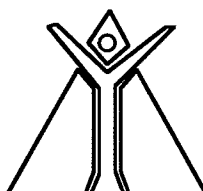


**Análisis**  
**PROYECTO DE LEY SOBRE**  
**OFERTAS PUBLICAS DE**  
**ADQUISICIÓN DE ACCIONES**  
**Y GOBIERNO CORPORATIVO**

**Nº 14 Axel Buchheister**

**SERIE INFORME**  
**LEGISLATIVO**  
**Nº14**



**MARZO 1999**

**LIBERTAD Y DESARROLLO**

**ISSN 0717-1536**

# **ANALISIS JURIDICO DEL PROYECTO DE LEY SOBRE OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES**

Axel Buchheister\*

En enero del presente año, el Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de ley sobre ofertas públicas de adquisición de acciones ("OPAS") y gobiernos corporativos de las sociedades anónimas.

Este proyecto, que constituye una verdadera reforma al mercado de capitales, trata de diversos temas relevantes, pero lo fundamental es la normativa sobre toma de control de las sociedades que transan sus valores en el mercado de capitales y la regulación sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones, temas que se presentan íntimamente ligados.

Se propone que toda toma de control de una sociedad anónima que transe sus valores en bolsa, deba hacerse mediante oferta pública de adquisición de acciones. Es decir, si alguien pretende lograr el control de una sociedad anónima abierta, no podrá adquirirlo de quien lo posea, sino que del público en general. De esta forma, las personas que posean el control de una sociedad, que en el mercado tiene un cierto valor, se verán privados de parte de su patrimonio sin ninguna compensación, porque en el hecho no podrán enajenarlo. Ello viene a significar un verdadero impuesto en la transacción del control de la sociedad.

El proyecto pretende evitar transferencias indebidas de riqueza que pueden tener lugar en la transferencia del control de una sociedad, perjudicando a los accionistas minoritarios. Sin embargo, la regulación que se establece, significará enormes transferencias de riqueza en sentido inverso, es decir de los accionistas mayoritarios a los minoritarios, ya que la ley obliga a adquirir el control de una sociedad, habilitando a obtener el adicional del precio que ello supone, no de quienes lo tienen, sino de terceros accionistas, los no controladores.

Esto desincentivará a las sociedades anónimas cerradas a abrirse al mercado y muchas abiertas intentarán cerrarse. En el largo plazo decaerá la demanda por acciones y el precio de las mismas, resultando todos los accionistas perjudicados y el mercado de capitales en su conjunto.

---

\* El autor es abogado de la Pontificia Universidad Católica de Chile e investigador del Programa Legislativo de Libertad y Desarrollo

Así, el proyecto resulta cuestionable y su aplicación puede tener consecuencias negativas para el mercado de capitales y, en particular, para los accionistas, que son los que se busca defender. Si así ocurre, se alejará aún más la posibilidad de constituir a nuestro país en un centro financiero en América Latina.



## RESUMEN EJECUTIVO

### 1. ANTECEDENTES

En enero del presente año, el Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de ley sobre ofertas públicas de adquisición de acciones ("OPAS") y gobiernos corporativos de las sociedades anónimas.

Este proyecto, que constituye una verdadera reforma al mercado de capitales, abarca los siguientes aspectos:

- ◆ Modifica y amplía sustancialmente la regulación sobre tomas de control de la sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones.

- ◆ Establece un marco regulatorio sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS).

- ◆ Tipifica conductas ilícitas que hoy no tienen una sanción penal, así como modifica algunas conductas relacionadas con el uso de información privilegiada.

- ◆ Tipifica como sujetos responsables, tanto en la legislación de mercado de valores como de sociedades anónimas, a los "ejecutivos principales" de tales empresas.

- ◆ Incorpora normas relativas a las ofertas públicas de valores que realizan emisores chilenos en el extranjero.

- ◆ Faculta a la Superintendencia de Valores y Seguros y a las entidades bursátiles para establecer mayores exigencias patrimoniales a los corredores de bolsa.

- ◆ Modifica el régimen jurídico de administración de las sociedades anónimas abiertas ("gobierno corporativo").

- ◆ Modifica las disposiciones relativas a negocios efectuados por los directores de las sociedades anónimas abiertas con personas relacionadas, cuando ellos tienen interés.

- ◆ Elimina la inhabilidad de ejercer el derecho a voto que tienen los fondos mutuos en dichas sociedades.

- ◆ Elimina las acciones privilegiadas con preeminencia en el control societario.

♦ Crea un "comité de auditoría" encargado de la fiscalización de la administración de las sociedades anónimas abiertas.

♦ Establece plazos para firmar las actas de los directorios de las sociedades anónimas.

♦ Reconoce que el directorio de una sociedad anónima puede contratar asesores especializados, así como incurrir en gastos para su funcionamiento.

♦ Permite que las sesiones de directorio de una sociedad anónima se celebren a "distancia".

♦ Otorga representación legal a cualquier director o accionista para demandar indemnización de perjuicios en nombre de la sociedad.

♦ Eleva al 80% de las acciones con derecho a voto, el quórum para acuerdos de junta de accionistas de una sociedad anónima que determinen la fusión, transformación, creación de preferencias y otros casos que puedan establecer los estatutos.

♦ Aumenta los requisitos para los acuerdos de junta de accionistas relativos a la enajenación de activos y constitución de garantías cuando se comprometan activos sociales, en un 50% o más.

♦ Otorga derecho a retiro en las sociedades anónimas, cuando se trate de la enajenación y constitución de garantías sobre más del 50% de los activos, de disminuir el número de directores o se trate de pedir la nulidad por vicios formales que afecten a acuerdos relativos al ejercicio del derecho a retiro.

## **2. ANALISIS CRITICO**

### **A. Normas sobre control de las sociedades anónimas y ofertas de adquisición de acciones**

El cambio más trascendente que propone el proyecto a la normativa vigente, es la obligación que toda toma de control de una sociedad anónima que transe sus valores en bolsa, debe hacerse mediante una oferta pública de adquisición de acciones. En otras palabras, si alguien está interesado en lograr el control de una sociedad anónima abierta, no podrá adquirirlo de quien lo posea, sino que deberá hacerlo del público en general.

Se trata de un cambio altamente cuestionable. Desde luego, la personas que posean el control de una sociedad, que en el mercado tiene un cierto valor, se verán privados de parte de su patrimonio sin ninguna compensación, porque en el hecho no podrán enajenarlo. Ello viene a significar un verdadero impuesto que se establece en la transacción del control de la sociedad.

El proyecto pretende evitar transferencias indebidas de riqueza que pueden tener lugar en la transferencia del control de una sociedad, perjudicando a los accionistas minoritarios. Sin embargo, la regulación que se establece a este respecto, significará enormes transferencias de riqueza en sentido inverso, esto es, de los accionistas mayoritarios a los minoritarios, puesto que la ley obliga a adquirir el control de una sociedad, habilitando a obtener el adicional del precio que ello supone, no de quienes lo tienen, sino de terceros accionistas, los no controladores.

Esto llevará a que las sociedades anónimas cerradas estarán desincentivadas para abrirse al mercado y muchas sociedades abiertas intentarán cerrarse. En el largo plazo decaerá la demanda por acciones y el precio de las mismas, resultando todos los accionistas perjudicados y también el mercado de capitales en su conjunto.

Otro aspecto relacionado que contempla el proyecto y que va en la misma dirección, es la prohibición de que existan series de acciones con privilegios en el control de la sociedad.

Las regulaciones en el mercado de valores deben apuntar a que haya información suficiente. Si hay tal información, son los inversionistas los que deben tomar la decisión. Si las personas compran acciones de una serie que no tiene el control de una sociedad, porque éste se encuentra radicado en otra serie, y ello es debidamente conocido, no se advierte por qué se pretende "proteger" a los inversionistas impidiendo la existencia de una figura de esta naturaleza. La ley en vez de regular, toma decisiones por la personas.

Se trata de una figura aceptada en todas partes y que puede prestar gran utilidad. Muchas veces una sociedad cerrada puede estar dispuesta a abrirse, si los actuales dueños pueden asegurarse que mantendrán el control. Si ello es aceptado por los interesados en aportar capital, no hay razón para prohibirlo. Es frecuente que a los inversionistas internacionales no les interese tener el control, sino que otras garantías, y no les importa que los controladores tengan garantizado el manejo de la compañía. Incluso más, en algunas ocasiones es al revés, incluyéndose en un pacto de accionistas una cláusula que prohíbe que los controladores se retiren de la empresa, porque precisamente se está invirtiendo en la capacidad de gestión de ellos.

Complementa el cuadro, una regulación muy reglamentaria y estricta sobre las ofertas mismas de adquisición de acciones, que entrará cualquier intento de toma de control.

## **B. "Gobierno Corporativo"**

Crea dentro de las sociedades anónimas abiertas cuyo control se ejerza con menos de un 80% de las acciones, un "Comité de Auditoría", cuya finalidad es fiscalizar la administración de la sociedad.

Este comité no es una expresión del poder administrador del directorio de la sociedad, sino un ente independiente con ciertos poderes paralelos, que es integrado -en principio- sólo exclusivamente por directores no pertenecientes al grupo controlador.

La existencia de este comité será perjudicial para la administración de la sociedad, porque institucionaliza las facciones o "bandos" dentro del directorio.

Además, creará confusión interna en la empresa, porque la línea de mando o decisión debe ser una sola y al haber dos órganos superiores, cualquiera que sean su facultades, se rompe la unidad de criterio en la administración.

Si el objetivo es proteger los derechos de las minorías, lo que es importante para la sobrevivencia de todo conjunto de personas, hay otro tipo de medidas con las cuales ello se puede lograr, como establecer que ciertas decisiones de control se pueden adoptar por quorum rebajados; tal sería acordar que se auditen ciertas operaciones por ejemplo por un cuarto del directorio.

### **C. Representación para demandar indemnización de perjuicios a la sociedad**

Otra materia que regula el proyecto, y que se relaciona con el punto anterior, es la facultad que se otorga a cualquier accionista o director de la sociedad, para demandar la indemnización si resultare dañado el patrimonio de la sociedad como consecuencia de la infracción a la Ley de Sociedades Anónimas, su reglamento, los estatutos sociales o cualquiera instrucción impartida por la Superintendencia.

Si bien otorgar esta representación puede considerarse una fórmula apta para defender los derechos de la minoría, la manera como se ha concretado resulta inadecuada. Otorgar tal potestad a cada accionista o director es exagerado y determinará la proliferación de demandas con escasa o ninguna base. Por ello, lo recomendable sería establecer que este derecho se concede a un cierto número de accionistas o directores que representen un porcentaje mínimo del capital accionario (por ejemplo, el 10%) o del directorio (por ejemplo, un cuarto).

### **D. Nuevos quórum de aprobación en juntas de accionistas**

Se establecen ciertas materias que requieren para su aprobación de una mayoría del 80% de las acciones con derecho a voto.

Este quórum es irreal y volverá casi imposible aprobar muchas reformas de estatutos. De hecho, en algunas sociedades el porcentaje histórico de asistencia es inferior al 80% y aun en el caso que sea superior, se estaría estableciendo una aprobación de los temas casi por unanimidad, toda vez que el quórum se mide respecto del total de las acciones con derecho a voto y no de las asistentes.

Un aspecto específico es exigir que la constitución de garantías reales por más del 50% del activo de la sociedad, requiere aprobación de la junta de accionistas y por el mencionado quórum. Esto es también algo poco realista, debido que las sociedades en su giro habitual necesitan entregar activos en garantía y un nivel de endeudamiento que supere el 50% del patrimonio es absolutamente normal. Además, como los acreedores no tienen información sobre el monto de los activos comprometidos, pedirán siempre una junta extraordinaria aprobatoria, lo que complicará totalmente la constitución de cualquier garantía.

### **E. Transacción de valores en el extranjero**

Se establece un reconocimiento legal para la emisión de valores que serán transados en el extranjero ("ADR"), que no hace más que remitirse en definitiva a la normativa y la práctica de los países en que se transarán los valores.

Sin embargo, se regula el derecho a voto de los depositarios de las acciones convertidas en valores que se transan en otro país, estableciéndose que deberán hacerlo conforme con las instrucciones que hayan recibido para cada uno de los temas contemplados en la tabla. Si no existieren tales instrucciones, estos accionistas sólo se tomarán en cuenta para efectos de la asistencia.

Si bien es cierto que la política de los depositarios es actuar sólo conforme a las instrucciones recibidas, no es correcto elevar éstas a requisito de validez legal de la votación. Si así se hace, en las juntas de accionistas habrá interminables controversias sobre la existencia y validez de las instrucciones, lo que determinará que en definitiva los valores extranjeros no puedan votar.

El ejercicio del derecho a voto por el depositario implícitamente se mira como un abuso, pero impedirle votar sólo significará un beneficio para el grupo controlador, cuya influencia en la junta aumentará por este hecho.

La relación entre el depositante y depositario en definitiva es de confianza, y sólo cabe al primero determinar los derechos que confiere el depósito. Si el último infringe las instrucciones, sólo compete al segundo perseguir la resarcimiento del daño ocasionado por la violación de los términos del encargo. No hay razón para que la ley deba innovar en este principio.

## **F. Información privilegiada**

Uno de los aspectos que propiamente debe regular la legislación en la administración de las sociedades anónimas, es los conflictos de intereses de los directores, para impedir abusos de los accionistas controladores o con mayor influencia. En este sentido, que se precise y mejore la normativa a este respecto puede considerarse positivo.

Sin embargo, hay aspectos que merecen cuestionamiento y en los que se ha llegado demasiado lejos.

Por una parte, se dispone que en los actos o contratos respecto de los cuales no pudiera determinarse si se ajustan o no a condiciones de equidad similares a las que prevalecen habitualmente en el mercado -como es exigido hoy por la ley para que puedan llevarse a cabo en estos casos- para los efectos de la evaluación, las condiciones de negociación de los mismos deberán ser significativamente beneficiosas para la sociedad. Por otra, se establece que en caso de demandarse los perjuicios ocasionados por la infracción de las normas sobre operaciones en que hay interés, corresponderá a la parte demandada probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado o que fue significativamente beneficioso para la sociedad.

Frente a esto, hay que recordar que no necesariamente toda operación relacionada es perjudicial para los intereses de la sociedad, sino que solamente existe la posibilidad que lo sea, pudiendo tratarse de una operación que por la inversa resulte beneficiosa. Con estas normas, se inhibirá toda operación en que un director tenga relación, lo cual puede ser negativo para la sociedad. Lo anterior porque será difícil calificar que una operación ha sido significativamente beneficiosa para la sociedad, si no ha sido posible determinar cuáles son las condiciones que prevalecen habitualmente en el mercado y porque alterar el peso de la prueba, introduce una incertidumbre aún mayor. La lógica jurídica obliga a quien sostiene algo a probarlo y



no al revés; con esta norma bastará con demandar para ganar el juicio, si el demandado no puede probar lo contrario.

### **G. Otros aspectos**

El proyecto está bien orientado al conferir derecho a voto a los fondos mutuos en las juntas de accionistas, lo que hoy tenían vedado en la mayoría de las materias. Negárselos, sólo terminaba beneficiando a los grupos controladores o a los demás accionistas. Por otro lado, si los partícipes del fondo han confiado en la administradora para que decidan la inversión de sus recursos, nada justifica a entender que constituye un abuso ejercer el derecho a voto en la administración de esa inversión.

Asimismo, es positiva la norma de modernización del funcionamiento de los directorios, que permiten celebrar sesiones "a distancia", vale decir, que los directores no estén físicamente presentes, sino que conectados permanentemente por medios de comunicación, lo cual importa reconocer los avances practicados por la tecnología. Sin embargo, se entregan facultades de decisión a la Superintendencia sobre los medios a utilizar, que no se justifican.

