

**Regulación de las transferencias de control corporativo:
discusión teórica e implementación empírica**

Ángel Cabrera, Sergio de la Cuadra, Alexander Galetovic,
Sergio Quintana y Felipe Zurita.

Junio 2000

1. Introducción y motivación

Existe la percepción ampliamente difundida de que en algunas operaciones de traspaso de control realizadas en los últimos años en el mercado financiero local, se observaron premios por control "excesivos" y que dichos premios fueron repartidos en forma "inequitativa" entre los accionistas de las empresas involucradas. Además, se argumenta que la desprotección legal en que actualmente se encuentran los accionistas minoritarios ante este tipo de "abusos" desincentivaría su participación en el mercado de valores chileno, lo que limitaría su desarrollo y eficiencia.

Este diagnóstico ha llevado al Ejecutivo a presentar un proyecto de ley tendiente a corregir la situación antes descrita. Dicho proyecto se conoce como Ley de Opas y Gobierno Corporativo y, como su nombre lo indica, aborda el problema desde dos ángulos complementarios.

Las disposiciones relativas al gobierno corporativo pretenden perfeccionar el marco legal que regula la relación entre los accionistas de sociedades que hacen oferta pública de sus acciones y, en particular, reforzar los mecanismos de control de los accionistas minoritarios.

Por su parte, la ley de Opas busca eliminar los vacíos legales existentes actualmente en traspasos de paquetes accionarios controladores. Para tal efecto, el proyecto en su actual estado fija una serie de condiciones que, en caso de cumplirse, obligan a realizar una oferta pública de adquisición de acciones (en adelante OPA), lo que se complementa con un listado de excepciones a la norma general. Adicionalmente, el proyecto en discusión establece que, sin perjuicio de las mencionadas excepciones, la SVS podrá calificar de afectas al cumplimiento de las normas de la Ley de Opas a aquellas transacciones en que se verifiquen al menos dos de un listado de ocho condiciones enumeradas. Dentro de dichas condiciones juega un rol clave aquella que establece como causal el hecho de que "el precio ofrecido por la acción sea sustancialmente superior al de transacción de los títulos en el mer-

Precisamente, esta última disposición es el tema central de este informe, ya que se debe definir en términos operativos qué se entiende por “precio ofrecido sustancialmente superior al de mercado”. Ello requiere en primer lugar especificar lo que se entiende por “precio de mercado” y, luego, definir en forma objetiva que significa “sustancialmente superior”.

En relación a la definición de “precio de mercado”, el propio proyecto de ley entrega la siguiente definición: “el promedio ponderado de las transacciones bursátiles de la acción en los dos meses precedentes”. La implementación práctica de esta definición y sus implicancias operativas son discutidas en la Subsección 4.2.1 de este informe.

En lo que respecta a la segunda tarea, en la sección 4.1 de este informe se presenta una metodología para precisar y operacionalizar la noción de “precio sustancialmente superior”, tomando como punto de partida el concepto de significancia estadística.

Sin embargo, antes de abordar las tareas previamente señaladas, se ha considerado imprescindible definir y precisar conceptualmente el origen del llamado premio por control y, a partir de ello, determinar las implicancias de su existencia para la eficiencia y la equidad. Estos temas son tratados en la sección 2 del informe.

Adicionalmente, en la sección 3 se analiza la relación entre la distribución del premio por control y dos reglas alternativas de transferencia de propiedad accionaria, la de mercado y la de igualdad de condiciones. Ello se hace debido a que esta es la esencia del proyecto de ley de Opas, marco en el cual se inserta la regla que se pretende operacionalizar.

2. Valor y premio por control

2.1. El valor del control

Para efectos del presente estudio, se entenderá por “control” la facultad de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa, las que afectan sus flujos presentes y futuros.

Si fuera obvio para todas las personas cuáles son las mejores decisiones que una empresa puede tomar, sería posible para los propietarios delegar por completo el control en un tercero sin participación en la propiedad. En este contexto de información perfecta y contratos completos, el mal comportamiento de administrador se

podría castigar con la ayuda de un tribunal, para el cual resultaría evidente el mal ejercicio de la profesión. Claramente, en esas condiciones el control no tiene valor.

Sin embargo, en el mundo en que vivimos la información no es perfecta, las consecuencias de las decisiones son inciertas y los contratos son incompletos. Por ello el margen para las diferencias de opinión sobre cuál es el mejor curso de acción es amplio. Más aún, hay personas más aptas que otras para tomar decisiones y gestionar una empresa, pero esta habilidad no es reconocible a simple vista.

