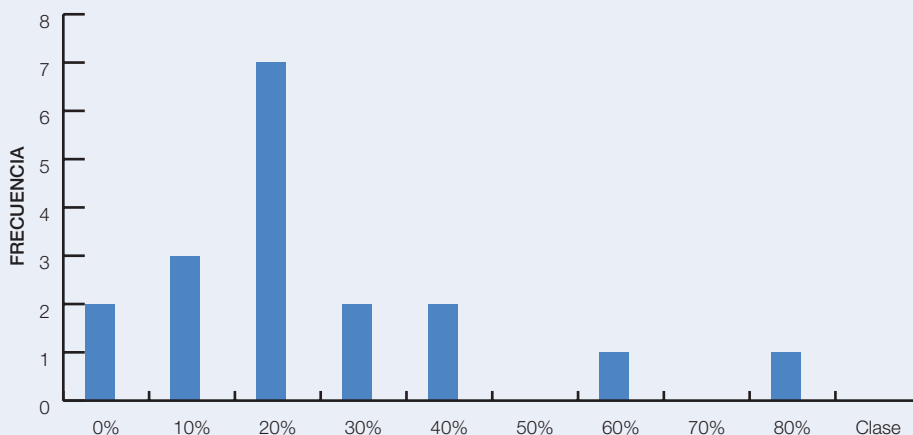
Cuadro 9: Número de tomas de control 1996-2006



Actualmente, las tomas de control se han convertido en un tema que concierne a todos los accionistas y no sólo a los controladores. Al ser capaces de recibir parte de la prima por control, los pequeños accionistas y los inversionistas institucionales muestran un interés que se manifiesta en numerosos artículos de prensa y una alta demanda de recomendaciones de analistas.

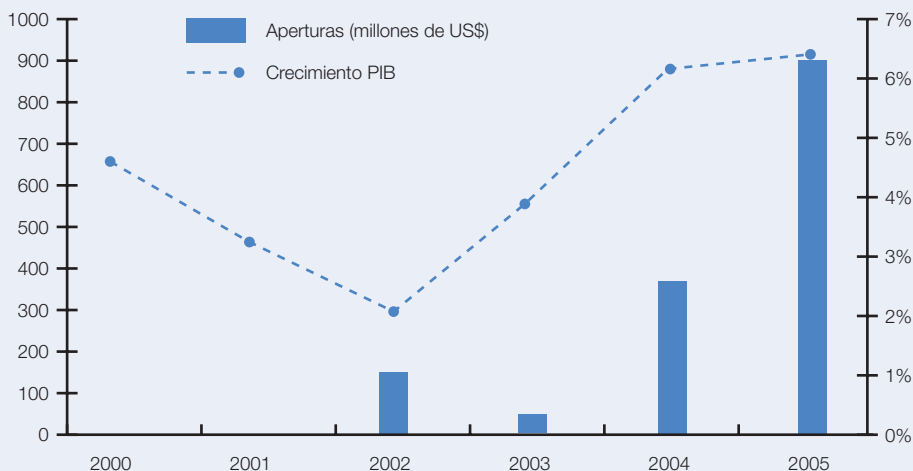
Como puede observarse en el gráfico siguiente, las primas pagadas por sobre los precios de mercado entre los años 2000 a 2005 ha promediado un 23%, mientras que antes de la promulgación de la ley este sobreprecio usualmente sólo lo percibían los accionistas controladores.

Cuadro 10: Premios por control 2000-2005



Además, los temores y aprensiones en relación con que la regulación de OPA y gobiernos corporativos desincentivaría la apertura de nuevas empresas a la bolsa no se han hecho efectivos. Por el contrario, como lo muestra el gráfico siguiente, la actividad de aperturas en bolsa ha mostrado una sólida tendencia, cercanamente ligada también al dinamismo de la economía.

Cuadro 11: Aperturas de empresas en bolsa



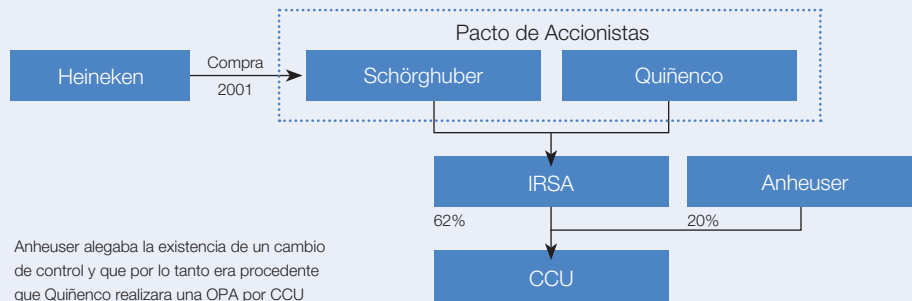
La Ley de OPA también ha demostrado su eficacia en la regulación de tomas de control más complejas, como es el caso de la toma de control de la tienda por departamentos Almacenes París en el año 2005 por parte del holding Cencosud. Esta OPA contaba con tres características excepcionales para el mercado chileno, ya que fue la primera OPA de canje de valores. Además fue la primera OPA hostil, y la primera OPA competitiva.

La OPA sobre Almacenes París fue hostil por cuanto el controlador de Almacenes París hasta ese momento, Quiñenco, no deseaba perder el control de la compañía. De hecho, Quiñenco lanzó a los pocos días de la primera OPA de canje una OPA competitiva en dinero a la que Cencosud respondió con una nueva OPA en acciones, en términos más atractivos para los accionistas de Almacenes París. Por lo tanto, la competencia por el control de Almacenes París terminó beneficiando a sus accionistas minoritarios.

Otro caso de relevancia resultó ser el del cambio de un controlador de una entidad que a su vez controlaba a Compañía Cervecerías Unidas (CCU), una gran productora de cerveza chilena<sup>3</sup>. En 1994 Quiñenco y Schörghuber, dueños en partes iguales de la sociedad IRSA, firmaron un pacto de accionistas para controlar a través de ésta a (CCU), con el 62% de sus acciones (ver esquema). En el año 2001, Schörghuber acordó transferir a su propiedad en IRSA a su nuevo socio, la empresa cervecera Heineken. El grupo Heineken era socio de Cervecerías Chile, el principal competidor de CCU en el mercado cervecero chileno. CCU estimó que dicho acuerdo constituiría un hecho que afectaría en forma importante el desarrollo de la empresa, por lo cual recurrió a un juicio arbitral.

<sup>3</sup> Este caso fue extractado de Lazen et al. (2004).

## Cuadro 12



En el año 2003, Quiñenco y Schörghuber acordaron que Heineken pudiera comprar la participación de Schörghuber en IRSA, pero que Heineken no pudiera competir con CCU en Chile y Argentina.

Una vez logrado dicho acuerdo, Anheuser-Busch, la mayor compañía de cervezas de Estados Unidos, que en ese entonces mantenía un 20% de participación en CCU, recurrió a la Superintendencia de Valores y Seguros y reclamó la existencia de un cambio de control, y que por lo tanto CCU debería llevar a cabo una OPA por las acciones de CCU.

Sin embargo, la Superintendencia manifestó que era improcedente requerir una OPA porque no existió una adquisición del control de CCU sino un mero cambio de uno de los miembros del grupo controlador, sin perjuicio además de que esa disposición no impone la obligación de efectuar una OPA al adquirente de las acciones de “un miembro del controlador” sino 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 este 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. Anheuser-Busch recurrió a la Corte de Apelaciones. Finalmente, en diciembre de 2003, la Corte de Apelaciones de Santiago falló a favor de la SVS.

## 5. CONCLUSIONES

Después de casi seis años de promulgada la Ley de oferta pública de adquisición de acciones (OPA) y gobierno corporativo, es posible contar con una evaluación imparcial de su funcionamiento. Dicha evaluación es positiva, si tomamos en cuenta que los objetivos que dieron origen a la Ley de OPA han sido cumplidos. Actualmente Chile cuenta con un marco transparente para tomas de control corporativo, en donde los inversionistas son adecuadamente informados, existen plazos prudentes para llevar a cabo la oferta y el requerimiento de precio único y de prorrata, y se garantiza la operación según una igualdad de oportunidades para accionistas controladores y no controladores. La nueva regulación ha sido puesta a prueba en tomas de control complejas, competitivas u hostiles, y ha demostrado su capacidad para regular adecuadamente.