### **H. Conclusión.**

Se ha presentado un proyecto que en los temas centrales que son las ofertas públicas de adquisición de acciones y la toma de control, son muy cuestionables y su aplicación puede tener consecuencias negativas para el mercado de capitales, y en particular, para los accionistas, que son los que se busca defender. Si así ocurre, se alejará aún más la posibilidad de constituir a nuestro país en un centro financiero en América Latina.

## I.- DESCRIPCION DEL PROYECTO

En enero del presente año, el Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de ley sobre ofertas públicas de adquisición de acciones ("OPAS") y gobiernos corporativos de las sociedades anónimas, según se le denominó.

En términos más precisos, el proyecto no sólo contiene una detallada regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones, sino que establece que toda toma de control o adquisición de un paquete de acciones de una sociedad que transe sus valores en el mercado de capitales o que signifique llegar al 20% del total accionario de ella, deberá efectuarse mediante una OPA, lo cual constituye una modificación trascendental al mercado bursátil nacional y al régimen de propiedad de las sociedades anónimas.

Adicionalmente, se contienen cambios al funcionamiento interno y a la administración de las sociedades anónimas, como asimismo, se regulan las emisión de valores para ser transados en el extranjero y se modifican las normas sobre votación de los fondos mutuos, de las administradoras de fondos de pensiones y de los depositarios de acciones constituidas en valores susceptibles de ser transados en el extranjero ("ADR"), en las juntas de accionistas de dichas sociedades.

En concepto del gobierno las modificaciones que se proponen, se fundan en las siguientes consideraciones:

1.- En los acontecimientos económicos ocurridos durante los años 1996 y especialmente 1997, en que hubo gran demanda por las tomas de control de algunas compañías, que ha generado la necesidad de contar con mecanismos de regulación prudente y mínima, para corregir las deficiencias y mejorar las disposiciones legales sobre "tomas de control" y contar con un marco regulatorio que otorgue mayor protección en el caso de las OPAS, que han proliferado en estos últimos años y que han producido iniquidades en el pago de los precios obtenidos por los accionistas minoritarios.

2.- En la necesidad de establecer una regulación respecto de las tomas de control que ponga énfasis en minimizar los costos para los accionistas, sin desincentivar las tomas de control, e impedir las redistribuciones de riqueza en favor de ciertos grupos de accionistas.

3.- En el hecho desde que se dictó en 1981 la actual Ley de Sociedades Anónimas -Ley N° 18.046-, que produjo un cambio sustancial y radical en el régimen jurídico aplicable a las sociedades anónimas, no se le han introducido cambios trascendentales, no obstante que a nivel internacional, hay una constante búsqueda de perfeccionamiento de los mecanismos legales, con las finalidades de proteger en forma adecuada y resguardar los derechos de los accionistas minoritarios y de inversionistas no controladores.

4.- En la necesidad de profundizar y modernizar el mercado de capitales chileno, especialmente en lo que dice relación con el mercado de valores y principal emisor de valores, la sociedad anónima abierta, como asimismo la necesidad de transparencia en éstos; lo que hace que posible que los recursos de la

economía sean eficientemente asignados en el proceso ahorro-inversión, aspecto clave para el incremento de la capacidad productiva del país y que, en definitiva, permite la mantención de un crecimiento alto, sostenido y con estabilidad de precios.

5.- En el proceso de internacionalización que ha experimentado la economía nacional, que hace necesario avanzar en la generación de normas de regulación prudentes y de patrones de conducta adecuados de los agentes financieros.

La importancia de este proyecto por los alcances que tiene para el mercado de capitales y las consecuencias que puede generar para el mismo, justifican que se haga una exposición detallada de su contenido y un análisis crítico del mismo.

#### **A.- MODIFICACIONES LEY DE MERCADO DE VALORES (Nº 18.045).**

1.- Agregar a los liquidadores y a los "ejecutivos principales"<sup>1</sup> entre aquellas personas que deben informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su transacción, de toda adquisición o enajenación de acciones que efectúen de la sociedad por sí o a través de personas relacionadas, dentro de los cinco días siguientes a las transacciones respectivas.

2.- Facultar a la Superintendencia de Valores y Seguros y a las bolsas de valores, en su caso, para exigir a los corredores de bolsa y agentes de valores un patrimonio mayor que el que exige la ley en razón del volumen, naturaleza y riesgo de las operaciones u otras circunstancias semejantes<sup>2</sup>.

3.- Disponer que para ser corredor de bolsa o agente de valores, aparte de no haber sido condenado por delito que merezca pena aflictiva, no se deberá estar procesado por tales delitos.

4.- Regular la toma de control de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, de la siguiente manera:

a) Las personas que directa o indirectamente pretendan tomar dicho control, deberán informar de tal hecho al público en general, para lo cual enviarán una comunicación escrita a la sociedad que se pretende controlar, a las sociedades que sean controladas por ella, a la Superintendencia y a las bolsas de valores. Con igual objeto, publicarán un aviso destacado en dos periódicos de amplia circulación nacional. La comunicación y publicación anteriores, deberán efectuarse, a lo menos, con cinco días hábiles de anticipación a la fecha en que se pretenda perfeccionar los actos de toma de control.

b) El contenido de la comunicación y publicación será determinado por la Superintendencia, pero deberá indicarse en ellos, a lo menos, la siguiente información:

i) Si el control se pretendiere obtener por adquisición de acciones, deberá señalarse el precio acordado y detallar los contenidos de cualquier

<sup>1</sup> El concepto de "ejecutivos principales" lo tipifica el proyecto, en las modificaciones que se proponen a la ley de Sociedades anónimas y que se explican más adelante.

<sup>2</sup> La ley distingue dos capitales distintos para los corredores de bolsa y agentes de valores: 6.000 UF, por regla general, y 14.000 UF, para realizar operaciones por cuenta propia. Aparentemente el proyecto se refiere sólo a éste último caso, porque dice "podrán exigir un patrimonio mayor al indicado precedentemente", pero no es absolutamente claro y pudiera referirse a ambos.



convención existente entre las partes que haya de transferir el control. En lo relativo a la publicación, la información a que se refiere esta letra, será publicada en extracto;

ii) Si el control se pretendiere obtener en forma distinta, deberán detallarse las modalidades de la operación y el procedimiento que se utilizará;

iii) En ambos casos, deberán individualizarse quiénes serán los controladores finales y efectivos de la sociedad, si se perfeccionare la operación.

iv) En la comunicación que se envíe a la Superintendencia, deberá detallarse el propósito de la toma de control, los planes futuros para la sociedad y revelar la existencia de todo acuerdo vigente o por perfeccionarse con los accionistas de la sociedad o con personas relacionadas a ellos. En caso de pretender obtener el control a través de una oferta pública de acciones, los requisitos anteriores serán remplazados por una leyenda destacada dentro del prospecto a que se hace mención más adelante.

c) Una vez recepcionada la comunicación y dentro de los tres días hábiles siguientes, el directorio de la sociedad cuyo control se pretende obtener, como asimismo, los directorios de todas aquellas sociedades controladas por ella y que también hagan oferta pública de sus acciones, deberán preparar y evacuar un informe escrito, en el cual emitirán su opinión fundada acerca de la conveniencia o inconveniencia para los accionistas, de la toma de control comunicada.

El director que tuviere reparos al informe, podrá agregar sus observaciones al final del documento. Será obligación de cada director agregar al informe cualquier información que posea en su calidad de tal y que fuera útil o relevante para los accionistas.

Además, cada director deberá efectuar y agregar en el informe, una declaración jurada en la que deje constancia de si participa o no, directa o indirectamente, de los mismos intereses de la persona que pretende obtener el control.

Si se pretendiera obtener el control a través de una oferta pública de adquisición de acciones, el informe será reemplazado por el previsto para estas operaciones.

d) En la misma fecha en que se perfeccionen los actos o contratos mediante los cuales se obtenga el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, deberá publicarse y comunicarse un aviso en el que se dé cuenta de la toma de control. El contenido de esta comunicación y publicación, será determinada por la Superintendencia.

e) Las disposiciones anteriores se aplicarán aun cuando se trate de transacciones privadas respecto de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones.

5.- Regular las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPA) de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, de la siguiente manera:

a) Se define oferta pública de adquisición de acciones, como aquella que se efectúa por personas que expresen públicamente su voluntad de adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en aquéllas, hasta alcanzar la cantidad determinada por el oferente, durante el lapso fijado por éste.

b) Las normas que rigen las OPA serán igualmente aplicables a aquellas ofertas públicas de adquisición de acciones que sean obligatorias de acuerdo a la ley, esto es, en aquellos casos que la ley ordena someter la adquisición a una OPA, aunque el comprador no tenga interés en hacer una oferta al público.

c) Las personas que efectúen ofertas públicas de adquisición de acciones y los asesores y organizadores o administradores de la oferta, si los hubiere, quedarán sujetos a la fiscalización de la Superintendencia.

d) Deben someterse al procedimiento que fija la ley para una OPA, las siguientes operaciones:

i) Toda adquisición que realice una persona y que involucre un monto de acciones equivalente al 20% o más de las acciones emitidas por una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, o el 20% o más de una serie determinada, caso en el cual la oferta deberá dirigirse a las acciones de dicha serie;

ii) Toda adquisición que realice una persona que controle el 20% o más de las acciones emitidas por una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, o el 20% de las acciones de una serie determinada, caso en el cual la oferta se deberá dirigir a las acciones de dicha serie;

iii) Toda adquisición que realice una persona y que involucre un monto de acciones suficiente para que ella alcance o supere el control, directo o indirecto, del 20% de las acciones emitidas por una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, o del 20% de las acciones de una serie determinada, caso en el cual la oferta deberá dirigirse a las acciones de dicha serie, y

iv) Toda adquisición de acciones que tenga por objeto obtener el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones.

e) Se define la forma en que debe lograrse el control en los siguientes casos:

i) Una sociedad que haga oferta pública de sus acciones y que, a su vez, por sí misma, o en conjunto con otras personas que no hagan oferta pública de sus acciones, sea controladora de una o más sociedades que hagan oferta pública de sus acciones, el oferente podrá dirigir su oferta a las acciones de la sociedad controladora. Sin embargo, si el total de la participaciones de capital en la sociedad controlada representan el 30% o más del valor total del activo consolidado de la sociedad controladora, sólo podrá hacerse una oferta por las acciones de esta última, una vez finalizada una oferta, mediante la cual el oferente haya obtenido el control de dicha sociedad controlada. La Superintendencia determinará la forma como se valorizarán las participaciones de capital de una sociedad controladora, para los efectos anteriores;

ii) Cuando una sociedad haga oferta pública de sus acciones sea controlada por dos o más sociedades anónimas que hagan igualmente oferta pública de sus acciones y actúen concertadamente o bajo un acuerdo de actuación conjunta, el oferente podrá obtener el control de una cualquiera de estas últimas sociedades. Sin embargo, si como producto de la adquisición de acciones de una cualquiera de las sociedades controladoras, el oferente lograse obtener el control indirecto de la primera de las sociedades mencionadas, no podrá realizarse la oferta por las acciones de la sociedad controladora, sino una vez finalizada una oferta, mediante la cual el oferente obtenga el control de la primera de las sociedades mencionadas;

iii) Cuando una sociedad anónima haga oferta pública de sus acciones y sea controlada directa o indirectamente por una o más sociedades que no hagan oferta pública de sus acciones, sólo podrá obtenerse el control de la sociedad controlada dirigiendo una oferta por las acciones de ésta por, a lo menos, un número de acciones que le permita alcanzar dicho control. Si el oferente ya poseyere acciones de la sociedad controlada, la oferta se dirigirá por, a lo menos, el número de acciones que reste para alcanzar el control;

iv) Toda adquisición de acciones que realice una persona y que involucre un número de acciones suficiente para alcanzar o superar el 80% o más de las acciones emitidas por una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, u 80% o más de las acciones de una serie determinada, obligará a dicha persona a formular una oferta pública de adquisición de acciones, por todas las acciones restantes de la sociedad o de la serie, caso en el cual, la oferta deberá dirigirse a las acciones de dicha serie, y

v) No obligarán a efectuar una OPA, aquellas operaciones de adquisición que involucren individualmente o en conjunto, un monto total igual o inferior al 1% de las acciones emitidas de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, o el 1% de las acciones de una serie determinada de acciones, siempre que esas adquisiciones hayan ocurrido durante cualquier período de 12 meses y que hayan sido realizadas por una persona que controle el 20% o más de dichas acciones.

f) Para todos los efectos anteriores, también se considerarán como directas o realizadas por la misma persona aquellas adquisiciones de acciones perfeccionadas indirectamente a través de una o más personas relacionadas, o respecto de las cuales existan vínculos de dependencia o subordinación, (y) de aquellas perfeccionadas directa o indirectamente, por dos o más personas que actúen concertadas o bajo acuerdo de actuación conjunta.

g) Si el oferente, directa o indirectamente, o personas relacionadas a éste, adquiriesen acciones de las comprendidas en una oferta, durante el plazo que media entre los 90 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 120 posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación, en condiciones de precio más beneficiosas para los vendedores respectivos, que las ofrecidas en la oferta, los accionistas que hubieren vendido en todo o parte de sus acciones en la oferta, tendrán derecho a exigir el pago de la diferencia de precio entre lo efectivamente pagado por cada acción vendida en la oferta y el precio más alto que hubiere pagado el oferente, directa o indirectamente, o sus personas relacionadas en

alguna de las transacciones antes referidas. En tales casos, el obligado al pago será el oferente y su persona relacionada, conjunta y solidariamente.

h) Toda oferta pública para la adquisición de acciones deberá efectuarse mediante la publicación de un aviso de inicio. A partir de esa fecha iniciará su vigencia. Este aviso de inicio deberá ser publicado en forma destacada en, a lo menos, dos distintos periódicos de amplia circulación nacional de la misma fecha. Las menciones obligatorias del aviso serán determinadas por la Superintendencia por medio de normas de carácter general.

i) Junto con el aviso mencionado, el oferente deberá confeccionar un prospecto que contenga todos los términos y condiciones de la oferta. Este prospecto deberá estar a disposición de los interesados que lo soliciten en las oficinas de la sociedad por cuyas acciones se hace la oferta, de las sociedades que sean controladas por ella y que hagan oferta pública de sus acciones, de la Superintendencia, de las bolsas de valores, y del oferente o su representante, si lo hubiere, durante la vigencia de la oferta. En la misma fecha en que se anuncie la oferta al mercado mediante la publicación del aviso de inicio, el oferente remitirá copias del prospecto a la Superintendencia y a las bolsas de valores.

j) El prospecto deberá contener, al menos, las siguientes menciones:

i) Individualización completa de las personas naturales o jurídicas que efectúan la oferta; y en caso de tratarse de personas jurídicas, deberá indicarse el nombre, cargo, domicilio, participación en otras sociedades e individualización de sus personas relacionadas, respecto de sus directores, gerentes, ejecutivos principales y administradores. Asimismo, en este último caso, se entregará, en resumen, una descripción financiera, jurídica y de los negocios del oferente o de sus controladores efectivos y finales, si fuere el caso;

ii) Acciones o valores convertibles en acciones a que se refiere la oferta y número de acciones o porcentaje de las acciones emitidas cuya adquisición mínima es requisito para el éxito de la oferta;

iii) Precio y condiciones de pago del mismo. El precio de la oferta, según anuncie el oferente, podrá pagarse en dinero o valores de oferta pública que se indicarán determinadamente en ella, precisándose en este último caso, los procedimientos para su valoración a la fecha fijada para el pago. En cualquiera de los casos antes señalados, deberán indicarse los elementos que se tuvieron en cuenta para fijar el precio de la oferta;

iv) Vigencia de la oferta y procedimientos. Plazo de la oferta y posibilidad de prórroga del mismo. Asimismo, deberá explicarse detalladamente la forma y procedimiento para dar válidamente en oferta las acciones. Se indicará con precisión aquellos antecedentes o documentos que deberán acompañar los accionistas interesados, al momento de dar en oferta sus acciones;

v) Forma y oportunidades en que los oferentes adquirieron las acciones que poseen al inicio de la oferta, si fuere el caso; y las relaciones existentes con otros accionistas mayoritarios, directos o indirectos, de la sociedad o con los controladores de la misma o las personas relacionadas a éstos;

vi) Forma en que oferente ha financiado o financiará el pago del precio de las acciones que sean aceptadas al final de la oferta. En caso de tener comprometidos créditos o contribuciones de capital para tal financiamiento, deberá proveer los antecedentes necesarios que sirvan de elementos de juicio para concluir que existen fondos suficientes requeridos para el pago del precio. En el caso de tratarse de una oferta de canje de valores, deberá detallarse la forma en que el oferente ha adquirido o comprometido o, de igual manera, la forma como adquirirá o comprometerá los valores destinados al canje;

vii) Plan de negocios. En caso de pretender obtener el control de la sociedad por medio de la oferta, se detallará el plan de negocios proyectado por el oferente para la sociedad una vez que se hubiere materializado la obtención del control;

viii) Garantía. Monto y forma de la garantía constituida por los oferentes, individualización del encargado de su custodia, formalización y ejecución;

ix) Eventos que puedan producir la revocación de la oferta;

x) Administrador u organizador de la oferta. Los oferentes podrán designar un tercero que organice y administre la oferta para recibir las acciones dadas en oferta y actuar como mandatario de los accionistas ofertantes y custodios de sus títulos mientras esté vigente la oferta y hasta que éstas sean efectivamente transferidas al oferente o devueltas a sus respectivos accionistas. En tal caso, el prospecto incluirá una completa individualización del tercero que haga las veces de administrador de la oferta;

xi) Asesores. Deberá individualizarse a los asesores o profesionales independientes que prestaron servicios de asesoría al oferente para la formulación de la oferta, y

xii) Los demás que disponga la Superintendencia, mediante norma general.

k) Junto con el lanzamiento de su oferta, el oferente deberá acreditar ante la Superintendencia la constitución de una garantía que asegure el pago de la indemnización de los perjuicios ocasionados por el incumplimiento de la obligación de pago del precio de las acciones a que ésta se refiere. Esta garantía deberá otorgarse en dinero efectivo, boleta bancaria de garantía o endoso en garantía de un depósito a plazo tomado en una institución bancaria, con vencimiento anterior a la expiración de la oferta.