Dado lo anterior, una persona que juzgue que el desempeño administrativo de la empresa es pobre, estará dispuesta a pagar por la posibilidad de modificar las decisiones que se han tomado. Esto significa que dicha persona valorará el control. Cuando ese juicio es correcto y la empresa vale más bajo la nueva administración que bajo la antigua, decimos que el traspaso de control es *eficiente* y, por ende, deseable desde el punto de vista económico (1). En particular, dentro de esta categoría caben aquellas transacciones motivadas por el aprovechamiento de economías de escala o ámbito (sinergías).

Sin embargo, el control también puede ser valioso porque permite apropiarse de flujos o activos que en derecho pertenecen a los accionistas no controladores (en adelante llamaremos a este tipo de accionistas "minoritarios"). Ejemplo de esto son las transacciones a precios especiales con partes relacionadas (2), la compra-venta de instrumentos de oferta pública con base en información privilegiada o la desviación de oportunidades corporativas (3). A esta segunda fuente de valor del control la llamaremos *extracción de valor*.

En los casos antes descritos es posible que el control tenga un valor privado alto y a la vez su valor social sea nulo o negativo, puesto que por las vías mencionadas se produce una transferencia de riqueza desde los accionistas minoritarios a los controladores, lo que puede incluso provocar la pérdida de parte del valor de la empresa y, por ende, ser ineficiente.

(1) Este argumento fue desarrollado por Jensen y Meckling en su artículo seminal (1976). En él, también consideran la posibilidad de la existencia de valor privado con pérdida social, que discutimos en el párrafo siguiente.

(2) Ejemplos de este tipo de acciones son las ventas de activos subvalorados a empresas de propiedad del controlador y la contratación de familiares o amigos no idóneos a sueldos excesivos.

(3) Se da cuando los controladores, basados en información proveniente de la gestión de la empresa administrada, deciden ejecutar un proyecto lucrativo creando una nueva empresa en la que no participan los minoritarios.

La diferencia entre el valor de una acción minoritaria y una acción controladora se denomina *premio por control*. Dado que el valor de una acción corresponde al valor presente de los beneficios que ella genera, el premio por el control debe ser consecuencia de que los accionistas controladores tienen acceso a flujos monetarios o beneficios no pecuniarios mayores que los percibidos por los accionistas minoritarios.

Se desprende de lo señalado en la sección anterior que estos beneficios diferenciados pueden corresponder a una expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios. Sin embargo, ello no siempre es así. Para entender esta precisión, imaginemos una situación en la que al momento de abrir una empresa se emite un paquete minoritario de acciones correspondientes a una nueva serie con derecho al 80% de los dividendos recibidos por cada acción de la serie original perteneciente al controlador. Si ello es de público conocimiento, deberá ser considerado en la determinación del precio pagado por las acciones emitidas, por lo que este se ajustará proporcionalmente. Claramente, en este caso no podemos decir que el mayoritario "expropia" riqueza perteneciente a los minoritarios cada vez que recibe dividendos un 25% superiores a los percibidos por los minoritarios o cuando vende sus acciones con un sobre precio equivalente a dicho porcentaje. Más aún, si una nueva ley le permitiera a los minoritarios vetar esta práctica, entonces esa sería una expropiación de los minoritarios al controlador, puesto que lo recaudado en la venta original no incluía la promesa de un 25% más de dividendos. En contraste, la expropiación ocurre cuando después de haber vendido el paquete minoritario en igualdad de condiciones, el controlador abusa de su posición y se apropia de un porcentaje de las utilidades pertenecientes a los minoritarios. Por lo tanto

Observación 2.1. *El premio por control no siempre implica una expropiación.*

Se debe señalar, sin embargo, que aún si la extracción es anticipada por los accionistas minoritarios y, por lo tanto, no constituye una extracción de valor, no se sigue que éstas sean irrelevantes. Una extensa literatura, iniciada por el artículo seminal de Jensen y Meckling (1976), muestra que la apropiación suele tener costos de eficiencia si para materializarla es necesario distorsionar las decisiones eficientes de producción. Por ejemplo, esto ocurre cuando el controlador genera la diferenciación de flujos comprándole insumos a una empresa relacionada que no es la más eficiente del mercado. En el extremo, si un potencial accionista minoritario anticipa que aún castigando el precio inicial de la acción perderá cuando ocurra la apropiación por parte del controlador, no estará dispuesto a comprar la acción en primer lugar. Este tipo de considera-

ciones son las que motivan las regulaciones cuyo objetivo es “proteger” a los accionistas minoritarios. Así

Observación 2.2. *La extracción puede ser ineficiente aún si es descontada en el precio de la acción.*

Por otro lado, es necesario notar que la apropiación y el premio de control podrían contribuir a la eficiencia si por algún motivo el control cómo factor productivo no pudiese ser remunerado en forma directa. En efecto, si en su ausencia el controlador pierde incentivos, por ejemplo, a supervisar la labor de la administración, o a invertir en información para reaccionar a tiempo ante nuevas oportunidades de negocios entonces la eliminación del premio por control sería ineficiente. No obstante, para que estas consecuencias se den, tiene que ocurrir que la prorrata del aumento del valor de la empresa que su paquete accionario le da al controlador no sea un incentivo suficiente para convencerlo de ejercer su función, lo que no parece a priori corresponder a la realidad de una gran cantidad de empresas.