La aprobación exitosa de este proyecto de ley en el año 2000 requirió que esta reforma fuera comprendida y aceptada. En este sentido, el proceso de discusión de la ley se fundamentó en tres grandes ejes: 1) Uso de un enfoque técnico; 2) Búsqueda de consensos; y, 3) Logro de una masa crítica de apoyo. Pasar de una situación a otra implica atraer agentes desde una posición contraria a la reforma a una posición de apoyo hacia ésta. Para ello, las diferentes herramientas analizadas previamente debieron emplearse, desde un adecuado diseño y preparación hasta una cláusula de transitoriedad, pasando por adecuadas políticas comunicacionales, alianzas con grupos influyentes y un arduo trabajo de negociación.

Sin embargo, lo más importante quizás haya sido el cambio cultural que ha traído consigo la nueva regulación. La reforma ha contribuido a generar preocupación por los derechos de los inversionistas. Se ha reforzado la percepción pública de que la regulación del mercado de valores se impone tanto a los comportamientos abusivos de pequeños participantes como a aquellos agentes que puedan ser protagonistas del mercado.

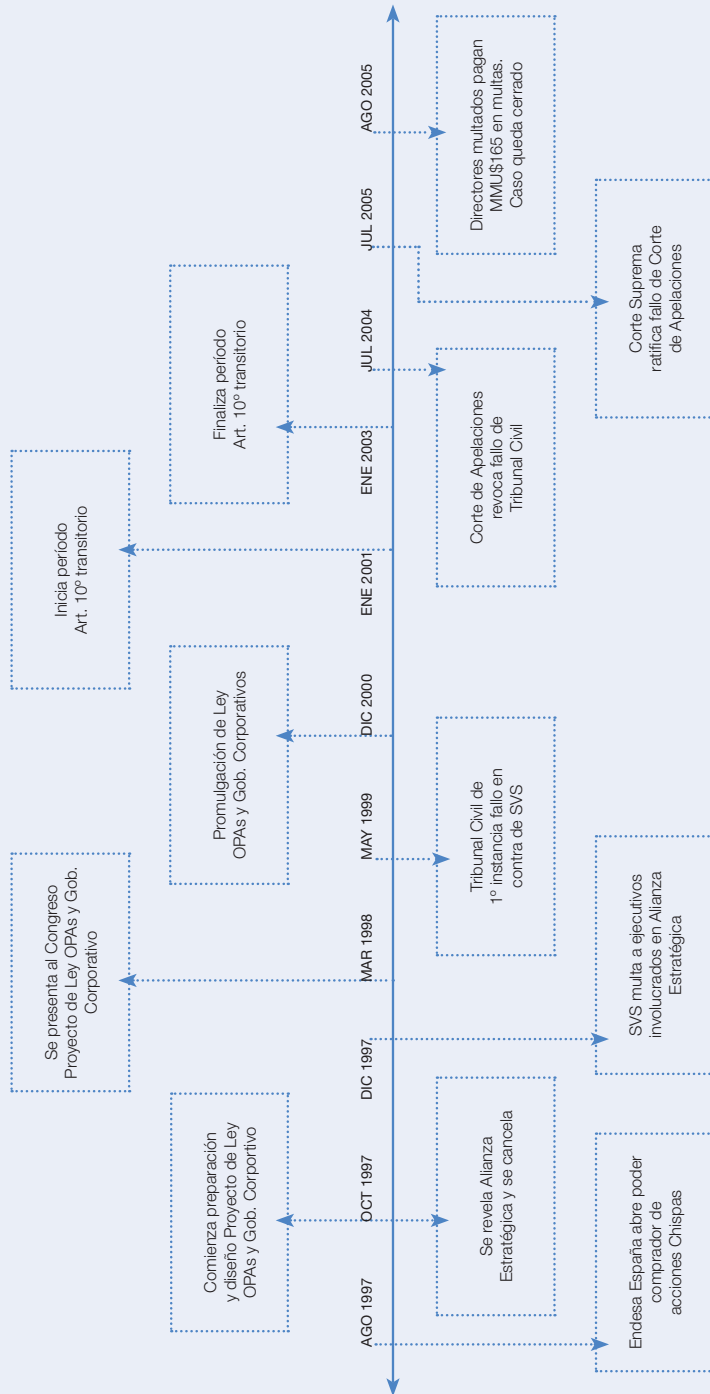


**Cuadro 13: Cronología de hechos importantes en el caso Chispas**

|                |  |
|----------------|--|
| Agosto 1997    | Endesa España abre poder comprador de acciones Chispas                     |
| Octubre 1997   | Se revela Alianza Estratégica y se cancela                                 |
| Diciembre 1997 | SVS multa a ejecutivos involucrados en la Alianza Estratégica              |
| Mayo 1999      | Tribunal Civil de primera instancia falla en contra de SVS                 |
| Diciembre 2000 | Promulgación de Ley de OPAs y Gobiernos Corporativos                       |
| Julio 2004     | Corte de Apelaciones revoca fallo de Tribunal Civil                        |
| Julio 2005     | Corte Suprema ratifica fallo de Corte de Apelaciones                       |
| Agosto 2005    | Directores multados pagan US\$5 millones en multas y el caso queda cerrado |

Los ciudadanos accionistas directos e indirectos están comprendiendo paulatinamente las normas que exigen el cumplimiento por directores y ejecutivos de los deberes de lealtad y cuidado respecto de las compañías que dirigen y de todos sus accionistas. Por otro lado, las administradoras de fondos de pensiones (AFP) han tomado un rol mucho más activo en comparación con los años previos a la reforma del gobierno corporativo. Ello viene acompañado de un ambiente de mayor confianza para hacer negocios y de mejor acceso al capital. En síntesis, el sistema judicial, los inversionistas institucionales, los accionistas minoritarios y la comunidad empresarial han comprendido la importancia de contar con un tratamiento adecuado de los derechos de los accionistas, trabajadores y otras partes interesadas.

Cuadro 14: Cronología Caso Chispas y desarrollo legislativo



## 6. BIBLIOGRAFÍA

Bebchuck, L. (1994) *"Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control"*, Quarterly Journal of Economics, 109.

Cabrera, Angel; Galetovic, Alexander; Quintana, Sergio y Zurita, Felipe. *"Regulación de las tomas de control corporativo: Discusión teórica e implementación empírica"*. Serie Documentos de discusión N°1. Superintendencia de Valores y Seguros. Julio 2000.

Clarke, Álvaro. *"Modernización del mercado de capitales chileno: La nueva Ley de ofertas públicas de adquisición de acciones y gobierno corporativo"*. Serie Documentos de discusión N°1. Superintendencia de Valores y Seguros. Julio 2000.

Clarke, Álvaro. *"Política 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.

Jensen M. y Meckling, W. *"Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure"*. Journal of Financial Economics 3. 305-60, 1976.

Lazen, Vicente y Sepúlveda, Ana Cristina. *"Desarrollo de las tomas de control en Chile después de la Ley de OPA"*. Serie Documentos de trabajo, N°4. Superintendencia de Valores y Seguros — Chile. Noviembre 2004.