El monto de la garantía no podrá ser inferior a la diferencia entre el valor de la acción y el precio ofrecido en la oferta, multiplicado por el número total de acciones que se ofrezca comprar. El valor de la acción para estos efectos, deberá distinguir entre las acciones que tienen transacción o no bursátil. Las primeras serán aquellas que así sean calificadas por la Superintendencia de acuerdo a las normas sobre ejercicio de derecho a retiro del Reglamento de Sociedades Anónimas y tendrán el valor que se les asigna para este efecto. Las segundas se considerarán que su precio es el valor económico fijado de acuerdo al mismo Reglamento.



Los oferentes deberán designar un banco o una bolsa de valores para que en representación de los accionistas que den en oferta sus acciones acepten, reciban y, en su caso, ejecuten la garantía. Esta se pagará a cada uno de los accionistas, a prorrata de las acciones que éstos hubieren dado válidamente en oferta.

La bolsa de valores o banco designado, procederá a ejecutar la garantía, sin más trámite, en caso de incumplimiento del oferente, bastando para ello la sola constatación de la falta de pago oportuno de su obligación, sin perjuicio de las acciones legales que emprenda el oferente.

La garantía se mantendrá hasta el íntegro y oportuno cumplimiento de las obligaciones garantizadas.

l) La vigencia de la oferta será establecida por el oferente mediante la fijación de un plazo, que no será inferior a 20 días ni superior a 30 días, contados desde la fecha de las publicaciones del aviso de inicio.

Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá prorrogar la oferta por una sola vez y por un mínimo de cinco días y hasta un máximo de quince días adicionales, si se hubiere anunciado esta posibilidad tanto en el aviso de inicio como en el prospecto. Esta prórroga deberá comunicarse a los interesados mediante aviso publicado en los mismos periódicos en los cuales se efectuaron las publicaciones del aviso de inicio, en igual fecha y antes del vencimiento del plazo original.

Además, la Superintendencia podrá siempre disponer la prórroga de una oferta por un plazo no superior a 15 días. En tal caso, la Superintendencia requerirá al oferente que publique los avisos en la forma antes mencionada;

m) Durante la vigencia de una oferta, podrán presentarse otras ofertas respecto de las mismas acciones. Estas ofertas se registrarán por las normas anteriores y sólo tendrán valor cuando sus respectivos avisos de inicio se publiquen al menos con 10 días de anticipación al vencimiento del plazo de la oferta inicial.

No podrán participar en las nuevas ofertas simultáneas, aquellas personas naturales o jurídicas que, directa o indirectamente, tengan interés como oferentes de una oferta vigente con anterioridad.

n) Como resultado del anuncio de una oferta, tanto la sociedad emisora de las acciones que son objeto de dicha oferta, como los miembros de su directorio, según corresponda, deberán respetar y cumplir con lo siguiente:

i) No podrá, durante toda la vigencia de la oferta, acordarse ni proponerse a la junta de accionistas, su fusión, división, transformación o disolución. Tampoco se podrá modificar su capital; modificar su objeto social, crear modificar o suprimir preferencias o los quórumes de constitución o acuerdo de los órganos de administración; adquirir acciones de su propia emisión; resolver la creación de sociedades filiales; enajenar bienes del activo fijo que representen más del 5% del valor total de éste e incrementar su endeudamiento en más de un 10% respecto del que mantenía hasta antes del inicio de la oferta;

ii) Deberá proporcionarse al oferente, dentro del plazo de dos días contado desde la publicación del aviso de inicio, una lista actualizada de sus

accionistas que contenga al menos su identificación, domicilio y número de acciones que poseen, respecto de los accionistas que se encontraban inscritos a dicha fecha, y

iii) El directorio deberá preparar y evacuar un informe escrito en el cual emitirá su opinión fundada acerca de la conveniencia o inconveniencia de la oferta para los accionistas. El director que tuviere reparos al informe, podrá agregar sus observaciones al informe. Será obligación de cada director agregar al informe cualquier información que posea en su calidad de tal y que fuera útil o relevante para los accionistas al momento de pronunciarse sobre la oferta.

Además, cada director efectuará y agregará en el informe, una declaración jurada en la que deje constancia de si participa o no, directa o indirectamente, de los mismos intereses del oferente; y si como consecuencia de ello, tiene o no interés en que la oferta sea aceptada por los accionistas; y si es persona relacionada con el oferente. Para los estos efectos, se presume derecho<sup>3</sup> que tiene interés a todo evento el director si participa en la oferta su cónyuge o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, o las sociedades o empresas en las cuales sea director o dueño directo o a través de otras personas naturales o jurídicas de un 10% o más de su capital.

Copia de este informe deberá ser entregado, dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, a la Superintendencia, a las bolsas de valores, al oferente y al administrador u organizador de la oferta, si lo hubiere.

ñ) La oferta deberá estar dirigida a todos los accionistas de una sociedad. Durante la vigencia de una oferta, todo accionista o sus representantes autorizados, tendrán derecho a dar en oferta sus acciones.

Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá establecer que la oferta se extienda sólo hasta un número máximo de acciones válidamente dadas en oferta. Si vencido el plazo para dar acciones en oferta, el número de acciones ofertadas supera el número de acciones que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprar a cada uno de los accionistas ofertantes a prorrata de las acciones ofrecidas. Para estos efectos, el número final de acciones ofertadas que el oferente deberá adquirir de cada ofertante, se calculará multiplicando el número de acciones ofrecidas por cada ofertante por el factor de prorrata que se obtendrá de dividir el número de acciones ofrecidas comprar por el oferente por el número total de acciones dadas en oferta. La adquisición se efectuará por el número entero de acciones que resulte de la fórmula antes descrita.

o) Tratándose de ofertas dirigidas a una serie específica de acciones, ella deberá ser hecha en iguales condiciones para los accionistas de dicha serie.

Si las preferencias o privilegios establecidos para una serie específica de acciones, les otorgare una preeminencia en el control de la sociedad, toda oferta que se dirija a dicha serie de acciones, obligará a realizar una oferta conjunta por las demás series de acciones de la sociedad respectiva por un número de acciones que, a lo menos, sea equivalente a la proporción de acciones que se pretenda adquirir en

<sup>3</sup> Presunción de derecho es aquella en que no se admite prueba en contrario, esto es, que se entiende como existente el hecho a todo evento.

la serie privilegiada con una preeminencia en el control de la sociedad. Para estos efectos, se entiende por control de la sociedad la facultad que tiene una persona o grupo de personas, para asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir la mayoría de los directores, como también influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Cuando se pretenda efectuar una oferta para la adquisición de acciones de distintas series en forma conjunta, los oferentes deberán presentar, junto con los demás antecedentes exigidos, una relación fundada de la determinación de los respectivos precios, de las modalidades de pago, y de las razones que expliquen las diferencias entre las ofertas por las distintas series, si las hubiere.

Si se ofrecieren precios diferentes por dos o más series distintas, la garantía será calculada individualmente para cada serie.

p) Las ofertas de adquisición de acciones que se formulen serán irrevocables. Sin perjuicio de ello, los oferentes podrán contemplar condiciones objetivas de revocación de su oferta, las que se incluirán en forma clara, detallada y destacada, tanto en el prospecto como en el aviso de inicio.

En caso de haberse propuesto por el oferente la adquisición de un número mínimo de acciones, la oferta quedará sin efecto cuando no se logre adquirir dicho número mínimo de acciones, circunstancia que estará indicada en forma destacada tanto en el prospecto como en el aviso de inicio. Lo anterior, es sin perjuicio que el oferente redujere su pretensión a los valores válidamente dados en oferta a la fecha de expiración de la oferta. Igualmente sucederá, si el comprador condiciona resolutivamente<sup>4</sup> la oferta, al evento de ser adquirido un número mínimo de acciones de otra sociedad durante una oferta simultánea.

Con todo, las ofertas podrán modificarse durante su vigencia sólo con el objeto de mejorar el precio ofrecido o para aumentar en número máximo de acciones que se ofreciere adquirir. Cualquier incremento en el precio, favorecerá también a quienes hubiesen aceptado la oferta en su precio inicial o anterior.

El oferente sólo podrá efectuar nuevas ofertas por las mismas acciones, sólo transcurridos 20 días después que la oferta quedare sin efecto por alguna de las causas anteriores.

q) La dación en oferta siempre será, total o parcialmente, retractable. Los accionistas que hayan ofertado sus acciones podrán retractarse de dicha dación en oferta hasta antes del vencimiento del plazo de la misma o de su prórroga. En tal caso, el oferente o el administrador de la oferta, si lo hubiere, deberá devolver los títulos, traspasos y demás documentación proporcionada por el accionista tan pronto éste le comunique su retractación. Para estos efectos, el accionista ofertante podrá expresar su intención de retractar su dación en oferta por carta certificada. Sin embargo, no será necesaria dicha comunicación si el oferente o su representante diere constancia de la oportuna recepción de la comunicación.

r) Al quinto día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos periódicos en los cuales se efectuó la publicación del aviso de inicio, el detalle del resultado de la

---

<sup>4</sup> Condición resolutiva es el hecho futuro e incierto de cual depende la extinción de un derecho (de la oferta, en este caso).

oferta, desglosando el número total de acciones ofrecidas, el número de acciones válidamente ofrecidas y aceptadas para el pago, el factor de prorrateo, si fuere el caso, y el porcentaje de control total y final que se ha alcanzado como producto del resultado de la oferta. Toda esta información deberá también remitirse a la Superintendencia y a las bolsas de valores en la misma fecha en que se publique el aviso de aceptación.

Para todos los efectos legales, se considerará que la publicación del aviso anterior, representa la aceptación formal y firme del oferente respecto de las acciones válidamente dadas en oferta por sus accionistas durante el período de oferta. De esta forma, la fecha de formalización de cada enajenación de valores será la del día en se publique el aviso de aceptación.

En caso que el número de acciones dadas en oferta fuere inferior al pretendido y condicionado por el oferente, éste podrá aceptar y mantener su oferta por la cantidad menor correspondiente y deberá así expresarlo en el mismo aviso de aceptación.

Si transcurrido el plazo de 5 días, el oferente no hubiere publicado el aviso de aceptación, volverá a nacer para los accionistas el derecho de retractación. En todo caso, la aceptación no podrá otorgarse más allá de los 15 días contados desde la expiración de la vigencia de la oferta, incluidas sus prórrogas. Si así no se hiciere, se entenderá que el oferente ha incurrido en incumplimiento grave de sus obligaciones.

6.- Autorizar a la Superintendencia para dejar sin efecto una oferta pública para la adquisición de acciones de una sociedad anónima abierta, cuando se efectúe con infracción a las normas precedentes.

7.- Disponer que si como resultado de una OPA, la sociedad emisora de los valores no pudiere seguir siendo calificada como sociedad anónima abierta, los accionistas minoritarios podrán ejercer derecho a retiro. El ejercicio de este derecho no afectará el resultado de la oferta, ni autorizará su revocación ni modificación.

Los accionistas que tengan esta calidad a la fecha de la aceptación de la oferta, podrán ejercer este derecho dentro del plazo de 3 meses, contado desde la fecha de publicación del aviso y el precio que se pagará por estas acciones será el mismo finalmente pagado con ocasión de la oferta.

8.- La sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia (fondos mutuos), no obstante las limitaciones contempladas en las leyes que las regulan, podrán participar, en representación de los respectivos fondos, como dadores en oferta respecto de las ofertas públicas, enajenando las acciones correspondientes y ejerciendo todos los derechos que les asistan en tal calidad.

9.- Autorizar a los agentes de valores o corredores de bolsa para intermediar ofertas públicas de adquisición de acciones.

Si fueren intermediadas por corredores, no será necesario que éstas se efectúen en una bolsa de valores, bastando que sólo se informe de ellas a éstas para que las incorporen, sin costos, a sus mecanismos habituales de difusión a los inversionistas.

10.- Regular la oferta pública de valores en el extranjero, de acuerdo con las siguientes normas:

a) Las emisiones de acciones que se realicen con la finalidad de ser colocadas y transadas en el extranjero, se podrán efectuar mediante la emisión de certificados representativos de las mismas. Para dicho objeto, el emisor deberá contratar con un banco en el país o en el extranjero, para que actúe como depositario de los certificados, y otro banco en el país, para que actúe como custodio de las acciones respectivas, o a través de otros mecanismos o sistemas que considere la legislación extranjera;

b) Los emisores estarán obligados a presentar a la Superintendencia y las bolsas de valores locales, la misma información que deban presentar a las autoridades reguladoras extranjeras y mercados internacionales, por los valores que registren, coloquen y transen en dichos mercados, y en los plazos que corresponda.

La información que deba proporcionarse en idioma extranjero, se presentará a la Superintendencia y a las bolsas de valores locales, en texto original y con una traducción efectuada por el propio emisor en idioma español, debidamente suscrita por el gerente del emisor. Dicha información se tendrá como documento auténtico para todos los efectos legales, desde que se haga entrega del mismo a la Superintendencia;

c) Las emisiones de bonos convertibles en acciones que se realicen para ser colocados en el extranjero, o de cualquier otro valor semejante, se ajustarán a los mismos requisitos antes señalados;

d) El depositario de los certificados representativos de los valores podrá votar en juntas de accionistas, conforme a las instrucciones que le haya impartido el poseedor o titular de los valores, por cada una de las materias señaladas en la convocatoria. Si no se le hubiere instruido acerca de la forma de votar, las acciones que representan dichos certificados, en tal caso, sólo se considerarán para el cálculo del quórum de asistencia, y

e) Las emisiones de valores que se realicen en virtud de este título, se ajustarán a las demás normas de carácter general que dicte la Superintendencia.

## **B.- MODIFICACIONES A LEY DE SOCIEDADES ANONIMAS (Nº 18.046)**

11.- Definir sociedad anónima abierta, como aquella que:

a) tiene más de 500 accionistas;

b) a lo menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente, directa o indirectamente, a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje, y

c) aquellas que voluntariamente acuerden sujetarse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas, con el objeto de hacer oferta pública de sus acciones.