Es importante destacar que “valor del control” y “premio por control” no son sinónimos. Las consideraciones anteriores permiten concluir que el premio por control no se puede compartir con los accionistas minoritarios, porque por definición existe si y sólo si el controlador accede a flujos o beneficios a los que no tienen acceso los minoritarios y que no estaban estipulados de antemano en los estatutos de la empresa. Por contraste, el valor del control se distribuirá entre accionistas minoritarios y controladores en la medida que éstos últimos no puedan extraer valor de las maneras descritas anteriormente. De esta forma

Observación 2.3. *El premio por control no se puede compartir con los minoritarios; el valor sí.*

Adicionalmente, al menos en principio, es posible moderar las fuentes del premio por control dificultando el acceso diferenciado del controlador a flujos y beneficios. Por ejemplo, ello se puede lograr poniéndole trabas a las transacciones de activos o bienes con empresas relacionadas, obligándolo a reportar sus gastos, prohibiendo el empleo de familiares o amigos y, en términos generales, mejorando los mecanismos de información y supervisión de los accionistas minoritarios. Si estas medidas son efectivas, el premio por control disminuirá, pero no será compartido.

3. Transferencias de control

3.1. Consideraciones preliminares

Por “transferencia de control” entendemos un evento en que el control de una empresa pasa desde un grupo de accionistas a otro.

Una transferencia de control ocurre si el precio que está dispuesto a pagar quien busca adquirir el control (en adelante “el oferente”) es aceptado por el vendedor. Dependiendo de las reglas, ese vendedor puede ser el controlador anterior o un grupo de accionistas minoritarios. En empresas en que todas las acciones tienen los mismos derechos de votación y las decisiones se toman por mayoría absoluta, el control sólo se puede transferir con el traspaso de más del 50% de los títulos. Esto es importante, ya que cuando el controlador anterior (en adelante, “saliente”) tiene más del 50% de las acciones, siempre puede bloquear una transferencia de control, lo que constituye una condición necesaria para recibir el premio por control.

Para que la transferencia de control ocurra con el consentimiento del controlador saliente, su valoración del control debe ser menor que el valor privado asignado al control por el oferente. Como estableciéramos en la sección anterior, sin embargo, esto puede ser el resultado de una mayor capacidad de crear valor o de una mayor capacidad de extraer valor a los accionistas minoritarios.

Una implicancia directa del argumento anterior es que no basta con que un potencial controlador sea más eficiente que el actual para que se produzca un traspaso del control. Esto ya que el valor del control, además del componente asociado a la eficiencia en la gestión de la empresa, tiene un factor asociado a la capacidad de extracción de valor y en este aspecto el aspirante al control podría ser menos eficiente que controlador actual.

Un cambio de control motivado por la mejor capacidad de gestión del controlador oferente será eficiente. En contraste, un traspaso motivado por una superior capacidad de extracción de valor a los minoritarios será ineficiente.

Sin embargo, se puede demostrar que los accionistas minoritarios no necesariamente se benefician con una transferencia eficiente. Esto, ya que la extracción de valor podría aumentar y más que compensar los beneficios asociados a la superior eficiencia del nuevo controlador. Por esta y por otras razones que se verán más adelante, existe cierta tensión entre eficiencia y protección a los accionistas minoritarios.

Es importante notar que, en general, la existencia de un premio por control no depende de la existencia de una transferencia. Esto es así porque, como se discutió extensamente en la sección anterior, el origen del premio por control radica en el hecho de que el controlador puede apropiarse de flujos y beneficios sin el consentimiento de los accionistas minoritarios, lo que se asocia a un imperfecto monitoreo de las acciones del controlador, ya sea por falta de información o por un inadecuado marco institucional. De esta forma

Observación 3.1. *Las transferencias de control no son necesarias para que el premio por control se materialice*

Dado lo anterior, en general, la transferencia del control cuando el controlador saliente accede a flujos diferenciados, sólo permitirá realizar el valor presente de la fracción de dichos flujos que sea traspasable al oferente.

Sin embargo, dependiendo de su capacidad negociadora (que en gran parte estará determinada por su capacidad de bloquear la transacción y por el sistema de traspaso que se utilice), el controlador saliente podría también apoderarse de una fracción del mayor valor de la empresa generado por una transacción eficiente.

Por otro lado, una transferencia del control también podría incrementar la extracción de valor que sufren los minoritarios si el nuevo controlador es más eficiente en ello que el antiguo.