Superintendencia de Valores y Seguros. Resolución 351. *"Indica sanción de multa a persona que indica"*. 21 de Noviembre de 1997. Na autet vel ut in utem adigna acipsum zzrit, consectet lum aliquam etuero odolore feum zzriliquat. Ent non vulla



# LAS OPA EN PANAMÁ ALGUNAS LECCIONES APRENDIDAS EN UN SISTEMA PARADÓJICO

por Carlos A. Barsallo

## 1. INTRODUCCIÓN

En Panamá, el proceso de toma de control de sociedades registradas en la Comisión Nacional de Valores (CNV) pasó de un estado de ausencia total de regulación (salvo el régimen de defensa contra ofertas hostiles establecido en el Decreto 45 de 1977 vigente y confirmado en el artículo 103 del Decreto Ley 1 de 1999), a la institución de la oferta pública de adquisición de acciones (OPA) facultativa o voluntaria, con la entrada en vigencia del Decreto Ley 1 de 1999 por el cual se crea la CNV y se regula el mercado de valores en Panamá.

La OPA en Panamá no es obligatoria y las condiciones del mercado accionario, es decir, la concentración del control accionario en las empresas públicas en muy pocos accionistas, no la hace indispensable como mecanismo de toma de control, a pesar de sus ventajas. Sin embargo, la OPA ha tenido un auge importante en el mercado de valores panameño. Intentaremos brindar algunas de las razones que, en nuestra opinión, han producido este resultado.

Veremos en estos comentarios como, a nuestro juicio, la historia, la regulación y la práctica de las OPA en Panamá presentan características interesantes, contradictorias y hasta paradójicas que brindan lecciones que pueden ser de utilidad general.

## 2. CARACTERÍSTICAS INTERESANTES

Las OPA en Panamá se presentan como un fenómeno novedoso y de características interesantes que han tenido un auge importante en los últimos 7 años. Cerca del 20% de las sociedades con acciones registradas en la CNV ha sido objeto de una OPA. Se ha pagado

**En Panamá cerca del 20% de las sociedades con acciones registradas en la CNV ha sido objeto de una OPA.**

en efectivo en su mayor parte a los accionistas de estas empresas, en procesos muy públicos y transparentes, una suma total superior a los US\$2.799 millones, lo que ha acaparado la atención general de concededores y público en general, tanto local como internacional.

Cuadro de las OPA realizadas en Panamá, años 2000-2006

| Fecha    | Oferente/Destinatario  | Total de Acciones Ofrecidas | Mínimo de Acciones Ofrecidas | Precio de Mercado (US\$) | Precio Ofrecido (US\$) | Aceptaciones Finales (%) | Monto Pagado (US\$)  |
|----------|--|-----------------------------|------------------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------|----------------------|
| 15/05/00 | Banco del Istmo, S.A./ Primer Grupo Nacional, S.A.   | 15,172,536                  | 7,738,007                    | 14.50                    | 17.00                  | 99.42                    | 81,894,260           |
| 20/11/00 | Corporación Incem, S.A./ Accionistas   | 4,412,062                   | 1,147,136                    | 60.00                    | 61.00                  | 47.40                    | 127,570,361          |
| 20/11/01 | Corporación de Cervezas Nacionales C. A.; Bravaría, S.A.; Latin Development/ Accionistas Cervecería Nacional, S.A. | 15,359,262                  | 7,883,324                    | 14.00                    | 18.50                  | 91.53                    | 260,079,160          |
| 5/11/02  | CA Beverage Inc./ Accionistas Cervecería Barú-Panamá, S.A.   | 3,844,114                   | (a)                          | 12.00                    | 14.60                  | 99.60                    | 55,899,568           |
| 55899    | Coca Cola de Panamá Compañía Embotelladora, S.A./Accionistas   | 3,934,245                   | (a)                          | 19.00                    | 22.55                  | 95.77                    | 84,776,095           |
| 9/02/04  | Banco Continental de Panamá S.A./Accionistas Grupo Wall Street Securities  | 3,368,677                   | 1,718,026                    | 16.00                    | 16.65                  | 99.60                    | 55864118             |
| 18/10/04 | Multi Holding Corporation/ Accionistas   | 16,865,737                  | 12,817,961                   | 18.60                    | 21.72                  | 99.20                    | 363,393,217          |
| 20/09/06 | HSBC Asia Holdings B.V./Accionistas Grupo Banistmo, S.A.   | 33,629,730                  | 21,859,325                   | 48.50                    | 52.63                  | 99.98                    | 1,769,578,703        |
|          | <b>Total</b>   |                             |                              |                          |                        |                          | <b>2,799,055,482</b> |

## 2.1 ¿Regímenes Contradictorios?

La regulación de las OPA en Panamá presenta dos regímenes legales con características contradictorias. En el derecho panameño sobreviven en la actualidad dos normativas en materia de OPA con filosofías y objetivos totalmente opuestos.

Por un lado, una normativa que tiende a favorecer, o al menos a no dificultar los cambios de control. Ese es el caso representado por el Decreto ley 1 de 1999, y sobre todo su acuerdo reglamentario, el Acuerdo 7-2001, que regula las OPA. Este último Acuerdo contiene normas que favorecen la toma de control de empresas públicas, o por lo menos impiden el establecimiento de medidas que las dificulten. Así, a partir de la notificación de la OPA al emisor, y hasta la comunicación de sus resultados por el oferente, la Junta Directiva del emisor se abstendrá de realizar cualquier operación que no sea propia de la actividad ordinaria de la sociedad o que tenga por objeto perturbar el desarrollo de la OPA.

Por otro lado, existe otra normativa vigente que tiende a dificultar los cambios de control y proteger a las administraciones de empresas públicas. Ese es el caso y razón de ser del Decreto 45 de 1977, denominado “régimen de defensa contra ofertas hostiles”, disponible para las sociedades constituidas de conformidad con las leyes de Panamá y las constituidas de conformidad con leyes extranjeras que tengan su sede social o estén habilitadas para hacer negocios dentro de la República de Panamá, que tengan más de tres mil accionistas (la mayoría con domicilio fuera de la República de Panamá) y que se registren, o que estén registradas en la CNV expresamente para este propósito al entrar en vigencia el Decreto Ley 1 de 1999, y que mantengan en Panamá oficinas permanentes con empleados de tiempo completo e inversiones en el territorio nacional por una suma superior a un millón de dólares (US\$1.000.000,00).

Los oferentes en las ocho OPA que se han producido en los últimos 7 años en Panamá se han comportado en la práctica como si el sistema fuese de OPA obligatorias.

## 2.2 Paradoja: Voluntarias por Ley, ¿Obligatorias en la Práctica?

Los oferentes en las ocho OPA que se han producido en los últimos 7 años en Panamá se han comportado en la práctica como si el sistema fuese de OPA obligatorias.

Sin tener Panamá un sistema legal de OPA obligatoria, los oferentes en las ocho OPA que se han producido en los últimos 7 años en Panamá se han comportado en la práctica como si el sistema fuese de OPA obligatorias, con todas las implicaciones que ello conlleva. La paradoja resulta mayor si tenemos en cuenta que las propias condiciones de mercado no parecen hacer indispensable

las OPA como mecanismo de toma de control de empresas públicas. Las empresas públicas panameñas tienen un control bastante concentrado en pocos controladores. Cabe preguntarse si el uso de las OPA podría explicarse por la falta de otras opciones para la toma de control de una empresa pública. Veamos.

### 3. LAS OTRAS OPCIONES

Las OPA, junto a los llamados *proxy fights* o *proxy contests* y las fusiones son mecanismos de tomas de control de empresas.

Las OPA, como su nombre lo indica, son la oferta pública de adquisición de acciones registradas en la CNV. Los *proxy fights* consisten en la obtención, por un accionista o un tercero, de cantidad suficiente de poderes de voto, consentimiento o autorizaciones para ejercer el control en las votaciones de las asambleas de accionistas, con independencia de la relación con las acciones y su propiedad. En Panamá el procedimiento para obtener solicitudes de poderes de voto fue regulado de manera completa y prolija mediante el Acuerdo 16-2000 dictado por la CNV. No obstante, dicho Acuerdo fue declarado inconstitucional mediante fallo de la Corte Suprema de Justicia del 24 de mayo de 2003.