Las sociedades anónimas abiertas harán oferta pública de sus acciones en conformidad a la Ley de Mercado de Valores.



Son sociedades anónimas cerradas las no comprendidas en las letras anteriores, sin perjuicio que voluntariamente puedan sujetarse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas, sin que les sea obligatorio hacer oferta pública de sus acciones.

12.- Eliminar la expresión "Nacional" en la denominación del Registro Nacional de Valores <sup>5</sup> en el artículo 2º de la Ley, quedando denominado como "Registro de Valores".

13.- Establecer que no podrá pedirse la nulidad de una sociedad, luego de transcurridos cuatro años desde la ocurrencia del vicio que la origina<sup>6</sup>.

14.- Disponer que los estatutos de las sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones, no podrán contener preferencias o privilegios que otorgen a una serie de acciones, una preeminencia en el control de la sociedad.

15.- Eliminar la prohibición a los fondos mutuos de votar por regla general en las juntas de accionistas de sociedades anónimas<sup>7</sup>.

16.- Fijar en 7 miembros el número mínimo de directores de una sociedad anónima, si debe constituir un "comité de auditoría"<sup>8</sup>.

17.- Establecer que los gastos y costos de funcionamiento del directorio, incluyendo los de sus asesores, serán de cargo de la sociedad. Los gastos del directorio serán presentados en forma detallada en la memoria social y deberán ser informados en la junta ordinaria de accionistas.

18.- Introducir las siguientes modificaciones a las normas sobre operaciones con personas relacionadas:

a) Se establece que las sociedades anónimas sólo podrán celebrar operaciones en que uno o más directores tengan interés, por sí o como representantes de otra persona, si son conocidas y aprobadas previamente por el directorio<sup>9</sup>;

b) Los acuerdos que sobre los asuntos anteriores adopte el directorio, serán dados a conocer en la próxima junta de accionistas, debiendo hacerse mención de la materia en la citación y de los directores que participaron con su voto<sup>10</sup>;

c) Se amplía la presunción de derecho de tener un director tenga interés en una operación, a los casos en que sociedades o empresas en las cuales el director mismo, su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de

<sup>5</sup> En el hecho siempre se ha conocido a este registro como "Registro de Valores" y así lo denominan las demás disposiciones legales aplicables.

<sup>6</sup> Esta norma se agrega como inciso final del artículo 6º. Sin embargo, el inciso 4º de este artículo dice "No podrá pedirse la nulidad de una sociedad disuelta y en todo caso, luego de transcurridos cuatro años desde la ocurrencia del vicio que la origina". No se entiende qué justifica, entonces, el nuevo inciso que se agrega.

<sup>7</sup> Actualmente la ley sólo permite a los fondos mutuos votar en las juntas, en las materias que legalmente se requieren un quórum de 2/3 de las acciones con derecho a voto para ser aprobadas.

<sup>8</sup> El mínimo actual es de 5 miembros. La expresión "comité de auditoría", no la emplea el proyecto en su articulado, pero sí en su fundamentación.

<sup>9</sup> Esta disposición ya existe, pero se ha agregado la expresión "previamente", eliminándose así la posibilidad de ratificar las operaciones con posterioridad.

<sup>10</sup> Se ha agregado la obligación de mencionar a los directores que votaron en favor del acuerdo.

consanguinidad, sea director o dueño directo o indirecto del 10% o más de su capital; y las personas por quien el director actúe como representante;

d) Se dispone que en los actos o contratos respecto de los cuales no pudiera determinarse si se ajustan o no a condiciones de equidad similares a las que prevalecen habitualmente en el mercado -como es exigido hoy por la ley para que puedan llevarse a cabo en estos casos- para los efectos de la evaluación, las condiciones de negociación de los mismos deberán ser significativamente beneficiosas para la sociedad;

e) Se agrega otra presunción de derecho de tener interés el director, cuando éste o personas relacionadas a él, presten asesoría para la celebración de un acto o contrato;

f) En las actas de la sesión de directorio correspondiente deberá dejarse expresa constancia de las deliberaciones del directorio para aprobar los términos y condiciones de los respectivos actos o contratos y de la aprobación o rechazo de éstos; no podrán participar con su voto aquel o aquellos directores interesados o que estén vinculados a las respectivas personas relacionadas de la sociedad, según corresponda;

g) El directorio podrá convocar a una junta de accionistas para que acuerde la aprobación o rechazo del acto o contrato respectivo, cuando no haya o no se encuentre presente a los menos, un director sin interés o no vinculado a la persona relacionada a la sociedad respectiva;

h) Se establece que en caso demandarse los perjuicios ocasionados por la infracción de la normas sobre operaciones en que hay interés, corresponderá a la parte demandada probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado o que fue significativamente beneficioso para la sociedad, y

i) Una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones o sus filiales podrá celebrar actos o contratos con personas relacionadas a aquélla, sólo cuando se ajusten en todo a las condiciones anteriores. Se entenderá por persona relacionada las definiciones que al efecto da el artículo 100 de la Ley de Valores y las demás normas que dicte la Superintendencia; excepto en lo que se refiere a su filiales.

Los estatutos y las juntas de accionistas no podrán establecer limitaciones a la aplicación de lo anterior.

19.- Autorizar que a las sesiones de directorio, los directores asistan y participen encontrándose físicamente presentes en la sala que se constituya la sesión o comunicados simultánea y permanentemente a través de medios de comunicación que autorice la Superintendencia. En este último caso, su asistencia y participación en la sesión será certificada bajo la responsabilidad del presidente, o quien haga sus veces, y del secretario del directorio, dejándose constancia de este hecho en el acta que se levante de la misma.

20.- Disponer que el presidente, el secretario y los directores que hayan concurrido a la sesión respectiva, no podrán negarse o excusarse de firmar el acta que se levante de la misma, la que deberá quedar firmada y salvada, si fuere el caso, dentro de los 10 días siguientes a la celebración de la sesión.

21.- Disponer que a los ejecutivos principales se les aplicará las mismas normas de los directores, en lo que sean compatibles con su cargo o función, especialmente las relativas a impedimentos, aceptación y cesación del cargo, diligencia y responsabilidades en el cumplimiento de sus funciones, actos prohibidos, negociaciones en las cuales tenga interés y reserva de información.

22.- Crear un comité<sup>11</sup> en las sociedades anónimas abiertas que sean controladas con menos de un 80% de las acciones con derecho a voto, que será integrado por los directores que sean electos sin el voto decisivo de los accionistas controladores, que tendrá las siguientes funciones y responsabilidades:

a) Examinar los informes de los inspectores de cuentas y auditores externos, según corresponda, el balance, los estados y demostraciones financieras presentadas por los administradores o liquidadores de la sociedad a los accionistas, y pronunciarse respecto de éstos en forma previa a su presentación a los accionistas para su aprobación. Este pronunciamiento deberá ser incluido en la memoria anual;

b) Proponer al directorio, los auditores externos y los clasificadores de riesgo, en su caso, que serán propuestos a los accionistas para su designación;

c) Examinar los antecedentes relativos a las operaciones en que un director tenga interés o esté relacionado y evacuar un informe respecto de la mismas. Una copia del informe será enviada al presidente del directorio, quien deberá dar lectura a dicho informe en la sesión citada, para la aprobación o rechazo de la operación respectiva;

d) Requerir al presidente de la sociedad, cuando el directorio no logre adoptar acuerdos al respecto, que cite, en una fecha determinada, a junta extraordinaria de accionistas para pronunciarse respecto de las materias vinculadas con las operaciones en que un director tenga interés o esté relacionado, o bien con el informe sobre que debe preparar en caso de una oferta pública de adquisición de acciones, y

e) Las demás funciones que se establezcan en los estatutos.

23.- Establecer que en el silencio de los estatutos, el comité estará integrado por un mínimo de tres miembros. En caso que hubieren más directores con derecho a integrar el comité que el mínimo establecido, en la primera reunión del directorio después de la junta de accionistas que se haya efectuado su elección, los mismos directores independientes resolverán, por unanimidad, quiénes lo habrán de integrar. En caso de desacuerdo, decidirá la suerte.

Se entenderá que un director ha recibido apoyo decisivo de una persona natural o jurídica, cuando al sustraer de su votación los votos provenientes de aquéllas o de sus personas relacionadas, no hubiese resultado electo. De igual manera, se entenderá que el director es independiente cuando, a falta de un número suficiente de miembros que integren el comité, el accionista controlador designe como independientes a tantos directores como fuere necesario para completar el número mínimo de miembros que deberá integrar el comité, de entre los directores que hubieren resultado electos con el voto decisivo del controlador. La designación del controlador deberá realizarse dentro de la junta en la que se deba elegir a los

<sup>11</sup> El mensaje en su parte considerativa denomina a este comité como "comité de auditoría".



directores independientes. Para determinar el carácter de controlador y de persona relacionada, se aplicarán las normas de la Ley de Valores.

24.- Establecer que las deliberaciones, acuerdos y organización del comité se regirán, en todo lo que les fuere aplicables, por las normas relativas a las sesiones del directorio de la sociedad. En todo caso, el comité regulará la forma en que comunicará formalmente al directorio y a la sociedad, sus peticiones de información como también sus resoluciones y acuerdos.

Tratándose de sociedades anónimas en las cuales el cargo de director sea remunerado, los directores integrantes del comité serán también remunerados por sus funciones. La cuantía de las mismas, será fijada anualmente en la junta ordinaria de accionistas y no podrá ser inferior al 50% ni superior al 100% de lo que perciban por dieta como directores de la sociedad.

El comité podrá contratar la asesoría de profesionales independientes para el cumplimiento de sus funciones. Los gastos y costos de funcionamiento del comité, incluyendo los de sus asesores, serán de cargo de la sociedad y serán presentados, en forma detallada, en la memoria social, e informados en la junta ordinaria de accionistas.

El comité deberá incluir en la memoria de la sociedad, un informe de su cometido y sus observaciones respecto de la situación social. Dicho informe deberá ser expuesto en cada junta ordinaria de accionistas por quien presida dicho comité. La exposición del informe del comité sólo podrá ser omitida con el acuerdo unánime de los accionistas presentes y representados en la junta de accionistas respectiva.

Los directores que integren el comité en el ejercicio de las funciones señaladas, deberán emplear el cuidado y diligencia que los hombres emplean en sus propios negocios. Se presume su culpabilidad, cuando no cumplan con las funciones y obligaciones antes señaladas. Sin perjuicio de la responsabilidad propia del cargo de director, responderán solidariamente de los perjuicios que causen a los accionistas y a la sociedad.

25.- Modificar los quórumes de aprobación de ciertas materias, como sigue:

a) requerirán del voto conforme de, a lo menos, las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto los acuerdos relativos a:

- i) modificación del plazo de duración de la sociedad, cuando lo hubiere;
- ii) la disolución anticipada de la sociedad;
- iii) el cambio del domicilio social;
- iv) la disminución del capital social;
- v) la división de la sociedad;
- vi) la aprobación de aportes y estimación de bienes no consistentes en dinero;

vii) la modificación de las facultades reservadas a la junta de accionistas o de las limitaciones a las atribuciones del directorio;

ix) la forma de distribuir los beneficios sociales, y

x) el saneamiento de la nulidad, causada por vicios formales, de que adolezca la constitución de la sociedad o una modificación de los estatutos sociales que comprenda una o más materias de las señaladas en los números anteriores<sup>12</sup>.

b) requerirán el voto conforme de, a lo menos, un 80% de las acciones con derecho a voto, los acuerdos relativos a:

i) la transformación de la sociedad;

ii) la fusión de la sociedad;

iii) la enajenación de un 50% o más de su activo, sea que incluya o no su pasivo; como asimismo, la formulación de cualquier plan de negocios que contemple la enajenación de activos por un monto que supere el porcentaje antedicho. Para estos efectos, se presume que constituyen una misma operación de enajenación, aquellas que se perfeccionen por medio de uno o más actos relativos a cualquier bien social, durante cualquier período de 12 meses consecutivos;

iv) el otorgamiento de una o más garantías reales o personales para caucionar obligaciones de terceros o que, en conjunto a las demás garantías reales o personales constituidas en favor de terceros, sea equivalente o supere el 50% de su activo, excepto respecto de filiales, en cuyo caso, la aprobación del directorio será suficiente;

v) la disminución del número de miembros del directorio;

vi) la creación de preferencias o privilegios para una serie de acciones o la modificación, el aumento, reducción o supresión de las ya existentes;

vii) el saneamiento de la nulidad causada por vicios formales de que adolezcan aquellos acuerdos de junta de accionistas que dan derecho a retiro, y

viii) Los demás casos que establezcan los estatutos.

26.- Suspender el ejercicio al derecho a retiro en caso de quiebra de la sociedad o de hallarse ésta sujeta a convenio de la Ley de Quiebras, hasta que no sean pagadas suficientemente las acreencias que existan al momento de generarse ese derecho, o de terminarse el convenio por otra causa que no sea la misma declaración de quiebras.

27.- Sustituir la causal que confiere derecho de retiro, consistente en la enajenación del activo y del pasivo de la sociedad o del total del activo, por la

<sup>12</sup> Salvo este último número, que se ha agregado, todas las demás materias estaban ya contempladas con quórum de aprobación por 2/3 de las acciones con derecho a voto.

enajenación de un 50% o más del activo, en los términos indicados para efectos del quórum de aprobación en la junta.

28.- Otorgar derecho a retiro en los siguientes casos:

a) el otorgamiento de cauciones por obligaciones de terceros o que sumadas a las otorgadas por éstas, excedan del 50% del activo, y

b) la disminución de número de directores.

29.- Disponer que el presidente, el secretario y las demás personas que se hayan obligado a firmar el acta que se levante de la junta de accionistas respectiva, no podrán negarse o excusarse a firmarla. El acta deberá quedar firmada y salvada, si fuere el caso, dentro de los 10 días siguientes a la celebración de la junta de accionistas correspondiente.

30.- Otorgar representación a cualquier accionista o director de la sociedad para demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, si resultare dañado el patrimonio de la sociedad como consecuencia de la infracción a la Ley de Sociedades Anónimas, su reglamento, los estatutos sociales o cualquiera instrucción impartida por la Superintendencia. Las costas serán pagadas a la parte demandante y no podrán beneficiar en forma alguna a la sociedad.

Estas acciones son compatibles con las demás acciones establecidas en la Ley de Sociedades anónimas.

31.- Disponer que en el registro público que deben llevar las sociedades anónimas indicativo de sus personeros, deberá incluir los ejecutivos principales.

32.- Autorizar a que las sociedades que actualmente tengan dividido su capital en series de acciones y que una de ellas tenga preeminencia en el control de la sociedad, para seguir manteniéndolo hasta que se extinga dicho privilegio o así se acuerde eliminar por la junta extraordinaria de accionistas

#### **C.- MODIFICACIONES A LA LEY DE FONDOS MUTUOS (DL 1.328, DE 1976)**

33.- Prohibir votar a las administradoras de fondos mutuos, en las elecciones de directorio de la sociedades cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos del fondo mutuo, por las personas que se encuentran en alguna de las siguientes votaciones<sup>13</sup>:

a) ser accionista mayoritario o persona relacionada a él, que, en forma directa o indirecta, o mediante de actuación conjunta, pueda elegir la mayoría del directorio;

b) ser accionista de la administradora que posea 10% o más de las acciones suscritas de ella o ser persona relacionada a éste;

---

<sup>13</sup> Esta norma se debe entender como una limitación del derecho a voto concedido por el mismo proyecto al derogar la prohibición general de votar que existía en la Ley de Sociedades Anónimas.

c) ser director o ejecutivo de la administradora o de alguna de las sociedades del grupo empresarial al que aquélla pertenezca.