La declaratoria de inconstitucionalidad resultó de un publicitado caso que involucró al emisor registrado Corporación *La Prensa*. La Prensa, el principal diario de circulación nacional y una gran empresa periodística registrada en la CNV, posee una base bastante dispersa de más de 1.500 accionistas. Este emisor



iba a celebrar en el año 2001 su Asamblea Anual de Accionistas para la elección de directores y dignatarios. Un accionista presentó una denuncia ante la CNV alegando que algunos accionistas y candidatos a directores y dignatarios de La Prensa estaban solicitando poderes de voto en violación de los requerimientos de solicitud del poder de voto contemplados en el Acuerdo 16-2000 de la CNV. En respuesta a la investigación realizada por la CNV sobre la supuesta violación, un miembro de la Junta Directiva de La Prensa demandó ante la Corte Suprema de Justicia la constitucionalidad de la facultad legal de la CNV para reglamentar, mediante Acuerdos, los requerimientos de votación del poder de voto.

Aún cuando el derecho de la CNV para reglamentar el asunto está especificado expresamente en los Artículos 91 y 93 del Decreto ley de Valores, el demandante mantuvo la inconstitucionalidad de esos artículos. Este reclamo se basó en el Artículo 179 de la Constitución de Panamá, que establece que sólo el Ejecutivo está autorizado para reglamentar las leyes. La Corte Suprema de Justicia interpretó que, mientras la CNV sí estaba autorizada, bajo el Decreto-Ley 1 de 1999, a emitir *Acuerdos*, no estaba autorizada a emitir *Acuerdos* relacionados con los requerimientos de votación del poder de voto, puesto que los Artículos 91 y 93 se referían a las “regulaciones ejecutivas”, más que a los *Acuerdos* de la CNV. Es necesario acotar que el Decreto ley de valores no conoce distinción en materia de *Acuerdos*. Como resultado, no existe, a la fecha, norma reglamentaria, por lo cual este mecanismo de *proxy fights* no se encuentra disponible en la práctica.

Por último, existe el mecanismo de las fusiones. Las fusiones siguen siendo una forma común y bastante practicada en Panamá de toma de control de empresas y son las que cuentan con mayores precedentes. No obstante, en las fusiones, a diferencia de las OPA, la decisión final reside en la asamblea de accionistas de la empresa como órgano colegiado y no en el accionista individualmente considerado.

Todos los mecanismos antes citados buscan el mismo fin genérico, hacerse con el control de la empresa utilizando distintas vías. La elección de la vía por parte de la persona que desea hacerse con el control de la empresa viene dada por las circunstancias reales de cada situación y lo que más le convenga al interesado (costos, tiempos), así como lo que disponga la legislación respectiva, la cual deberá contemplar los intereses de los accionistas de las empresas y el éxito mismo del mercado de control de las empresas.

#### 4. ¿CONTROL DISPERSO?

En Panamá la tenencia de acciones se mantiene limitada a pocas personas, ya que no hemos alcanzado la deseada e indispensable democratización del capital.

El mercado de acciones panameño es relativamente pequeño e ilíquido. Si bien

**El mercado de acciones panameño es relativamente pequeño e ilíquido. A diferencia de otros países de America Latina, Panamá no utilizó su mercado de valores para ninguna de sus privatizaciones más importantes.**

se observa una tendencia en los últimos años a una mayor actividad y dinamismo en el mercado de valores en general, el número de empresas con acciones comunes registradas (el mayor de Centro America) no ha aumentado. A diferencia de otros países de America Latina durante el periodo “privatizador”, Panamá no utilizó su mercado de valores para ninguna de sus privatizaciones más importantes, como por ejemplo la

telefonía o la electricidad. Las 33 empresas con acciones registradas en la CNV tienen un total combinado de más de 40.000 accionistas. De la composición accionaria de estas 33 empresas se observa que el control de estas empresas se encuentra concentrado en pocos accionistas. Un ejemplo típico sería el de una empresa con 1.302 accionistas con un total de 41 millones de acciones emitidas y en circulación. Nueve accionistas son dueños de 23 millones de acciones, es

**El control se encuentra concentrado en pocos accionistas: a modo de ejemplo, en una empresa con 1.302 accionistas, nueve son dueños de aproximadamente el 57% de las acciones emitidas.**

decir, aproximadamente el 57% de las acciones emitidas. Por su parte, 657 accionistas son dueños de 78.000 acciones, es decir un 0,19% de las acciones emitidas y en circulación.

En el caso de empresas con una composición accionaria que refleja un control disperso, la necesidad del uso de OPA como mecanismo de adquisición de control se hace más evidente, ya que en la práctica no es

fácil ni posible para el interesado adquirir el control en las mejores condiciones, y, por lo tanto, debe lanzar una OPA. En el caso panameño, la información oficial sobre la concentración del control accionario no refleja que sea imposible, ni

siquiera realmente difícil para un interesado acceder al control de la empresa mediante la adquisición del control en forma privada de manos de los pocos accionistas que lo detentan.

En el caso panameño, la concentración del control accionario no refleja que sea difícil para un interesado acceder al control de la empresa.

Lo anterior induciría a suponer entonces que, si no son las condiciones de mercado, es decir, la dispersión del control en gran cantidad de accionistas, es entonces la imposición legal lo que obliga a quien quiera hacerse con el control de una empresa con acciones registradas en la CNV a obtenerlo necesariamente mediante el lanzamiento de una OPA. Esta suposición no sería correcta. El sistema legal panameño no contempla la OPA obligatoria. El sistema panameño contempla la llamada OPA voluntaria.

## 5. ¿LA LEY LO OBLIGA?

Un ejemplo típico en el derecho comparado de OPA obligatoria es la norma clásica que dispone que toda persona que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones de una sociedad cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en la Bolsa de valores no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición cuando de esta forma pueda llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea una participación significativa en el capital con derecho a voto de la sociedad emisora de dichos valores.

En el caso panameño, lo que la normativa vigente dispone es que toda persona, incluyendo al emisor, (que decida por voluntad propia, ya que ninguna norma jurídica la obliga), que en forma pública haga en la República de Panamá una oferta de compra de acciones registradas de un emisor por 25% o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o por una cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de las mismas, dicha persona adquiera más del 50% del capital emitido y en circulación de dicho emisor, deberá notificar a la Comisión y cumplir con las disposiciones del Decreto ley 1 de 1999 y con los acuerdos que dicte la Comisión sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, la información que deba ser divulgada en dicho documentos y la forma que éstos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes.

La OPA en Panamá no es obligatoria y las realidades de la concentración del control no la hacen indispensable, ¿cuál es la razón o razones para que se hayan dado la cantidad de OPA que se han dado en los últimos años?

Entonces cabe preguntarse, si la OPA en Panamá no es obligatoria y las realidades de la concentración del control no la hacen indispensable, ¿cuál es la razón o razones para que se hayan dado la cantidad de OPA que se han dado en los últimos años?

En este punto, el cual es el objeto medular a desarrollar en estos comentarios, ha influido, en nuestra opinión una combinación de factores entre los cuales se pueden destacar los siguientes sin hacer una lista exhaustiva: El papel jugado en la práctica en las OPA por la opinión pública, las partes interesadas (en especial accionistas, directores y administradores de algunas empresas), el rol de los medios de comunicación, sobre todo la prensa escrita, y en menor medida, probablemente, el regulador y supervisor del mercado de valores, la CNV.

## 6. EL PAPEL DE LA OPINIÓN PÚBLICA, LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN Y LA CNV

El papel de la opinión pública y de los medios de comunicación ha sido muy importante. Los medios de comunicación son un vehículo invaluable para educar al inversionista, lo que es fundamental en países con mercado de valores emergente.

Existe mucho desconocimiento sobre el mercado de valores y el desconocimiento se traduce en poca participación y desconfianza.

Existe mucho desconocimiento sobre el mercado de valores y el desconocimiento se traduce en poca participación y desconfianza. Es en interés de los medios informar sobre el desarrollo del mercado de valores como parte integrante del sistema financiero del país.

No obstante, un manejo no adecuado—sensacionalista—de problemas u operaciones financieras, las cuales pueden ser a veces novedosas (como las OPA en su momento en el mercado panameño), sensibles o complejas, puede ocasionar enorme confusión y desconfianza en el público, sobre todo si se tiende a generalizar o simplificar en exceso y los distintos casos no son bien explicados ni analizados técnicamente por los medios de comunicación.

Un ejemplo concreto del efecto de los medios fue el caso de la primera OPA que se dio en Panamá. Como es de suponer, la misma fue toda una novedad que generó abundante cobertura en los medios. Numerosos factores se alinearon para que fuera un caso de lo más interesante. Podemos destacar en forma no exhaustiva: a) la nueva regulación de valores, el Decreto ley 1 de 1999 que fue aprobado el 8 de julio de 1999, pero que no entró en vigencia total hasta el año 2000, b) el equipo de la CNV que recién se instalaba y tenía una prioridad: organizarse internamente y terminar de reglamentar la ley de valores. No obstante, las circunstancias del mercado no se ajustaban precisamente al plan de acción del regulador.

En mayo de 2000, uno de los tres bancos de capital privado más grandes e importantes del país, Banco del Istmo S.A., empresa con acciones registradas en la CNV y listadas en la Bolsa de Valores de Panamá (BVP), decide lanzar una OPA por las acciones de la empresa Primer Grupo Nacional S.A., tenedora de las acciones del Primer Banco de Ahorros S.A., que era también un emisor con sus acciones registradas en la CNV, listadas en la BVP y considerado uno de los tres mayores bancos de capital privado del país.

La normativa reglamentaria a dictarse por la CNV no estaba terminada. La CNV coordinó con los interesados de manera que la primera OPA en la historia del mercado de valores panameño se realizara contando con un reglamento adecuado. El diálogo fue fundamental y se logró contar con un acuerdo reglamentario inspirado en normas de mercados de valores de países tales como Perú y Costa Rica, entre otros.

La CNV coordinó con los interesados de manera que la primera OPA en la historia del mercado de valores panameño se realizara contando con un reglamento adecuado.

Otro elemento importante que generó interés en la primera OPA fue, sin duda, que Empresa General de Inversiones S.A., tenedora de las acciones del Banco General, otro de los tres bancos de capital privado más grande del país y ambos con acciones registradas en la CNV y listadas en la BVP, decidió participar con una OPA competidora. Se produjo entonces algo inédito. Al mencionar lo inédito de la situación no nos referimos a la toma de control, compra de bancos o competencia por adquirir empresas, que como bien puede suponerse se han dado frecuentemente a lo largo de la historia financiera panameña. Lo realmente inédito es que se efectuara todo bajo un procedimiento reglado que partía de

varios objetivos fundamentales, claros, novedosos, no contemplados antes y que podemos resumir así:

**a. Acceso a un tratamiento equivalente para todos los accionistas del emisor**

La finalidad es que todos los accionistas accedan al mismo tratamiento en caso de oferta pública de compra de acciones registradas de un emisor por el veinticinco por ciento (25%) o más del capital emitido y en circulación de dicho emisor o por una cantidad de acciones que haga que, como resultado de la compra de dichas acciones, dicha persona adquiera más del cincuenta por ciento (50%) del capital emitido y en circulación del emisor.

**b. Divulgación de la información relevante sobre la oferta**

Tiene como finalidad asegurar la divulgación de información necesaria para que los accionistas puedan formarse un juicio respecto de la conveniencia o no de vender sus acciones.

Se reflejaba así, de manera formal, la preocupación de la regulación reglamentaria de que se brindara a los accionistas toda la información relevante y necesaria y además con completa transparencia para todo el mercado. Al mismo tiempo, se propugnaba un trato igualitario para todos los accionistas, sin distinción, como destinatarios finales de las OPA y responsables de la decisión final en forma individual.

En un principio el despliegue mediático causó justificada preocupación a algunos sectores... temían que un proceso de toma de control prolongado y expuesto en los medios podría producir una corrida de depósitos en los bancos afectados, en especial el banco objeto de la OPA.

Nunca antes la opinión pública panameña, los depositantes de los bancos involucrados, los reguladores—ni el bancario, ni el de valores—ni el público en general habían experimentado, en esta forma, este tipo de operaciones con las enormes ventajas de la transparencia y la libertad de información.

La batalla por el control de Primer Grupo Nacional S.A. se libró en la CNV, así como en los medios de comunicación. En un principio el

despliegue mediático causó justificada preocupación a algunos sectores. El regulador bancario, en forma justificada, temía que un proceso de toma de control prolongado y expuesto en los medios podría producir una corrida de depósitos en los bancos afectados, en especial el banco objeto de la OPA.

Conviene recordar que, en beneficio de los accionistas y de su derecho a tomar una decisión debidamente informada, la ley panameña establece un período mínimo de 30 días para la toma de decisión de si se acepta una OPA o no. En esos 30 días la ley permite al accionista revocar su aceptación sin mayor razón y autoriza (y favorece) la entrada de OPA competidoras, caso este último en el cual el plazo mínimo de aceptación se extiende. Lo anterior puede representar varios meses de incertidumbre sobre los destinos del emisor y, en el caso que se trate de bancos, produce preocupación en el sector bancario.

Correspondió entonces al regulador de valores, la CNV, explicar a diferentes niveles los propósitos, mecanismos y beneficios de las OPA. La labor tuvo que ser muy didáctica. Lo más curioso y paradójico es que no se estaba acostumbrado a tanta información ni a tal transparencia, lo cual para algunos no fue ni es fácil de manejar.

Los competidores utilizaron los medios en forma constante, intentando destacar las bondades de su oferta y las desventajas de la oferta competidora. Igualmente sus asesores legales intentaron utilizar los estrados de la CNV para invalidar la oferta del otro, argumentado razones técnicas o de procedimiento. No se vislumbró nunca, como alternativa viable, acudir a los tribunales de justicia. Se prefirió la sede administrativa de la CNV por la agilidad de la misma en comparación con otros estrados.

El resultado final de la competencia fue el retiro de la oferta competidora por parte de Empresa General de Inversiones S.A. por considerar que no había contado con las mismas circunstancias que el oferente original. No obstante, la oferta competidora trajo un resultado altamente positivo para los accionistas de Primer Grupo Nacional S.A. La oferta inicial de Banco del Istmo S.A. fue aumentada en forma interesante, logrando así los accionistas un mejor precio por sus acciones que el ofrecido originalmente.

Correspondió entonces al regulador de valores, la CNV, explicar a diferentes niveles los propósitos, mecanismos y beneficios de las OPA.

Vale anotar que el pago se dio en efectivo y en acciones del oferente. La empresa adquiriente, Banco del Istmo S.A., permaneció registrada en la CNV y listada en la BVP. Hoy esa empresa, o el resultado de ella, ha sido objeto de una OPA siendo adquirida por el banco HSBC y procediéndose a la terminación de su registro en la CNV y su salida de la BVP. La salida del mercado local ha sido la conducta de la gran mayoría (6 de 8) de las empresas objeto de OPA.

El caso de la primera OPA no fue el único que sirve para demostrar nuestro argumento sobre el efecto de la opinión pública y los medios en materia de OPA en Panamá. Otro caso que nos brinda lecciones importantes es el caso de la OPA por las acciones de Cervecería Nacional S.A.

## 7. LA INFLUENCIA DE LA OPINIÓN PÚBLICA: OPA CERVECERÍA NACIONAL S.A.

Los planes iniciales para la toma de control de esta empresa por Compañía de Cervezas Nacionales C.A., Bavaria y otros, se idearon, según se reportó en los medios, para efectuarse mediante la adquisición de las acciones de la empresa Capitales Nacionales S.A., sociedad anónima que actuaba como holding de la empresa Cervecería Nacional S.A.

La composición accionaria de la sociedad operativa y ejecutora del negocio, Cervecería Nacional S.A., no era idéntica, aunque sí muy parecida, a la de su sociedad holding Capitales Nacionales S.A. Ambas sociedades tenían sus acciones registradas en la CNV.