Sin perjuicio de lo establecido en la letra a) anterior, las administradoras podrán votar por personas que se desempeñen como directores en una sociedad del grupo empresarial al que pertenezca la sociedad en la que se elige directorio, cuando las personas cumplan con lo siguiente:

i) ser persona cuya única relación con el controlador del grupo empresarial, provenga de su participación en directorio de una o más sociedades del mencionado grupo, y

ii) que la persona no haya accedido a los directorios con el apoyo decisivo del controlador del grupo empresarial o de sus personas relacionadas.

Se entenderá que un director ha recibido apoyo decisivo de una persona natural o jurídica, cuando al sustraer de su votación los votos provenientes de aquéllas o de sus personas relacionadas, no hubiese resultado electo.

En caso que la persona elegida esté afecta a las restricciones mencionadas o se inhabilitare por cualquier causa, cesará de pleno derecho en el cargo.

34.- Autorizar a las administradoras para actuar concertadamente entre sí o con accionistas que nos estén afectos a las restricciones previstas en el número anterior. No obstante, no podrán realizar ninguna gestión que implique participar o tener injerencia en la administración de la sociedad en la cual hayan elegido una o más directores.

#### **D.- MODIFICACIONES A LA LEY DE ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIONES (DL 3.500, DE 1980)**

35.- Facultar a las Administradoras de Fondos de Pensiones para participar con recursos del fondo que administran, en las ofertas públicas de adquisición de acciones que se realicen en conformidad a la ley. La Superintendencia de AFP establecerá mediante norma de carácter general, los requisitos que deberán cumplir éstas a fin que los fondos de pensiones puedan participar.

La Superintendencia de Seguros y Valores hará llegar a la Superintendencia de AFP copia del prospecto respectivo, dentro de los tres días de recibido.

36.- Establecer que para reclamar de una multa impuesta por la Superintendencia, el reclamante deberá consignar en dicho organismo una parte de ella, dependiendo del monto de la multa<sup>14</sup>. El monto de la consignación será el siguiente:

i) si el monto de la multa es de hasta 3.000 unidades de fomento, la consignación será el cien por ciento de la multa, y

---

<sup>14</sup> De acuerdo con la legislación vigente, el reclamante debe consignar el total de la multa.

ii) si el monto de la multa es entre 3.001 y 15.000 unidades de fomento, la consignación será de 3.000 unidades de fomento más el treinta por ciento del exceso sobre las 3.000 unidades de fomento.

En caso de aplicarse una multa equivalente a un porcentaje de las operaciones o de los actos o contratos ejecutados con infracción de ley, reglamentos o instrucciones de la Superintendencia, el monto de la consignación será el siguiente:

i) si la multa es igual o inferior a 15.000 unidades de fomento, se aplicarán las reglas anteriores, y

ii) si el monto de la multa es equivalente a una suma igual o superior a 15.001 unidades de fomento, la consignación será por el equivalente a 3.000 unidades de fomento más el treinta por ciento del exceso sobre el equivalente a 3.000 unidades de fomento y en todo caso, con el límite máximo de 30.000 unidades de fomento.

37.- Agregar a la enumeración de personas por cuales no pueden votar las AFP en elecciones de directorio de sociedades anónimas, cuyas acciones hayan sido adquiridas con recursos del fondo, las siguientes:

a) ser accionista de la administradora que posea directa o indirectamente un 10% o más de las acciones suscritas de ella o ser persona relacionada a éste;

b) ser director o ejecutivo de la administradora o de alguna de las sociedades del grupo empresarial al que aquélla pertenezca.

Sin perjuicio de la prohibición ya existente de que no pueden elegir como director a un accionista mayoritario o persona relacionada a él, que, en forma directa o indirecta, o mediante acuerdo de actuación conjunta, pueda elegir la mayoría del directorio, las administradoras podrán votar por personas que se desempeñen como directores en una sociedad del grupo empresarial al que pertenezca la sociedad en la que se elige directorio, cuando cumplan con lo siguiente:

i) ser persona cuya única relación con el controlador del grupo empresarial, provenga de su participación en directorio de una o más sociedades del mencionado grupo;

ii) que la persona no haya accedido a los directorios con el apoyo decisivo del controlador del grupo empresarial o de sus personas relacionadas.

Se entenderá que un director ha recibido apoyo decisivo de una persona natural o jurídica, cuando al sustraer de su votación los votos provenientes de aquéllas o de sus personas relacionadas, no hubiese resultado electo.

Dentro de los 10 días hábiles siguientes a la celebración de una junta de accionistas en la que se haya elegido directores de una sociedad, la Superintendencia podrá pronunciarse en relación al cumplimiento de los requisitos establecidos por la ley, respecto de aquellos directores elegidos con el voto decisivo de una o más administradoras.

Quando los requisitos no se cumplan, la Superintendencia emitirá una resolución notificando el impedimento a las administradoras, a la sociedad y a la persona inhabilitada para asumir como director.

Si el director objetado tuviere un suplente habilitado, éste ocupará el cargo en forma transitoria. En caso contrario, el cargo será ocupado por una persona designada como suplente por el directorio de la sociedad.

La resolución de la Superintendencia notificando la inhabilidad, será reclamable ante la Corte de Apelaciones en el plazo de 15 días desde la notificación, por las administradoras que hubiesen votado por el director inhabilitado y reclamada que sea, y mientras no se resuelva el reclamo, no podrá nombrarse un reemplazante para proveer el cargo en forma definitiva.

Si la resolución de la Superintendencia no fuere reclamada o, en su caso, al ser reclamada y quedare ejecutoriada la resolución judicial recaída en el reclamo, que lo rechaza, el directorio deberá designar un reemplazante de entre los integrantes de una terna presentada por la administradoras que hubieren votado por el director inhabilitado. La designación deberá efectuarse dentro de los siguientes 15 días a la fecha de quedar ejecutoriada la resolución de la Superintendencia que notifica el impedimento o de quedar ejecutoriada la resolución judicial que desecha el reclamo.

Los requisitos establecidos en la ley deberán cumplirse mientras el director que haya recibido el apoyo decisivo de una administradora permanezca en el cargo. Constatada una inhabilidad, se notificará el impedimento para continuar en el cargo, mediante una resolución de la Superintendencia, a las administradoras, a la sociedad y a la persona inhabilitada, que será reemplazada de acuerdo a las normas anteriores.

La Superintendencia establecerá, mediante norma de carácter general, el procedimiento de información al que las administradoras deberán atenerse, con el objeto de permitir el pronunciamiento de ella, en relación con las elecciones de directorio.

#### **E.- MODIFICACIONES AL ESTATUTO ORGÁNICO DE LA SUPERINTENDENCIA DE AFP (DFL 101, de 1981<sup>15</sup>, DE TRABAJO Y PREVISIÓN SOCIAL)**

38.- Elevar la multa a beneficio fiscal de 1.000 unidades de fomento, que puede ser quintuplicada en caso de reincidencia, a un monto por administradora no superior a las 15.000 unidades de fomento o hasta por el 30% del valor total de las operaciones irregulares o de los actos o contratos que han sido ejecutados en infracción de ley, de reglamentos o instrucciones de la Superintendencia, en su caso.

---

<sup>15</sup> Hay un error de referencia en el proyecto, porque el año del DFL es 1980.

## **II.- ANALISIS CRITICO DEL PROYECTO: ASPECTOS MAS RELEVANTES**

El proyecto trata de diversas materias y puede ser analizado desde múltiples perspectivas y una infinidad de detalles. Intentaremos dar una visión crítica, refiriéndonos a los aspectos más relevantes y a los principales inconvenientes que presenta.

### **♦ Constitucionalidad de fondo: el proyecto no respeta los derechos adquiridos**

El proyecto presenta un problema de constitucionalidad respecto de las personas que actualmente poseen un paquete accionario que confiera el control de una sociedad anónima abierta. El mercado normalmente premia con un valor adicional en el precio de las acciones, cuando constituyen un paquete que otorga el control. Desde el momento que el proyecto entre en vigencia como ley, el dueño de un paquete controlador ya no podrá enajenar el control, sino que el interesado en lograrlo deberá adquirirlo del público en una OPA.

De esta manera, el actual poseedor de un paquete se habrá visto privado de parte de su patrimonio en virtud de una ley y sin indemnización alguna, lo cual es inconstitucional, porque se está afectando el derecho de dominio sin sujeción a lo previsto en el N°24 del artículo 19 de la Carta Fundamental, que dispone que la ley efectivamente puede expropiar un bien, pero que el Estado debe pagar su valor real y al contado. En síntesis, el proyecto no respeta los derechos adquiridos.

En términos más generales, el proyecto es cuestionable porque afecta situaciones válidas y legítimamente constituídas bajo el imperio de una ley. Así por ejemplo, es frecuente que los inversionistas celebren convenciones, conocidas como "pactos de accionistas", que regulan la enajenación de los paquetes accionarios, otorgándose preferencias entre ellos para adquirirlos. Al promulgarse este proyecto, todos estos pactos, en cuanto se refieran a paquetes que suponen el control de la sociedad o que importen adquirir el 20 % del capital de la misma, quedarán sin aplicación porque la adquisición de tales paquetes sólo se podrá hacer como consecuencia de una OPA, provocando una alteración grave en las relaciones libremente consentidas entre los individuos y en las prácticas habituales en el mercado de capitales.

### **♦ Fundamento de proyecto.**

El proyecto de ley que regula las "Ofertas Públicas de Adquisiciones de Acciones" (OPAS), abarca gran cantidad de materias que exceden largamente a su mención más frecuente.

Sin embargo, el más relevante es la regulación de las OPAS y la obligación de someter toda toma de control mediante adquisición de acciones a una OPA. De acuerdo con el Ejecutivo, la razón para legislar obedece al aumento progresivo del número de tomas de control de las sociedades anónimas que se ha observado a partir de 1996 y los efectos negativos que ellas pueden tener sobre los accionistas minoritarios. Los efectos negativos se identifican con la posibilidad de una transferencia indebida de riqueza desde los accionistas minoritarios hacia los

controladores de la sociedad anónima. En beneficio de una mayor comprensión del tema es necesario entrar a analizar las características propias del mercado de capitales, asociadas al tema, en razón de las cuales se requiere legislar sobre la materia.

En el mercado de capitales existe lo que técnicamente se denomina "asimetrías de información", que se refiere a las diferentes disponibilidades de información entre los agentes que participan en este mercado, que por ser muy dinámico, genera información relevante todos los días. La obtención de esta información, así como su debido estudio y procesamiento, requiere de una permanente inversión de parte de los tenedores de valores. Esto lleva a que existan agentes especializados en el procesamiento de esta información y que algunos la obtengan como parte de su giro o labor diaria; mientras que otros deben invertir recursos en ello.

El costo de mantener esta información actualizada no es igualmente rentable para todos los potenciales participantes de este mercado, siendo mayor la inversión de quienes mantienen una más alta participación accionaria. Un criterio de eficiencia económica nos lleva a concluir que esta decisión de invertir recursos diferentes es la adecuada para cada tipo de personas. Sin embargo, el costo marginal de la información difiere entre agentes sobre la base de diferencias en su participación relativa en la sociedad anónima y a sus costos de recopilación y procesamiento. De esto, cabe concluir que hay dos aspectos relacionados en el flujo de información que deben ser regulados: la transparencia y la información privilegiada.

Es necesario procurar la transparencia, buscando fórmulas para transferir a los accionistas minoritarios la información esencial para la toma de sus decisiones. Aquí surgen límites de dos tipos para hacerlo. Uno, que hay información que las empresas no pueden dar, porque de tenerla sus competidores se dañaría su desempeño, con el consiguiente daño a los mismos accionistas minoritarios, que al fin buscan maximizar los dividendos de su inversión. El otro, el límite natural que impone el generar y procesar la información disponible.

Por otro lado, existen agentes que por su cargo, posición u ocupación, disponen de información privilegiada o interna, y cuyo uso puede arrojarles importantes e injustas ganancias, frente a los que, por no tener la misma posición o cargo, no disponen de aquélla. Por lo tanto, es necesario castigar el uso indebido de la información privilegiada en beneficio propio o de terceros. El accionista controlador de una sociedad anónima es, en el hecho, uno de estos agentes que dispone de información privilegiada, y por ende, es necesario resguardar que no haga uso impropio de ella.

### **El Precio del Control**

El control de una sociedad anónima tiene un valor en el mercado. El precio de un paquete controlador, vale más que la suma de las acciones individualmente consideradas; hay un valor adicional por el control que involucra. Una persona que está dispuesta a pagar por un paquete accionario (el valor común de la acción, más el adicional asociado al control) está respaldando con su capital la "apuesta" de que su capacidad de gestión es al menos equivalente a la del socio controlador que está dispuesto a vender, más la incertidumbre de la misma. Por lo tanto un cambio de tal socio exige la existencia de un mejor proyecto de gestión (ex ante), suficiente para pagar el costo de las acciones, el valor del control y el riesgo implícito.



Ese riesgo no lo asume sólo, sino que lo traspasa a los demás accionistas. De aquí que la legislación exige informarles a los últimos con la debida anticipación del cambio de controlador. Aquellos que estén dispuestos a asumir el riesgo mantendrán sus acciones, y quienes no lo hagan las venderán en el mercado a otros accionistas nuevos a quienes el nuevo controlador -y el proyecto implícito- les parezca atractivo.

Ex post, un proyecto exitoso redundará en mayores utilidades, más dividendos, y por lo tanto un mayor precio de las acciones, con el consecuente beneficio para quienes respaldaron el proyecto y perjuicio para quienes vendieron anticipadamente, como corresponde a una inversión en instrumentos de esta naturaleza. Por el contrario, un proyecto fracasado puede reducir el valor de las acciones, en cuyo caso se benefician quienes vendieron anticipadamente y pierden quienes se mantuvieron como accionistas en la empresa.

En la naturaleza misma de la operación no existe un perjuicio a los accionistas minoritarios. Lo que se observa en cambio es una venta de acciones a un precio superior al de mercado, y ese es el valor del control. Lo que el legislador debe garantizar es que ese control no "abuse" de su ejercicio con información privilegiada o con operaciones con personas relacionadas que vayan en desmedro de la sociedad, y por lo tanto de los accionistas minoritarios, pues es en este caso en el cual se puede producir la transferencia indebida de riqueza, que es responsabilidad de la autoridad impedir. Pero ello debe ser así con el nuevo y con el antiguo controlador.

Para evitarlo existen diversos mecanismos, como lo menciona el propio mensaje del Ejecutivo. Hay diversas normas legales como el derecho a demandar a los administradores, el derecho a retiro para los accionistas minoritarios ante cambios fundamentales en la sociedad, normas que regulan las operaciones entre personas relacionadas, obligaciones de información, etc. Por su parte, el propio mercado dispone de mecanismos de autorregulación: la reputación empresarial es premiada por el mercado a través de mecanismos diversos como las alternativas de crédito, y la concentración de la propiedad.

### **Competencia por una gestión eficiente**

Existe un mecanismo adicional de mercado, que es la competencia por la gestión más eficiente. El mecanismo consiste en permitir que una mejor gestión pueda reemplazar a otra por el traspaso del control de la sociedad, lo cual involucra a la nueva propuesta que arriesga su capital y con ello da una garantía a los demás accionistas de la seriedad de la misma. Se debe tener presente que para lograr entrar a administrar la empresa, hay que estar dispuesto a invertir más recursos que los que está dispuesto a invertir el accionista mayoritario que vende.

Toda forma de regulación tiene costos y entre esos costos existe también el de inhibir los mecanismos de autorregulación del mercado. Se trata pues de elegir formas de regulación que sumen a la protección sobre los accionistas minoritarios y sin un costo en términos de entorpecer la gestión y con ello su objetivo de maximizar el precio de las acciones.

En síntesis, toda regulación que pretenda impedir transferencias indebidas de riqueza entre accionistas, debe propender a fortalecer la transparencia, a prohibir y sancionar el uso de información privilegiada y establecer garantías que eviten

abusos en las transacciones de la sociedad con partes relacionadas con algunos accionistas.

Si bien el proyecto contiene normas que se identifican con esos objetivos, en la práctica transita por caminos muy distintos. Se parte de la base que en la transferencia de control de una sociedad anónima hay un abuso implícito y, por lo tanto, se prohíbe enajenar el control, toda vez que quien desee adquirirlo, deberá formular una OPA y adquirirlo del público en general. El mensaje no tiene fundamentación alguna que explique la razón por la cual se impide en el hecho, que el titular del control pueda enajenarlo.

El proyecto altera el sentido normal de las cosas. En el mercado se transan los valores libremente, pero cuando surge una oferta destinada al público en general, se produce un hecho relevante que merece algún nivel de regulación, para impedir que se afecte la fe pública del mercado de valores. La regulación debe apuntar a que haya transparencia e información para que los agentes tomen una decisión adecuada y no se produzcan transferencias indebidas de riqueza. Por lo tanto, una OPA es una situación que merece ser regulada, pero no es un mecanismo que tenga bondades en sí mismo y que sirva para superar problemas del mercado.

No hay razón alguna para impedir que una persona transfiera a otra el control de una sociedad en una transacción privada. Aquí no se afecta el mercado de valores y, por lo mismo, no se advierte la razón para que obligatoriamente haya que formular una OPA. Es efectivo -como ya se dijo- que el cambio de control no es indiferente a los demás accionistas, pero éste conceptualmente es neutro, porque crea posibilidades de efectos negativos o positivos para ellos. Algunos podrán creer en el nuevo controlador y otros no, y ello se reflejará en la decisión de mantener las acciones o salirse de la inversión. Siempre habrá compradores para éstos, porque siempre habrá quienes crean en el nuevo controlador y en su proyecto implícito, y que quieran entrar al negocio. Lo importante es que haya suficiente información, para que cada cual tome fundadamente su decisión y asuma el riesgo de salir o entrar, porque sólo el paso del tiempo dirá cuál fue la decisión correcta. Es por esto que la legislación vigente obliga a comunicar el cambio o toma de control y a esperar un plazo para materializarlo, es decir, que el mercado sepa, recopile información y cada cual tenga la oportunidad de tomar la mejor decisión. Tal vez se puede estimar que esta regulación no es suficiente y proponer algunos cambios, como alargar el plazo etc., lo que puede ser justificado y merecer un estudio.

El proyecto, sin embargo, prohíbe en el hecho que se transfiera el control por quien lo tiene y obliga quien pretende comprarlo del público en general. Deja la OPA de ser un suceso del mercado que, cuando se formula, merece ser regulado por sus implicancias y repercusiones, y se transforma en un mecanismo obligatorio para obtener el control.

Hay que tener presente, además, que no toda OPA va dirigida a la toma de control, sino que puede consistir en una oferta para adquirir una cantidad de acciones que de suyo sea interesante como inversión o bien a lograr injerencia en la administración de la sociedad -que otorgue derecho a elegir un director, por ejemplo- pero no a lograr el control.

Resulta curioso que el fundamento que se invoca para establecer la obligación de pasar por una OPA para obtener el control, sea evitar transferencias indebidas de riqueza, cuando el proyecto una vez aprobado lo que producirá serán enormes e injustificadas transferencias de riqueza entre accionistas. Ya no se

permitirá que quien tenga el control de una sociedad abierta obtenga al vender sus acciones el beneficio que ello supone en el precio, sino que lo obtendrán en todo o parte los restantes accionistas, pues el conjunto de ellos pasa, en virtud de la regulación propuesta, a tener el control, ya que sólo de ellos se podrá obtener.

Como se puede observar, en la parte del proyecto que regula las OPAS existe una confusión conceptual entre la regulación de las transferencias del control de la sociedad, que en sí no representan un perjuicio para los demás accionistas, con la necesidad de resguardar que beneficios de ese control se reciban a través de mayores dividendos y no se los apropie indebidamente el controlador con diversos mecanismos, como la venta de activos subvalorados a personas relacionadas o contratos a precios sobre los de mercado con esas mismas personas relacionadas, ocasionando perjuicios a los accionistas minoritarios. El cambio de control no produce perjuicios a éstos, porque asegura en largo plazo que lo tenga quien posee el proyecto más rentable.

Como consecuencia de ello se está expropiando parte significativa del valor del control de una sociedad y estableciendo un impuesto a los cambios en la propiedad con derecho a control. Por esta vía se inhibe un valioso mecanismo de autorregulación, cual es el cambio del control de la sociedad, que es un incentivo que lleva a la maximización del valor de las acciones en beneficio de los accionistas. En estas condiciones no se puede concluir que el proyecto tenga efectos positivos sobre los accionistas minoritarios, aunque sí entorpece el mejor desarrollo del mercado de capitales.

Además, todo el proyecto está concebido para impedir que alguien tome el control de parte de quien lo posee actualmente y la regulación apunta a controlar la compra del mismo. Sin embargo, el proyecto no se colocó en la situación de quien tiene el control y pretende enajenarlo, pues ¿cómo lo hace?. Toda persona que quiere vender algo busca interesados y lo ofrece en un precio determinado. Si surge un interesado y hay acuerdo en el precio, se produce la venta. Pero en este caso, no se puede producir, porque el comprador deberá entonces formular una OPA y terminará comprando toda o una parte de las acciones de otros poseedores. En esta misma medida, se desincentiva que las inversionistas liquiden sus inversiones y se propende a un inmovilismo en el mercado accionario. En efecto, cuando el vendedor ya no puede vender el paquete como un todo, el valor de sus acciones descenderá y ya no será rentable deshacerse de la inversión.

La regulación propuesta producirá otros efectos, como impedir que los paquetes accionarios sean dados en garantía. En efecto, si un inversionista tiene un paquete controlador, actualmente resulta ser un activo muy atractivo para darlo en garantía de un crédito para desarrollar un proyecto nuevo. Sin embargo, con esta nueva normativa, el paquete como tal no podrá ser ejecutado como garantía por el acreedor, pues todo comprador debe pasar por una OPA y adquirirá las acciones en todo o parte de terceros.

En suma, aparte de afectar patrimonialmente a quienes ya tienen en la actualidad un paquete accionario controlador, el principal efecto distorsionador futuro que tendrá el proyecto, es que nadie podrá recuperar el valor que pagó por obtener el control de una sociedad anónima, porque en la práctica el que pretenda obtener éste, deberá lograrlo, en todo o parte, de terceros. Sólo si en la OPA el actual controlador fuera el único interesado en vender, podría enajenar el paquete completo. Si tal evento sucediera, sería indicador que el precio en el cual está vendiendo es muy bajo.

Otra circunstancia práctica que no se ha tomado en cuenta, son los planes de gobierno de privatizar las empresas, enajenando paquetes que confieran el control, como concretamente sucede en el caso de ESVAL. Con una legislación de este tipo, CORFO no podría enajenar las acciones sin que un comprador formule una OPA. Esto ilustra claramente que todo el proyecto fue pensado en el comprador que quiere hacerse del control, pero que nunca se pensó en la existencia de un vendedor que quiera enajenarlo.

El mensaje dice que el objeto del proyecto es colocar algunas regulaciones prudentes, que no desincentiven las tomas de control. La verdad, no obstante, es que con las normas propuestas, el interés por lograr el control de sociedades disminuirá y con ello, en el largo plazo caerá el valor de las acciones, lo cual no sólo perjudicará a los grandes inversionistas, sino que también a los pequeños, cuya defensa es el propósito declarado del proyecto.

#### ♦ Series de acciones con preeminencia en el control.

Estrechamente relacionado con las normas sobre toma de control, el proyecto prohíbe la existencia de series de acciones que signifiquen una preeminencia en el control de la sociedad.

Nuevamente, no se ha dado explicación que justifique realmente esta prohibición. Las regulaciones en el mercado de valores deben apuntar a que haya información suficiente. Si hay tal información, son los inversionistas los que deben tomar la decisión. Si las personas compran acciones de una serie que no tiene el control de una sociedad, porque éste se encuentra radicado en otra series, y ello es debidamente conocido, no se advierte por qué se pretende “proteger” a los inversionistas impidiendo la existencia de una figura de esta naturaleza. La ley en vez de regular, toma decisiones por la personas.

Esta es una figura aceptada en todas partes y que puede prestar gran utilidad. Muchas veces una sociedad cerrada puede estar dispuesta a abrirse, si los actuales dueños pueden asegurarse que mantendrán el control. Si ello es aceptado por los interesados en aportar capital, no hay razón para prohibirlo. Es frecuente que a los inversionistas internacionales no les interese tener el control, sino que otras garantías, y no les importa que los controladores tengan garantizado el manejo de la compañía. Incluso más, en algunas ocasiones es al revés, incluyéndose en un pacto de accionistas una cláusula que prohíbe que los controladores se retiren de la empresa, porque precisamente se está invirtiendo en la capacidad de gestión de los controladores.

En otras palabras, el mercado se mueve en sentido inverso que la regulación propuesta y ella no presenta ninguna ventaja práctica; más bien presenta inconvenientes. Todas estas limitaciones a la toma de control van a redundar que menos sociedades anónimas estarán dispuestas a abrirse, que las abiertas que puedan se cerrarán y, en el largo, plazo el valor de las acciones caerá, achicándose el tamaño de mercado de capitales nacional, con el consiguiente daño para los inversionistas pequeños y los institucionales, como las AFP, que manejan los fondos de todos los trabajadores. Así, Chile verá alejarse cada vez más la posibilidad de transformarse en centro financiero de Latinoamérica.

## ◆ Regulación de las OPAS.

Congruentemente con la obligación de tomar el control de una sociedad a través de una oferta pública, el proyecto regula en detalle el mecanismo y concreción de estas ofertas. Existen múltiples aspectos que merecen reparos en esta regulación.

**Rigidización del Sistema:** El primer aspecto, dice relación con la lógica reguladora misma. Como se entró a reglamentar, hay que adoptar medidas para que la regulación no sea burlada. Así, el proyecto entra a detallar un sinnúmero de casos en que se pretende tomar control de una sociedad, que a su vez controla a otras, debiendo decidir el orden en el cuál hay que tomar control de cada una de ellas. Esto introduce una rigidización poco racional, porque la toma de control obligada de una sociedad, antes que otra, puede ser algo que no interese al inversionista en el caso concreto e inhibirá la operación.

El caso límite se presenta cuando se dice que si una sociedad que hace oferta pública de sus acciones es controlada por una o más sociedades que no hagan tal oferta pública, el control sólo podrá obtenerse adquiriendo un número tal de acciones que permita alcanzar el control. Esto resulta ser una tautología poco comprensible y no queda claro a qué casos se aplica. En la práctica, hay que concluir que siendo controlada la sociedad abierta por otra cerrada, nadie puede comprar acciones "sueltas", sino que sólo un paquete que otorgue el control; o bien, que si se hace la compra con el fin de hacer una simple toma de posición, para tomar el control más adelante, ello no está permitido, sino sólo comprar el paquete controlador de una vez, lo que supone entrar a calificar intenciones. En todo caso, no queda claro por qué esta regulación tiene lugar sólo cuando hay un controlador que sea sociedad cerrada.

Por otra parte, se contempla que toda OPA que signifique que una persona pase a tener el 80% o más de las acciones, obliga a formular una oferta de compra por las acciones restantes. Se trata de una obligación cuestionable, porque nadie puede ser obligado a realizar una adquisición de un bien, que además puede implicar un desembolso patrimonial cuantioso. Ahora, si todos los accionistas ejercieran el derecho a que se les compre, se disolvería la sociedad por reunirse todas las acciones en una mano. Una alternativa más apropiada, sería conceder derecho a retiro en este caso, lo que implica una disminución del capital de la sociedad, sin afectar el patrimonio del accionista controlador, aunque también presenta el problema de la disolución potencial de la sociedad.

Luego, se contiene una reglamentación al detalle que hará sumamente difícil llevar acabo una OPA y generará una tramitación burocrática con múltiples trabas. Incluso se contempla que la Superintendencia puede establecer normas adicionales, con lo que el potencial de trabas es inmenso.

**Fiscalización creciente de la Superintendencia:** Otras normas son cuestionables en su contenido más de fondo, entre las que cabe comentar en especial, las siguientes:

a) Se dispone que las personas que efectúen una OPA, sus asesores y los organizadores o administradores de la oferta, quedarán sujetos a la fiscalización de la Superintendencia. No se explica en qué consiste que queden sujetos a la

fiscalización de la Superintendencia y cuál es el alcance de esta disposición. Es menester precisar esta norma, que es amplísima y que puede llevar a excesos impensados (¿tendrán que preparar FECU?);

b) Se establece que si se han adquirido acciones en los 90 días previos a la OPA y en los 120 posteriores, por sí o por personas relacionadas, y el autor de aquélla ha pagado o paga precios superiores a los ofrecidos en la OPA, debe completar la diferencia. Esta norma no tiene una justificación clara. Si las participantes en la OPA aceptaron un precio en un proceso abierto e informado, por qué debe revisarse después por hechos que no necesariamente tienen conexión. Cada cual sabe en su momento si le conviene una oferta.

Por otro lado, en este caso se incurre en una impropiedad jurídica: se dice que el oferente y su persona relacionada son responsables del pago de la diferencia de precio "conjunta y solidariamente". Una deuda conjunta es aquella que tienen varias personas y en que cada uno está obligado a pagar su parte, según su interés en el asunto. Una deuda solidaria es la que tienen varias personas y en cada una es obligada al pago del total a elección del acreedor, que puede cobrar todo o parte a una o más de ellas, a su arbitrio. Por consiguiente, son figuras alternativas e incompatibles, de suerte que nadie puede estar obligado a pagar de ambos modos.

c) En el prospecto hay que precisar el precio y su condiciones de pago, debiendo explicarse, tanto si es en dinero como en valores, los elementos que se tuvieron en cuenta para fijar el valor. La determinación del precio de un activo es una cuestión que deriva de las habilidades y mejores pronósticos que puede hacer una persona. Exigirle que los revele es exagerado; muchas veces se trata de percepciones o determinaciones que no admiten una explicación técnica detallada, aparte del hecho que puede importar sacar a la luz aspectos confidenciales de los negocios de una persona, lo que importa un daño patrimonial.

Por otra parte, exige explicar el origen de los fondos con que hace la oferta. Puede ser razonable exigir que se acredite que existe el respaldo para cubrir el precio ofrecido, pero cosa muy distinta es explicar el origen de los fondos, lo que vulnera la confidencialidad de los negocios y la privacidad a que tienen derecho las personas;

d) Forma y oportunidad en que se adquirieron las acciones que ya posee el adquirente. También esta norma viola la privacidad y no es relevante para decidir si se acepta la oferta;

e) La formulación de la OPA deja prácticamente congelada la administración de la sociedad que se pretende controlar, pues impone una serie de limitaciones al endeudamiento, enajenación de activos, cambios estructurales en la sociedad, etc. Estas normas dejarán a las empresas a merced de la competencia o de cualquier interesado en provocarles daño, pues bastará que se formule una oferta pública sin mucho destino, para entabrar cualquier negocio importante que planeen realizar o incluso las operaciones normales de una sociedad. Debe tenerse presente que los negocios muchas veces tienen un oportunidad y que una vez culminada la OPA, puede ya ser tarde para llevarlos acabo;

f) Se contemplan normas que pueden ser técnicamente difíciles de cumplir, como la obligación de proporcionar el listado de accionistas en "dos días" (corridos), si la oferta aparece publicada un día viernes o en víspera de un feriado cercano a un fin de semana. Lo mínimo sería que se dieran dos días hábiles.

Asimismo, se contempla que debe otorgarse una garantía "de seriedad de la oferta", que incluso puede ser en dinero efectivo. No se explica cómo se constituye esta garantía en dinero y si el tenedor de la garantía debe invertirla o debe mantenerla en efectivo. En la práctica es una opción ilógica y siempre se tomará un depósito.