La adquisición de las acciones de Capitales Nacionales S.A. representaba para el comprador la adquisición por vía indirecta de Cervecería Nacional S.A. Para los accionistas que sólo lo eran de Cervecería Nacional S.A., pero no de Capitales Nacionales S.A., representaba quedar excluidos de la operación.

Para el comprador había otro factor importante a considerar; el control accionario en Capitales Nacionales S.A. estaba concentrado en unos pocos accionistas. La adquisición de las acciones de estos accionistas en forma privada y directa produciría para el comprador el efecto de poseer el control de Capitales Nacionales S.A., y por ende de Cervecería Nacional S.A., a un costo significativamente menor



que el de lanzar una OPA para adquirir el control de la totalidad de las acciones de los accionistas de Cervecería Nacional S.A.

Se produjo una corta pero intensa campaña en los medios mediante la cual los accionistas de Cervecería Nacional S.A. que no eran accionistas de Capitales Nacionales manifestaron su oposición a que la operación se realizase por la vía de adquirir el control de las acciones de Capitales Nacionales S.A.

La BVP requirió a la CNV que intervenga en el caso. Dicha intervención del regulador sirvió para confirmar y aclarar las diferencias existentes en lo establecido en las normas vigentes sobre OPA, más concretamente su carácter voluntario y no obligatorio, contrario a la percepción generalizada y creada por las OPA celebradas con anterioridad, así como para dejar en evidencia la insuficiencia normativa para tratar con casos como el sometido a consideración. Esto se aplicó en particular al problema de la adquisición del control en forma indirecta mediante la adquisición de acciones de la empresa holding, que puede o no ser una empresa registrada en la CNV, cuya solución no está contemplada en la normativa panameña.

La BVP requirió a la CNV que intervenga en el caso...[ello] sirvió para confirmar y aclarar las diferencias existentes en lo establecido en las normas vigentes sobre OPA, más concretamente su carácter voluntario y no obligatorio, contrario a la percepción generalizada.

En este caso en particular se trataba de una empresa y su holding que tenían sus acciones registradas en la CNV, pero bien pudo no ser el caso, lo cual hubiese añadido una complicación. La condición de empresa registrada en la CNV es determinante según la ley panameña para que se dé el primer presupuesto necesario para que proceda una OPA. No pueden ser objeto de OPA, conforme las regula la legislación vigente, las acciones que no se encuentren registradas en la CNV.

Un problema que plantea el tema de que el objeto de las OPA sean acciones registradas en la CNV lo constituye el hecho de que se adquiera el control de una sociedad tenedora de acciones que no se encuentran registradas en la CNV,

pero que es propietaria de las acciones de una sociedad que sí se encuentran registradas en la CNV. Es decir, no se adquieren las acciones registradas en la CNV sino que se adquieren las acciones de la sociedad tenedora o holding, las cuales no se encuentran en el ejemplo planteado, registradas en la CNV. El resultado práctico es el cambio de control en la sociedad cuyas acciones se encuentran registradas en la CNV, pero no se configura el supuesto necesario para que se origine la obligación de notificar una OPA a la CNV.

Expuesto lo anterior cabe preguntarse entonces: si no fueron las condiciones de mercado, es decir, no era necesario para el comprador dirigirse a un grupo disperso de accionistas para adquirir el control de la empresa deseada ya que bastaba dirigirse a un grupo muy reducido de accionistas tenedores de las acciones de la empresa controladora de la empresa deseada y adquirir dichas acciones de forma privada, si no fue una obligación legal de lanzar una OPA a todos los accionistas—como única forma jurídica permitida para hacerse con el control de la empresa—la que logró que el comprador lanzase una OPA de esas características, ¿Qué hizo que esta operación se concretara de la forma en que se concretó? ¿Cuál fue entonces el motivador principal?

La respuesta no puede ser exacta ya que no existen las declaraciones ni respuestas oficiales de las personas que tomaron estas decisiones. Lo que sí

Los controladores locales, la opinión pública y los medios... dejaron saber firmemente su intención y deseo de que la operación beneficiara por igual a todos los accionistas de la empresa.

resulta de conocimiento público es el hecho de que los controladores locales, la opinión pública y los medios jugaron un papel importante y dejaron saber firmemente su intención y deseo de que la operación beneficiara por igual a todos los accionistas de la empresa, sin distinción.

Sobre esta actitud, y su razón de ser, es necesario tener en cuenta la manera en que históricamente

se había manejado la empresa, que a pesar de ser grande para los estándares locales, operaba bajo la premisa de un país y mercado pequeño en el que todo el mundo se conoce y considerar también la forma en que fue incorporando a lo largo de su desarrollo a sus nuevos accionistas.

Igualmente, es necesario tener en cuenta el declarado interés de los controladores de no ver su reputación afectada por una operación que involucrara ganancias sólo para los mayoritarios y dejase desprotegidos a los minoritarios, los cuales como hemos dicho no eran ni desconocidos ni extraños, y habían hecho saber su descontento.

Este curioso caso, que se aleja de los aspectos estrictamente de mercado y legales, nos lleva a concluir que el papel que jugaron la opinión pública, los medios de comunicación y el deseo de mantener intacta la reputación de los controladores en una empresa en apariencia grande para los estándares locales, pero con una base accionista de personas conocidas, produjo una OPA en un caso en el cual, en estricto derecho, podría haberse adquirido sin este mecanismo aunque a un costo alto para su reputación.

El deseo de mantener intacta la reputación de los [accionistas] controladores...produjo una OPA en un caso en el cual, en estricto derecho, podría haberse adquirido sin este mecanismo.

## 8. ALGUNAS LECCIONES APRENDIDAS DE LA PRIMERA OPA

El balance de la primera OPA, en términos de regulación, fue positivo y como era de esperarse se han generado lecciones diversas para todos los involucrados. Veamos sólo algunas desde la perspectiva de cada parte interesada.

### 8.1 *El Regulador de Valores*

El regulador de valores generó, en el transcurso de la OPA, una gran cantidad de opiniones, que en el derecho panameño tienen el valor de reglamento. Estas opiniones permitieron de manera ágil y flexible ir avanzando en el proceso. También dictó acuerdos para reformar el acuerdo original, que luego sometió al procedimiento obligatorio de consulta pública, y produjo un documento final que recogía todas las experiencias

El regulador de valores generó, en el transcurso de la OPA, una gran cantidad de opiniones que... permitieron de manera ágil y flexible ir avanzando en el proceso.

acumuladas por todos los interesados a los cuales invitó especialmente a participar para mejorar el reglamento inicial. Este acuerdo reglamentario demostró ser satisfactorio, a la vez que, como toda obra humana, perfectible.

Un cambio práctico que se introdujo en la ley fue el cobro de una tarifa de notificación por parte de la CNV. Las OPA que son, en algunos mercados, fuente de ingresos importantes para algunos reguladores, no pagaban ningún tipo de tarifa o tasa a la CNV. Luego de la primera OPA, con la modificación legal mencionada, la persona que notifique una OPA debe pagar a la CNV, por una sola vez, una tarifa de notificación de oferta pública de compra de acciones por la suma de diez mil dólares (US\$10,000.00).

## *8.2 Las Empresas Públicas y Los Oferentes*

El resultado de la primera OPA permitió aclarar lo que debe hacer el oferente en una OPA y lo que debe, y puede, hacer el regulador. El ejercicio concreto aclaró, contrariamente a lo que podría suponerse, que ni el oferente debe pedir autorización al regulador, ni la CNV procederá, en consecuencia, a dar autorización en caso de OPA.

La primera y principal obligación de la persona que lanza una OPA es notificar a la CNV y cumplir con las disposiciones del Decreto ley de valores y con lo dispuesto en el Acuerdo 7-2001 sobre el procedimiento de distribución que deba darse a los documentos que contengan la oferta, la información que deba ser divulgada en dichos documentos y la que estos deban tener, con el fin de establecer un proceso equitativo para todas las partes.

Una vez recibida la notificación, la CNV verificará que la oferta se ajuste a lo dispuesto en el procedimiento, para lo cual podrá solicitar y recabar información adicional que estime pertinente. Si la documentación presentada cumple con lo requerido no se producirá ningún acto adicional por parte de la CNV en el sentido de una resolución que apruebe o registre la OPA. Las OPA en la normativa panameña, a diferencia de otros mercados, no se autorizan.

El poder de control y supervisión del regulador reside en su facultad legal para suspender las OPA en casos muy especiales en los cuales, a su juicio, hace falta información o la información presentada es falsa o engañosa.

Las futuras empresas que podrían ser objeto de OPA, y, sobre todo, sus asesores legales, comenzaron a estudiar y diseñar mecanismos previos a las OPA que las convertían en un mero mecanismo formal para concluir un trámite ya iniciado, y hasta en cierta medida concluido en forma previa a la OPA. A algunos de estos mecanismos ha reaccionado la CNV.

La CNV ha fijado su posición administrativa en cuanto a los efectos de los pactos entre accionistas que tengan bloques de control en sociedades registradas y potenciales adquirentes de las mismas. En varios casos, las OPA lanzadas por la totalidad de las acciones estuvieron antecedidas de la celebración de pactos o convenios privados con accionistas de dichas sociedades registradas que, en forma individual o conjunta con otros accionistas, formaban un bloque de control. En los casos que se presentaron, el propósito de tales convenios era que, una vez lanzada la OPA, los accionistas suscriptores del convenio se obligaran a aceptar la oferta, estableciendo incluso penalidades en el caso de que los accionistas suscriptores no aceptaran o revocaran la aceptación previamente manifestada de la OPA.

La CNV considera que el efecto de dichos acuerdos previos en el contexto de una OPA lanzada de conformidad con la legislación vigente es contrario al tenor literal y espíritu del Decreto Ley 1 de 1999, al impedir la libre competencia.

### *8.3 El Regulador Bancario*

El regulador bancario reaccionó con reglamentación especial y con una filosofía distinta a la del regulador de valores en materia de toma de control de bancos, e incluso más allá con la toma de control de grupos económicos a los que pertenecen bancos.

Las diferencias de filosofías regulatorias (divulgación total y oportuna de la información versus reserva y confidencialidad de los trámites) que existen en forma generalizada en el mundo entre banca y valores se hicieron más evidentes, ya que se intenta acomodar los intereses de los accionistas de los bancos (cuando son empresas de tenencia pública) y la necesidad de información, transparencia y publicidad en el mercado, con los intereses de la protección del sistema, la confianza y los depositantes del sistema bancario, los cuales normalmente están basados en la confidencialidad y la reserva.

## 8.4 Los Medios de Comunicación

Los medios de comunicación, en especial los periodistas especializados en temas financieros en la prensa escrita, absorbieron las enseñanzas de la primera OPA y esto se ha visto reflejado en la cobertura y manejo de las siete OPA que han seguido. Las coberturas son en cierta medida diferentes. El tema, que se ha convertido en algo más cotidiano y ha dejado ser novedad, se reporta con mayor serenidad y los periodistas ejercen un papel fiscalizador muy importante.

## 8.5 Los Accionistas de Las Empresas Públicas

Estimamos que han sido los grandes ganadores. Los accionistas han podido observar y beneficiarse de las ventajas de las OPA como mecanismo para la toma de control de las empresas y, de forma más general, las ocho OPA realizadas han

Los accionistas han podido observar y beneficiarse de las ventajas de las OPA...el precio pagado por las acciones ha superado en forma importante al precio que el mercado daba a dichas acciones.

sido consideradas exitosas en su totalidad en términos de que el precio pagado por las acciones ha superado en forma importante al precio que el mercado daba a dichas acciones desde el momento en que iniciaron su cotización pública.

No significa que no han existido accionistas insatisfechos. Algunos accionistas han presentado quejas y denuncias sobre un alegado uso

indebido de información privilegiada en algunas de las OPA. La CNV ha investigado todas las alegaciones presentadas, pero no ha podido encontrar evidencia que confirme las quejas o denuncias.

Señalamos algunas de las que son a nuestro juicio y sin que la lista sea exhaustiva, seis ventajas contempladas en la normativa que han recibido los accionistas en las OPA que se han dado en la práctica, y de las que no disfrutaban antes ni reciben de otros mecanismos de toma de control.

### **8.5.1 DERECHO A RECIBIR UN INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA DE LA SOCIEDAD EMISORA**

La Junta Directiva de la sociedad emisora de las acciones objeto de la OPA rinde, al menos, un informe detallado con su opinión sobre la oferta, en el que debe hacer referencia a la existencia de Acuerdos entre el oferente y la sociedad, o sus directores, dignatarios o ejecutivos por razón de la OPA. Dicho informe, y cualquier otra comunicación que el emisor haga sobre la OPA, debe ser entregado a la CNV para su inclusión en el expediente público y puesto a disposición de los accionistas de la sociedad emisora al menos 5 días hábiles antes del vencimiento de la oferta.

### **8.5.2 DERECHO A UN PLAZO DE ACEPTACIÓN SUFICIENTE PARA TOMAR UNA DECISIÓN**

La OPA no podrá tener un plazo para su aceptación que sea menor de treinta días.

### **8.5.3 IGUALDAD DE CONDICIONES**

Toda OPA debe ser ofrecida a todos los tenedores de dichas acciones en igualdad de términos y condiciones, y se debe pagar el mismo precio de compra a todos los tenedores de dichas acciones que acepten la oferta.

### **8.5.4 COMPRA EN FORMA PRORRATEADA**

En caso de que se reciban aceptaciones por una cantidad de acciones mayor a la estipulada en la OPA, el oferente debe adquirir las acciones en forma proporcional entre las aceptaciones recibidas. En caso de que se reciban aceptaciones por una cantidad de acciones mayor a la estipulada en la oferta pública de compra, el oferente puede adquirir parcial o totalmente los valores que exceden el monto de la oferta. De no hacerlo, debe adquirir las acciones en forma proporcional entre todos los aceptantes, en proporción al número de valores comprendidos en cada aceptación recibida.

### **8.5.5 PROHIBICIÓN DE COMPRAR ACCIONES FUERA DE LA OFERTA**

Ninguna persona o afiliada suya que haya hecho una OPA, incluyendo el propio emisor, puede adquirir, directa o indirectamente, acciones de la misma clase en forma distinta a lo establecido en dicha oferta dentro del plazo de la oferta.

### **8.5.6 DERECHO A REVOCAR LA ACEPTACIÓN**

Cualquier tenedor de acciones que haya aceptado una OPA podrá revocar su aceptación antes de que venza el plazo de la oferta.

## *8.6 El Gobierno*

El gobierno nacional reaccionó en el tema de las OPA con un enfoque fiscal muy concreto. Desde su regulación inicial, las OPA gozaban de un tratamiento fiscal especial al establecerse que no estaban sujetas al impuesto sobre la renta a las ganancias obtenidas por los accionistas como resultado de la aceptación de una OPA. Esto sin duda les daba un atractivo como mecanismo de toma de control.

El tratamiento fiscal especial generó que las ocho OPA que originaron pagos a los accionistas por más de US\$2.799 millones no realizaran, en ningún caso por establecerlo la ley, el pago del impuesto sobre la renta por la ganancia de capital obtenido por cada accionista.

En la reforma fiscal de 2005, las OPA fueron gravadas con un porcentaje especial de 10% sobre las ganancias obtenidas, en caso de haber mantenido la propiedad de las acciones por un plazo mayor de 24 meses, o la tasa habitual de impuesto sobre la renta (la que puede alcanzar hasta un 30% de la renta gravable), en caso de haber mantenido la propiedad de las acciones por menos de 24 meses.

En el año 2006 se modificó nuevamente la norma fiscal para establecer una fórmula final y única de pago de impuesto sobre la renta a las ganancias de capital generadas por los accionistas en las OPA. Se fijó el impuesto sobre la renta sobre la base del 5% del valor total de la enajenación.