Cuando la garantía se otorga mediante un depósito a plazo, debe ser con vencimiento a una fecha anterior que expire el plazo de la oferta. Si esta se proroga, puede significar importantes pérdidas para el oferente, pues en estas operaciones los fondos involucrados son cuantiosísimos. Más lógico habría sido establecer que el vencimiento no puede exceder de un plazo preciso desde la expiración del término de la oferta, pudiendo ser renovable.

Para fijar el valor de la acción, a fin de constituir la garantía, se aplica un artículo que se cita de un reglamento, que se refiere a la determinación del valor en el derecho a retiro. No es apropiado que la ley se refiera a una disposición reglamentaria, que puede ser cambiada. Debiera aludirse genéricamente al concepto, esto es, conforme a las normas sobre derecho a retiro.

Finalmente, se establece que en caso de incumplimiento del autor de la OPA de la obligación de pagar el precio, el tenedor de la garantía la liquidará y repartirá los recursos entre los aceptantes de la OPA, a prorrata de las acciones ofrecidas. Determinar si una persona ha cumplido sus obligaciones es una cuestión controvertible y zanjar tal controversia compete constitucio-nalmente sólo a los tribunales de justicia, por lo que no se ajusta a nuestro ordenamiento jurídico la disposición que se analiza.

Además, el proyecto en este punto pretende crear una solución rápida y efectiva, pero peca de irreal, porque ningún banco o agente de valores va a tomar el riesgo de entregar los fondos -que normalmente serán cuantiosos- sin una sentencia que así lo ordene, exponiéndose a una demanda del autor de la oferta por haber dispuesto injustificadamente de ellos;

g) Se establece que si el número de acciones que acepte la OPA exceden la cantidad que el autor ofreció adquirir, deberá comprarse a todos los aceptantes a prorrata de las acciones ofrecidas válidamente vender. Esta norma excluye otras posibilidades que son conceptualmente válidas. Por ejemplo, el autor de la OPA pudiera fijar un precio máximo de referencia y aceptar ofertas por menos, de modo que quienes hagan la oferta más atractiva se aseguren estar entre los vendedores, si los interesados exceden el número mínimo.

Lo que la ley debiera hacer aquí no es tomar una decisión, sino que establecer como requisito que se señale un mecanismo objetivo mediante el cual se tomará la decisión, para que no haya abusos posteriores;

h) Se faculta a los vendedores a retractarse, lo que no es lógico porque implica aceptar por principio la falta de seriedad de una de las partes. Además, cuando se consagra la existencia un criterio objetivo para decidir la compra en caso de exceso, deja de existir toda justificación para la retractación. En efecto, al no haber un criterio objetivo, los interesados se apresuran a ofrecer sus acciones para no "quedar fuera". Si hay un criterio objetivo, resulta que todos serán tratados por igual y ya no habrá motivo para actuar apresuradamente, de manera que se puede esperar hasta el final del plazo para recabar toda la información y ver si se levantan ofertas alternativas.

Finalmente, al consagrar la retractación de alguna manera la legislación está optando por la oferta alternativa que se presente, lo que no necesariamente es equitativo, porque se olvida que el esfuerzo y el costo implícito en "levantar" el tema de la compra de esos valores, originalmente lo realizó el primer oferente.

Por otra parte, técnicamente está mal expuesta la forma de materializar la retractación, porque se dice que se podrá hacer por carta certificada, pero podrá omitirse ésta si se tiene una constancia oportuna del autor de la OPA de la recepción de la comunicación. Debiera decirse que la retractación se hará por comunicación escrita al autor o a su representante y que se podrá hacer por carta certificada; hipótesis ésta que es un poco teórica, en cuanto la retractación se haga para efectos de aprovechar una oferta alternativa, pues la demora propia de la carta certificada y en recuperar los antecedentes, harán imposible llegar dentro del plazo de vigencia de la oferta alternativa;

i) Se autoriza a la Superintendencia a dejar sin efecto una oferta pública, cuando se realice con infracción a las normas legales. Esta facultad es absolutamente criticable, porque transforma a la Superintendencia en un verdadero tribunal que juzga por sí y ante sí, pudiendo inferir un daño económico enorme al oferente. Si bien la resolución de la Superintendencia puede ser cuestionada ante los tribunales, en la práctica para el momento que haya fallo definitivo, que puede ser años después, la OPA ya no tendrá sentido. Luego, lo lógico sería establecer sanciones por la infracción de las normas, sin afectar la validez de la compra realizada;

j) Se faculta a la Superintendencia para prorrogar el plazo de una oferta de adquisición de acciones, aunque el oferente no lo haya previsto. Esta norma le entrega una facultad discrecional a la Superintendencia que es muy delicada, porque al vencer el plazo el oferente, de no haber conseguido su objetivo, puede decidir no perseverar. En reemplazo de su decisión, puede la Superintendencia disponer la ampliación, lo cual significa que este organismo pasa a disponer del patrimonio de las personas, obligándolas a seguir comprando acciones.

Cuando menos, lo correcto sería facultar a la Superintendencia a prorrogar el plazo a petición del oferente, cuando no lo haya previsto originalmente en el prospecto. Incluso, no se advierte la razón para que esta prórroga no sea decidida exclusivamente por el autor de la oferta, bastando colocar la exigencia que la comunique debidamente, resultando innecesaria la intervención de dicho organismo.

k) Se faculta a los agentes de valores y a corredores del bolsa para intermediar ofertas públicas de adquisición de acciones. Se precisa que tratándose de estos últimos, no será necesario que las operaciones se efectúen en bolsas de valores, bastando que les comuniquen las operaciones para que las incorporen, sin costo, a sus mecanismos habituales de difusión. No se explica por qué las bolsas deben hacer esto sin costo y la razón por la cual la ley se atribuye la capacidad de tomar esta decisión.

En fin, todas estas normas van a llevar a que el control esté o "sea transferido" en sociedades extranjeras y que se transará fuera del país e igual la regulación quedará burlada.



#### ◆ Regulación de la toma de control.

El proyecto tiene dos normativas sobre toma de control, que no están claramente delineadas. Por una parte, establece los pasos que deben cumplirse antes de tomar el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones y, por otro, dispone que toda toma de control de tales sociedades mediante adquisición de acciones, debe efectuarse mediante una OPA, estableciendo la regulación para éstas, que difiere en múltiples aspectos del primer procedimiento.

De la redacción parece ser que la intención es que el primer caso se aplique a toda toma de control que no implique "adquisición de acciones" y la segunda-la OPA- se aplique a todo caso que sí implique tal adquisición. Se entendería que hay adquisición de acciones en toda compra y en toda permuta de las acciones, en la que sólo se acepta que sea por otros valores de oferta pública. Un caso que no importa "adquisición" de acciones, sería la fusión de dos o más sociedades que tienen acciones de una sociedad que hace oferta pública, que al unirse todas aquéllas en un solo paquete, confieren control de esta última. Sin embargo, es dudoso si en estos casos no hay respecto de la sociedad que sobrevive "adquisición" de las acciones, que es la expresión diferenciadora que ocupa el proyecto para ambas situaciones.

En consecuencia, hay una materia que no es suficientemente clara y el proyecto debiera ser precisado en este punto, que determina precisamente si se está o no frente a un caso que obliga a hacer una oferta pública de acciones.

Ahora bien, en cuanto al procedimiento de toma de control, cuando no hay OPA, cabe hacer los siguientes comentarios:

a) Una vez que la sociedad recibe la comunicación, el directorio debe evacuar en tres días hábiles un informe sobre la conveniencia de la operación de toma de control.

El plazo para evacuar el informe es irreal, porque interiorizarse de un tema que puede ser muy complejo y preparar un informe al respecto toma de hecho un tiempo superior. Pero lo es más, cuando se recuerda que conforme a la reglamentación vigente, la citación a reunión extraordinaria de directorio se debe hacer por carta certificada, a lo menos con tres días de anticipación. Este plazo puede reducirse a 24 horas, cuando la citación fuere notificada en persona al director por un notario. Es decir, en el mejor de los casos en la sola notificación de la reunión habrá transcurrido un tercio del plazo para emitir el informe.

Además, es cuestionable la procedencia de este informe, porque el directorio es un órgano para administrar la sociedad en representación de los dueños y no para criticar o formular apreciaciones sobre las decisiones o actuaciones de éstos.

Cabe recordar que similar informe se exige en una OPA, aunque se concede un plazo de 5 días, donde es más cuestionable aun porque hay un pronunciamiento sobre transacciones patrimoniales o decisiones de inversión de los accionistas, esto es, sobre la venta que alguien quiera hacer de sus acciones. No es lógico que el mandatario se pronuncie sobre los actos del mandante;

b) Se obliga a cada director a agregar toda información que posea en "calidad de tal" sobre la operación. Una persona puede poseer información y deberá entregarla si es procedente. Establecer que se trata de la información que posee en calidad de director, abre un margen de duda sobre el cumplimiento de la obligación, que no es adecuado y se presta para situaciones oscuras, y

c) Se dispone que en la misma fecha que se suscriban los documentos de toma de control, deberá publicarse una aviso en dos diarios, comunicando la materialización del hecho. Esto es impráctico, porque colocar una publicación es un proceso que puede demorar dos o tres días, lo que hace difícil el calce con la firma de los documentos; muchas veces el cierre de un negocio no se hace sino hasta el momento mismo de la firma de los documentos. Lo lógico sería establecer que debe hacerse una publicación dentro de cierto plazo, luego de concretada la toma de control.

#### ◆ Regulación de la oferta pública de valores en el extranjero.

Se consagra una normativa sobre la transacción de valores chilenos en el extranjero, que se conocen como "ADR"<sup>16</sup>. El mensaje expresa que con ello se pretende "subsana la precariedad legal" que hay en esta materia, porque hace años que tales operaciones se hacen sin que exista legislación que las normara.

El hecho que las operaciones se hayan llevado a cabo durante tanto tiempo y por el volumen que menciona el mensaje -US\$ 2.474 millones- indica que es posible realizarlas y que no existe tal precariedad legal, porque de lo contrario serían todas operaciones irregulares.

En el fondo, el comentario obedece a la costumbre nacional de tener todas las materias reguladas en la ley. Pero cuando se lee la regulación que se propone, se concluye que no producirá mayor efecto, como quiera que se norma la operación de los "ADR" con cierto detalle, pero luego se dice que se aplicarán también "otros mecanismos o sistemas que considere la legislación extranjera", con lo que se reconoce que los mencionados documentos están fuera de Chile y que se rigen por la legislación de otro país, y que cualquiera regulación nacional contraria a esas legislaciones o a las prácticas de otros mercados, no tendrían ningún efecto, salvo obligar a liquidar una operación existente.

Si embargo, hay ciertos efectos "internos" que se vienen normando, a los que conviene referirse:

a) Se establece la obligación de los emisores de los valores de presentar a la Superintendencia y las bolsas de valores, a lo menos la misma información que deban presentar a las autoridades reguladoras extranjeras y a los mercados internacionales, por los valores que registren, coloquen y transen en el extranjero. Esta norma no es lógica, porque en Chile debe exigirse la misma información requerida para los valores nacionales, sin que tenga relación lo que se pide en el extranjero para efectos de esos países.

b) Se establece que la información que esté en idioma extranjero se debe presentar traducida bajo la firma del gerente de la sociedad. Esta información

<sup>16</sup> Si bien se refiere a documentos que se transan específicamente en E. E. U. U., la denominación "ADR" se usa en el mercado en un sentido más amplio, para graficar un fenómeno de internacionalización de las sociedades chilenas.

se tendrá como instrumento auténtico para todos los efectos legales, desde que se presente.

No queda claro qué significa que sea "instrumento auténtico". El instrumento auténtico o público es el otorgado con las formalidades legales por el competente funcionario y tiene el efecto de producir plena prueba, respecto del hecho de haber sido otorgado, de su fecha y de la materialidad de las declaraciones. De esta manera, se le está atribuyendo un alcance a un documento que no debe tener.

Lo técnicamente apropiado, sería decir que el gerente que lo firma será personalmente responsable de la fidelidad de la traducción y, que sin perjuicio de las eventuales acciones penales, deberá indemnizar los perjuicios que cause la inexactitud de ella, y

c) Se establece que los depositarios de las acciones contra las cuales se emitieron los valores en el extranjero, podrá votar en juntas de accionistas, pero conforme a las instrucciones que le haya impartido el poseedor o titular de los valores, por cada una de las materias señaladas en la convocatoria. Si no se les hubiere instruido acerca de la forma de votar, las acciones sólo se considerarán para el cálculo del quórum de asistencia.

Esta norma es cuestionable. En efecto, la manera normal de proceder de los depositarios es atenerse a las instrucciones que reciban de los titulares de los valores, como fuere que se trata de un encargo de confianza, pero muy distinto es establecer tal cosa como requisito legal formal de validez del voto.

Al transformarlo en un requisito legal para la emisión del voto, en las juntas de accionistas habrá toda clase de discusiones sobre la existencia de las instrucciones y la validez de las mismas, de modo que en muchos casos los depositarios se verán impedidos de votar, lo que en la práctica favorecerá a los grupos controladores.

Si el depositario cumple o no las instrucciones de quien le hizo el encargo o sucedió en él a través de la compra del valor, es una cuestión que compete sólo a éstos y debe ser dejado en ese ámbito. Todas las legislaciones, y también la chilena, contienen normas para sancionar o exigir el resarcimiento de los perjuicios de parte de quien violó la confianza de un encargo. Nada aconseja innovar en este aspecto.

Piénsese, además, que en las juntas ordinarias se puede tratar cualquier tema de interés social y que no sea propia de junta extraordinaria, motivo por el cual es imposible tener instrucciones sobre todos los puntos que se promuevan. Los depositarios se entienden facultados para emitir su voto sobre todos los aspectos que surgen, sin violar la confianza, porque deben también velar por los intereses del depositante.

Esta disposición es contradictoria con las demás normas del mismo proyecto, que permiten votar a los administradores de fondos de terceros. Se ha visto que precisamente estas prohibiciones o impedimentos de votar perjudican a los tenedores de la inversión, y benefician a los demás accionistas, particularmente a los controladores. No se advierte, entonces, el motivo que se tiene en este caso para establecer una normativa que va en un sentido contrario

#### ◆ Definición de sociedad anónima abierta.

El proyecto innova sobre la definición de sociedad anónima abierta y, por consecuencia, en la de aquellas que son cerradas.

En primer término, subsana un error técnico que desde siempre tenía la disposición legal que regulaba esta materia. Al decir que son sociedades anónimas aquellas en que 100 o más accionistas tienen el 10% del capital accionario, cualquier sociedad con tal número de accionistas pasa a ser abierta, haciendo inoperante la norma que dice que lo es también la que tiene 500 o más accionistas. La corrección se hace al establecer que entre esos 100 accionistas no se computan aquellos que tienen más de un 10% del capital accionario, vale decir, es abierta una sociedad anónima donde hay un grupo minoritario de a lo menos 100 accionistas, que tiene un 10% o más del capital.

Pero luego, indica que son abiertas también aquellas sociedades anónimas que voluntariamente se sujetan a las normas de las abiertas, para cotizar sus valores. Son cerradas si someten a esas normas, pero sin ánimo de cotizar sus valores. Esto introduce una confusión innecesaria; las sociedades anónimas abiertas deben serlo conforme a criterios objetivos, pudiendo las cerradas someterse a las normas de las abiertas voluntariamente y si así lo hicieren, se entenderán que lo son mientras no soliciten su retiro del Registro de Valores.

La distinción que hace el proyecto sobre sociedades que pretenden o no cotizar su acciones para definir si son abiertas, tiene su razón sólo en cuanto a continuación obliga a las sociedades abiertas a cotizar las acciones. Esta es una norma sin sentido, porque la sociedad ni nadie puede obligar a los accionistas a que transen sus valores en bolsa. Lo único que la sociedad puede hacer es cumplir las normas para quedar en una situación que habilite a los accionistas a transar sus valores, si lo quieren. De esta manera, todas estas modificaciones no se justifican.