## 9. CONCLUSIONES

La OPA facultativa seguida en algunos mercados responde generalmente a un mercado de valores bien desarrollado y con años de experiencia de todos sus actores, reguladores, inversionistas, tribunales de justicia y público en general. La OPA obligatoria ha tenido mejor difusión en Europa y en países latinoamericanos. Esta última es, sin duda, más fácil de entender y deseada por los accionistas minoritarios, aun cuando algunos académicos señalan que no es la panacea.

En lo personal estamos bajo la que estimamos es una fundada impresión de que los regulados panameños están convencidos de que en Panamá seguimos el sistema de OPA obligatoria y no la facultativa. Estamos también convencidos de que la aspiración de la gran mayoría de los accionistas (minoritarios) panameños es que la OPA sea obligatoria. Entendiendo por lo anterior, y en términos concretos, que si alguien pretende adquirir el control de una empresa que tiene sus acciones registradas en la CNV tenga que ofrecer comprarlas obligatoriamente a todos los accionistas y no sólo a los que detentan el control.

Lo anterior, sin embargo, no es lo que contempla expresamente la legislación actual. Factores metajurídicos (por ejemplo, opinión pública, medios de comunicación, etc.), como los explicados en estos comentarios han generado OPA en Panamá que han atendido a las aspiraciones de todos los accionistas, y por ende ha existido una alegre coincidencia. No obstante, no son necesariamente el reflejo de la normativa, lo cual no deja de plantear un potencial problema en el futuro en el cual no se dé esta feliz coincidencia y los accionistas minoritarios consideren que la normativa no respalda sus aspiraciones.

## 10. BIBLIOGRAFÍA

Barsallo, Carlos A., ¿Qué es una OPA? y La OPA obligatoria no es la panacea. Sección Negocios de la página Web de La Prensa. Domingo 18 de noviembre de 2001, y En: Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá. Tomo I. Febrero de 2006. Publicación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá. Página 176 y siguientes.

Barsallo, Carlos A., Manual sobre la oferta pública de adquisición de acciones (OPA) En: El Derecho Panameño. Trabajo preparado para presentación a funcionarios del Ministerio de Economía y Finanzas y la Caja del Seguro Social de Panamá. Charlas dictadas en la Comisión Nacional de Valores de Panamá el 25, 29 y 30 de agosto de 2006. Publicado en: Compilación de artículos sobre la regulación y el funcionamiento del mercado de valores en Panamá. Tomo II, 2007. Publicación de la Comisión Nacional de Valores de Panamá.

## LECTURAS Y SITIOS DE INTERÉS

Chile. Superintendencia Valores y Seguros.

<http://www.svs.cl>

Chile. Ley N° 19.705. Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) y establece régimen de Gobiernos Corporativos.

[http://www.svs.cl/sitio/legislacion\\_normativa/marco\\_legal/ley19705opas.pdf](http://www.svs.cl/sitio/legislacion_normativa/marco_legal/ley19705opas.pdf)

Chile. Superintendencia Valores y Seguros. Comunicado de prensa: “Corte de Apelaciones confirma plenamente resoluciones de la SVS en caso Chispas”, 08 de Julio de 2004.

[http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com\\_20040708-02.pdf](http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20040708-02.pdf)

Chile. Superintendencia Valores y Seguros. Comunicado de prensa: “SVS detalló fundamentos legales de sanciones en caso Chispas”, 14 de Julio de 2004.

[http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com\\_20040714-01.pdf](http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20040714-01.pdf)

Chile. Diario La Nación de Chile: “Fallo de caso Chispas”, 07 de Julio de 2005.

[http://www.lanacion.cl/prontus\\_noticias/site/artic/20050707/pags/20050707145249.html](http://www.lanacion.cl/prontus_noticias/site/artic/20050707/pags/20050707145249.html)

Chile. Superintendencia Valores y Seguros. Comunicado de prensa: “Corte Suprema confirmó íntegramente sanciones de la SVS”, 08 de Julio de 2005.

[http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com\\_20050708-01.pdf](http://www.svs.cl/sitio/admin/Archivos/com_20050708-01.pdf)

Chile. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) – Corporate Governance Country Assessment. The World Bank Group, Mayo 2003. [En Inglés]

[http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_chlcg.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_chlcg.pdf)

Panamá. Comisión Nacional de Valores.

<http://www.conaval.gob.pa>

Panamá. Decreto Ley N° 1. Regula el Mercado de Valores.

<http://200.46.126.10/Decreto%20Ley%20de%20Valores/Decreto%20Ley%201%20de%201999%20-%20Ley%20de%20Valores.pdf>

Panamá. Acuerdo N° 7-2001. Adopta el procedimiento para la notificación de ofertas públicas de compra de acciones.  
<http://www.conaval.gob.pa/Vigentes/Acuertos%202001/Acuerto%207-2001.pdf>

Panama. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC) – Corporate Governance Country Assessment. The World Bank Group, Junio 2004. [En Inglés]  
[http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_cg\\_pan.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_pan.pdf)

Bernal, Andres y Lubrano, Mike. “Crecimiento, Financiamiento y Gobierno Corporativo — el proceso de crecimiento de Bavaria, una empresa con vocación global (caso Bavaria)”. International Finance Corporation.  
[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Bavaria\\_Case\\_Study\\_Spanish/\\$FILE/Bavaria\\_Case\\_Spanish.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Bavaria_Case_Study_Spanish/$FILE/Bavaria_Case_Spanish.pdf)

Bernal, Andres y Lubrano, Mike. “Growth, Financing and Corporate Governance – the growth process of Colombia’s Bavaria, a company with global objectives (Bavaria case)”. International Finance Corporation. [En Inglés]  
[http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Bavaria\\_Case\\_Study\\_English/\\$FILE/Bavaria\\_Case\\_English.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Bavaria_Case_Study_English/$FILE/Bavaria_Case_English.pdf)

Nenova, Tatiana. “Takeover Laws and Financial Development”. World Bank Policy Research Working Paper, 4029, Octubre 2006. [En Inglés]  
[http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/10/05/000016406\\_20061005151909/Rendered/PDF/wps4029.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2006/10/05/000016406_20061005151909/Rendered/PDF/wps4029.pdf)





## **NUESTRA MISIÓN:**

El Foro Global de Gobierno Corporativo (Global Corporate Governance Forum), fundado en 1999, es un Fondo fiduciario de la Corporación Financiera Internacional (International Finance Corporation o IFC) que recibe recursos de donantes múltiples y tiene su sede en la Unidad de Gobierno Corporativo de la IFC/Banco Mundial. Con sus actividades, el Foro trata de promover al sector privado como motor de crecimiento, reducir la vulnerabilidad a las crisis financieras en las economías en desarrollo y en transición y ofrecer incentivos para que las empresas inviertan y funcionen de forma eficiente y socialmente responsable.

Asimismo, el Foro patrocina iniciativas locales y regionales para corregir deficiencias en materia de gobierno corporativo en los países de ingreso mediano y bajo, en el contexto de programas nacionales o regionales más amplios de reforma económica.

## **NUESTRO ENFOQUE:**

- Concientización y creación de consenso
- Difusión de mejores prácticas
- Patrocinar la investigación
- Financiación de asistencia técnica y desarrollo de capacidades

## **NUESTROS DONANTES:**

- Canadá
- Francia
- Luxemburgo
- Los Países Bajos
- Noruega
- Suecia
- Suiza
- Corporación Financiera Internacional

## **NUESTROS FUNDADORES:**

- Banco Mundial
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico



Global  
Corporate  
Governance  
Forum





Global  
Corporate  
Governance  
Forum

2121 Pennsylvania Avenue, NW  
Washington, DC 20433 USA  
Tel: +1 (202) 458 1857  
Fax: +1 (202) 522 7588  
[cgsecretariat@ifc.org](mailto:cgsecretariat@ifc.org)  
[www.gcgf.org](http://www.gcgf.org)