#### ◆ Normas sobre operaciones relacionadas.

Se contienen diversas normas sobre operaciones en que un director tenga interés o sea parte relacionada, que es una de las materias que propiamente la legislación de regular para proteger los intereses debe los accionistas minoritarios.

Estas normas merecen los siguientes comentarios:

a) Se establece que en los actos o contratos en que no pudiera determinarse si se ajustan o no condiciones que prevalecen habitualmente en el mercado, para efectos de la evaluación de los mismos, las condiciones de la negociación deberán ser significativamente beneficiosas para la sociedad.

Esta norma es perturbadora, porque resulta difícil que no se pueda establecer que la negociación se ajusta a condiciones de mercado, porque tendría que tratarse una operación de características únicas. Y por lo mismo, no será posible saber si será significativamente beneficiosa para la sociedad, porque ello sólo se puede establecer por comparación con otras operaciones. De lo contrario, habría que entender que se trate de una operación que casi no deje beneficio o que derechamente deje pérdida para la contraparte, condiciones en las cuales ésta obviamente no querrá celebrarla. En la práctica, se está introduciendo una calificación equívoca, que va a impedir realizar la operación. Por último, el beneficio

de una transacción sólo podrá evaluarse realmente en el mediano plazo, lo que hace que la norma sea de muy difícil aplicación;

b) Se agrega una presunción de tener interés un director, cuando una persona relacionada a él, presta asesoría a la operación.

Esto parece exagerado, porque si el asesor no sigue provecho de la operación, salvo su remuneración, en cuyo caso su contratación es la operación relacionada, no se divisa el motivo para suponer a todo evento que el director tiene interés.

Además, que en la operación asesore una persona relacionada es mayor garantía que habrá preocupación por los intereses sociales. Lo que sucede aquí es que el proyecto no distingue: pareciera que el caso que se pretende regular es aquél en que la persona relacionada asesora a la contraparte; si tal es el caso, así debiera expresarse;

c) Se dispone que en caso de haber una demanda por perjuicios en una operación en que un director tiene interés, será el demandado quien deberá probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado o que fue significativamente beneficioso para la sociedad.

Invertir el peso de la prueba no es correcto, porque en derecho quien alega algo debe acreditarlo. Es injusto presuponer que el demandado tiene la razón, sin que jamás se acredite que hubo una irregularidad; las irregularidades deben ser probadas.

d) Se entenderá que es persona relacionada quien tenga tal calidad conforme a la Ley de Valores o a las demás normas que dicte la Superintendencia.

Otorgar a la Superintendencia la facultad de determinar casos de personas relacionadas es inaceptable, porque ello es materia de ley. Las limitaciones a la facultad de contratar de una empresa, no pueden ser entregadas a la decisión de la autoridad administrativa. En la práctica se entrega a ésta la potestad de regular las actividades económicas, lo cual, conforme a la Constitución, es materia de ley.

#### ♦ Sesiones de directorio a distancia.

Se permite que los directores no sólo estén presentes físicamente en las reuniones de directorio, sino que participen también estando permanentemente comunicados a través de medios de comunicación que apruebe la Superintendencia.

Se trata de una modernización muy positiva, pero no se entiende por qué el sistema debe aprobarlo la Superintendencia. Basta con el requisito legal que el sistema permita la comunicación permanente. Además, esta nueva norma también se aplica a las sociedades anónimas cerradas, que no están sujetas a la fiscalización de dicho organismo.

#### ♦ Comité de Auditoría.

Se crea en la sociedades anónimas abiertas, cuyo control se ejerza con menos de 80% de las acciones, un comité, que el mensaje, aunque no el articulado, llama de "auditoría". Las facultades que tendrá serán de control de ciertas materias y de pronunciarse específicamente sobre otras. Su integración esta conformada

exclusivamente -en principio- por los directores elegidos por los accionistas no controladores.

Esta creación es absolutamente cuestionable, porque institucionaliza los "bandos" o "facciones" dentro del directorio. Crear dos órganos de poder máximo, atenta contra la unidad de la administración de las empresas y puede generar confusión interna en ellas.

Si bien actualmente existen "comités de auditoría" en muchas sociedades anónimas abiertas, ha sido una creación libre derivada de la necesidad interna y como una expresión de los poderes del directorio.

Las sociedades anónimas tienen en definitiva un sistema democrático de administración, en cuanto la gobiernan las juntas de accionistas por mayoría. En toda democracia moderna se reconocen ciertas potestades y derechos a las minorías, porque el respeto de éstas es esencial para aquéllas. Si se pretende proteger a las minorías en la sociedades anónimas, se puede seguir el mismo principio, pero sin atentar contra la unidad de la administración. Así, es posible contemplar ciertas materias, como ordenar auditorías a operaciones específicas, que se puedan acordar por el directorio mediante un quórum inferior a la mayoría, como por ejemplo un tercio.

Un aspecto específico que debe criticarse en este tema, es la norma que dispone que los directores del comité serán remunerados adicionalmente, si han de percibir remuneración como tales. Esta remuneración adicional no podrá ser inferior al 50% ni superior al 100% de la que corresponda por la calidad de director. Cabe preguntarse ¿por qué la ley se atribuye el derecho de limitar el monto de la remuneración o bien de hacerla procedente sólo si también se obtiene remuneración por la calidad de director?. Esto es materia de decisión de la junta de accionistas y no corresponde que la ley decida por ella.

Hay aspecto curioso, que es la norma que señala que si no hay suficientes directores independientes, se entenderá que lo son aquellos que designa el accionista controlador. La verdad es que en tal caso no se tratará de un director "independiente"; bastaría decir derechamente que a falta de directores independientes, ocuparán los cargos aquellos directores que designe el accionista controlador.

#### ♦ Gastos del directorio.

Se indica que los gastos y costos del directorio serán de cargo de la sociedad.

En verdad esta norma no tiene sentido, pues siempre los gastos del directorio han sido de cargo de la sociedad y nunca ello ha sido puesto en duda.

Además, hay una impropiedad al decir "gastos y costos", porque siempre los desembolsos que se hacen con ocasión del funcionamiento del directorio son "gastos" de administración y nunca "costos", esto es, desembolsos imputables a la producción de los bienes o servicios.

Lo que en verdad pretende el proyecto al consagrar que los gastos del directorio son de cargo de la sociedad, es de paso dejar constancia que cada director

puede tener sus asesores personales y que este gasto será de cargo de la sociedad. Esto es criticable, porque cualquier director gastará lo que estime pertinente y sin control en materia de asesorías, y la sociedad tendrá que pagarlo. Por lo tanto, habría que contemplar que este monto de "libre disposición de cada director" debería encuadrarse dentro de un presupuesto que apruebe la junta de accionistas.

#### ♦ Aumento de los quórum de aprobación de ciertas materias en junta de accionistas.

Se viene estableciendo una serie de materias que deben ser aprobadas por la junta de accionistas con un quórum de 80% de las acciones con derecho a voto.

Este quórum constituye una exigencia que la mayoría de los casos será imposible de lograr. Sabido es que las sociedades tienen un porcentaje importante de accionistas que no concurren a las juntas, que algunas sociedades chilenas llega al 30%, por lo que colocar quórum de aprobación de 80% es una exigencia irreal. El quórum existente de 2/3 para las mismas materias es suficientemente alto y no hay razón valedera para modificarlo.

Se agregan otras materias que deben ser aprobadas por quórum superiores a la simple mayoría, como la creación de series de acciones y el saneamiento de la nulidad en ciertos casos, lo que puede ser adecuado. Aquí hay dos modificaciones de causales que conviene comentar:

a) Aprobar la enajenación de más de 50% del activo. Actualmente la ley dice "enajenación del activo" lo que supone el 100%, de manera que la modificación resulta apropiada. Sin embargo, debiera referirse sólo al activo fijo e inversiones, porque el activo "realizable", por definición está llamado a ser enajenado dentro del giro del negocio.

b) Aprobar la constitución de garantías por obligaciones de terceros, por más del 50% del activo, o que conjuntamente con las otorgadas por obligaciones de terceros, graven más del 50% del activo.

Agregar las garantías por obligaciones de terceros como materia de quórum superior parece razonable, pero no lo es respecto de las deudas propias de la sociedad. Muchas sociedades, por la simple necesidad de los negocios, tienen una razón de endeudamiento superior a 0,5 y necesariamente deben tener un nivel de garantías acorde. Entrabar la posibilidad de dar garantías por obligaciones propias, no es adecuado.

Por otra parte, desde el punto de vista de las prácticas bancarias, esta norma entrabará más aún las operaciones sociales, porque como a los bancos no les constará el nivel de garantía que tiene una sociedad respecto de su activo total, pedirán siempre por la constitución de cualquiera garantía, una junta de accionistas aprobatoria, la que además será de quórum 80%.

#### ♦ Normas sobre derecho a retiro.

Se establecen nuevas causales de retiro, las que merecen los siguientes comentarios:

a) El otorgamiento de cauciones por obligaciones de terceros o propias, en los términos ya antes referidos. Esta causal tendría que limitarse sólo al caso de garantías por deudas de terceros.

b) La disminución de número de directores, lo que parece razonable;

c) La enajenación del 50% o más del activo, norma que parece cuestionable, porque no necesariamente ello significa un perjuicio para el accionista y se le está dando un excesivo poder al accionista disidente o ausente.

d) Cuando una sociedad anónima deja de ser abierta como consecuencia de una OPA. Este derecho presenta la dificultad que si todos los accionistas lo ejercen, se disuelve la sociedad por reunirse la totalidad de las acciones en una sola mano.

Asimismo, se establece un caso lógico de suspensión del derecho a retiro, cuando la sociedad entra en convenio o cae en quiebra. En esta última situación, se indica que el derecho se suspende hasta que se pagan "suficientemente" las deudas, lo cual constituye una situación vaga y que puede dar origen a controversias. Por lo tanto, debiera decir hasta que se paga la totalidad de las restantes deudas.

#### ♦ Firma de las actas de juntas de accionistas.

Se dispone que el Presidente, el Secretario y quienes se obligaron a firmar el acta<sup>17</sup>, no podrán negarse a hacerlo, la que deberá quedar firmada y salvada en el plazo de 10 días.

El plazo resulta ser corto, porque muchas veces las actas de juntas de gran asistencia son largas y ubicar a las personas que deben firmar resulta difícil. Sería más aconsejable un plazo de 30 días.

#### ♦ Representación a cualquier accionista o director para demandar perjuicios.

Si bien una norma de esta naturaleza se puede inscribir dentro de las medidas aptas para proteger a los accionistas minoritarios, en los términos que se formula no es apropiada.

Entregar tal poder a cada individuo puede llevar a abusos y a la proliferación de demandas sin mayor justificación. Por lo mismo, sería adecuado exigir un quórum mínimo para ejercitar tales acciones, como sería un número de accionistas que representen a lo menos el 10% del capital social o un acuerdo de directorio adoptado por un cuarto de los miembros en ejercicio.

#### ♦ Derecho a voto de fondos mutuos y Administradoras de fondos de pensiones.

Se consagra el derecho a voto de los fondos mutuos, con la sola limitación de no poder votar en las elecciones de directorio por ciertas personas. Esta modificación es positiva, por cuanto la situación actual simplemente deja a los

<sup>17</sup> Se refiere a quienes fueron designados por la junta al efecto. Así debiera decirlo, porque propiamente ellos no "se han obligado".



partícipes del fondo sin ninguna injerencia en la elección del directorio, lo que beneficia a los demás accionistas de la sociedad.

Respecto de las AFP se incorporan las mismas restricciones que se vienen colocando a los fondos mutuos, para votar por ciertas personas relacionadas con los accionistas controladores, lo que resulta ser razonable.

Tratándose de las AFP, si resultare electa una persona inhabilitada, se faculta a la Superintendencia para declararlo así. Una vez firme la decisión, el directorio debe proveer el cargo, eligiendo de una terna que le propongan las AFP que votaron por el director inhabilitado. Esta disposición es discriminatoria, porque el director puede haber sido elegido con los votos de muchas otras personas, que no son consultadas para la formación de la terna y en la práctica, tampoco se puede hacer. Por lo mismo, el director debiera ser reemplazado conforme a las reglas aplicables a todos los demás casos, esto es, el cargo se prové por decisión autónoma el directorio.

En relación con este tema, se establece que en caso de una causal sobreviniente, la Superintendencia debe "notificar mediante una resolución" el impedimento a la sociedad anónima, a las AFP y al afectado. Esta forma de redactar es impropia, porque las notificaciones no se hacen mediante una resolución, sino que son las resoluciones las que se notifican. En otras palabras, se debiera decir que la Superintendencia dictará una resolución estableciendo el impedimento, la que se notificará a las entidades y personas antes aludidas.

#### ♦ Participación de las AFP y los fondos mutuos en una OPA.

Se faculta a las AFP y a los fondos mutuos para participar en una oferta pública de adquisición de acciones, vendiendo las que tengan en el respectivo fondo, obviándose el requisito que la enajenación se haga en bolsa, lo cual es positivo.

Sin embargo, respecto de las AFP se expresa que la Superintendencia establecerá los requisitos que deba cumplir la OPA para que aquéllas AFP puedan participar en ésta. Estando dichas ofertas reguladas en detalle en el propio proyecto, no se advierte en qué sentido puede el organismo fiscalizador establecer requisitos adicionales.

#### ♦ Consignación para reclamar multas de la Superintendencia de AFP.

La legislación vigente establece que para poder reclamar ante los tribunales de una multa impuesta por la Superintendencia de AFP, el sancionado debe consignar el total de su importe.

El proyecto propone establecer solo una consignación parcial de acuerdo a una tabla que contiene los montos.

En relación con lo anterior cabe señalar que la obligación de consignar una multa para poder cuestionarla, esto es, que se cumpla provisionalmente la pena, es una forma de impedir en la práctica que las personas ejerzan sus derechos. Por ello, esta obligación debiera ser simplemente suprimida, aunque rebajar el monto es un avance positivo.

#### ♦ Aumento del capital exigido a los corredores de bolsa y agentes de valores.

Se faculta a la Superintendencia y a las bolsas de valores, para exigir un capital mayor al mínimo legal a corredoras de bolsa y los agentes de valores, según la naturaleza, volumen y riesgo de la operaciones o de otras circunstancias semejantes.

Establecer un capital mínimo para ejercer una actividad económica es una regulación de la misma y ello constitucionalmente corresponde sólo a la ley (art. 19 N° 21), por lo que no es admisible que se entregue tal decisión, que además es absolutamente discrecional, a la Superintendencia.

Por otro lado, hay que recordar que las bolsas de valores están formadas precisamente por corredores, por lo que entregarles a ellas tal facultad es crear un mecanismo que permita a estos últimos sacar competidores más pequeños del mercado o crear barreras de entrada a la actividad.

Si se estima que en ciertos casos los capitales mínimos legalmente exigidos no son suficientes, esto debe ser estudiado en su mérito y aprobarse por ley su eventual incremento.

#### ♦ Deficiencias de técnica legislativa.

El proyecto tiene múltiples defectos técnicos y jurídicos, muchos de los cuales se han mencionado con anterioridad, que deben ser corregidos.

En general, la redacción debe ser mejorada en diversos aspectos. Baste mencionar la confusión que se genera al hablar de "oferta pública de adquisición de acciones", para luego referirse a la aceptación como "oferta de acciones", denominando indistintamente a una y otra parte de la operación como "ofertante" y "oferente". Todo esto dificultará la interpretación y aplicación del texto legislativo.

#### ♦ Conclusión.

Se ha presentado un proyecto que en los temas centrales, las ofertas públicas de adquisición de acciones y las tomas de control, resulta muy cuestionable y que su aplicación puede tener consecuencias muy negativas para el mercado de capitales, y en particular, para los accionistas, que son los que se busca defender. Si así ocurre, se alejará aún más la posibilidad de constituir a nuestro país en un centro financiero en América Latina.

Todas estas cuestiones deberán ser estudiadas y debatidas con detalle y profundidad en la tramitación parlamentaria, por la enorme trascendencia que puede tener la aprobación de una ley que afecte el desempeño del mercado de capitales.