Dado lo anterior, la protección a los minoritarios se logra fundamentalmente por la vía de impedir la extracción, lo que puede ocurrir regularmente aún cuando nunca se intente o logre una transferencia de control. De hecho, como veremos más adelante, mientras más se apropie el controlador actual, más difícil va a ser para un entrante tomar el control.

3.2. Reglas de transferencia de control

3.2.1. Reglas de transferencia básicas

Conceptualmente, existen dos reglas canónicas de transferencia de control, la de *mercado* y la de *igualdad de condiciones*.

- La regla de mercado permite que la venta de un paquete controlador y su precio sea determinado en una negociación privada entre el controlador oferente y el controlador saliente, sin participación alguna de los accionistas minoritarios. Esta regla es la prevaleciente, por ejemplo, en Estados Unidos (4).
- La regla de igualdad de condiciones, por el contrario, obliga a llamar a una OPA cada vez que se venda un paquete controlador. Dado esto, el oferente debe darles a los accionistas minoritarios condiciones equivalentes a las del controlador saliente. Esta regla prevalece, por ejemplo, en el Reino Unido y en Polonia.

3.2.2. Reglas propuestas en el proyecto de ley en discusión

La propuesta del Ejecutivo obliga a llamar a una OPA bajo las siguientes condiciones:

(4) Esto, por cierto, no significa que los minoritarios estén desprotegidos, por cuanto la ley establece (y el sistema judicial aplica) el deber fiduciario de directores y accionistas mayoritarios para con todos los accionistas. Además, el organismo regulador se reserva el derecho de intervenir si se cumplen ciertas condiciones

- Cuando la adquisición le permita a una persona adquirir el control de una sociedad.
- Cuando una persona alcance dos tercios o más de las acciones de una sociedad, debe llamar a una OPA por las restantes durante los 30 días siguientes.

Sin embargo, la propuesta del ejecutivo exime de la obligación de llamar a una OPA las enajenaciones que haga una persona que actualmente controle una sociedad a otra distinta y con la que no sea relacionada, siempre y cuando el porcentaje enajenado no permita lograr el control de la sociedad.

Adicionalmente, la Superintendencia podrá exigir que se llame a una OPA si el precio acordado en la transacción es sustancialmente superior al de mercado. Para estos efectos, se define "precio de mercado" como el promedio ponderado de las transacciones de la acción en los dos meses precedentes al día en que se realice la operación y le permite a la Superintendencia forzar una OPA si el precio de la transacción es un 10% mayor que el precio de mercado.

La segunda propuesta, de los Senadores Matthei, Novoa y Prat, obliga a llamar a una OPA bajo las mismas dos condiciones anteriores. Sin embargo, eximen de la obligación de llamar a una OPA a las enajenaciones que haga una persona que actualmente controle una sociedad (definida según el artículo 97 de la ley) a un adquirente que pase a controlar la sociedad, a no ser que la operación se realice a un precio sustancialmente mayor que el de mercado. Finalmente, le deja a la Superintendencia la facultad de fijar anualmente el porcentaje por sobre el precio de mercado que gatilla una OPA, pero obliga a que dicho porcentaje esté entre 15% y 35%.

De lo anterior, se concluye que las propuestas combinan las dos reglas canónicas descritas, pues obligan a llamar a una OPA cuando el precio pagado al controlador saliente es sustancialmente mayor que el precio de mercado. Es decir, en tanto no se supere ese umbral se parece a una regla de mercado; superado ese umbral se parece a una regla de igualdad de condiciones. A esto le llamaremos "regla híbrida".

3.3. Análisis de las reglas

3.3.1. Regla de mercado

La regla de mercado le permite al oferente y al controlador saliente negociar sin tomar en cuenta a los accionistas minoritarios. Bajo estas condiciones, una transferencia de control ocurrirá si y sólo si es privadamente conveniente, tanto para el entrante como para el saliente, independientemente si ello perjudica o beneficia a los minoritarios (5).

(5) El análisis está basado en Bebchuck (1994) y es respaldado formalmente en el apéndice.

Como se dijo, el valor del control es igual a la prorrata de los dividendos que recibe el controlador más el valor de los flujos y beneficios de los que se apropia. Si el controlador saliente puede bloquear la transferencia, estará dispuesto a vender sólo si le pagan al menos el valor que el control tiene en sus propias manos. Por su parte, el controlador oferente podrá hacerle una oferta conveniente al saliente sólo si la suma de los dividendos que espera recibir más los flujos y beneficios de los que se apropia es mayor que para el saliente.

De lo anterior se siguen las siguientes observaciones:

Observación 3.2. *Si ambos son igualmente hábiles para apropiarse de flujos y beneficios mayores que los que obtienen los minoritarios, entonces la empresa se vende solamente si el controlador oferente es más eficiente que el saliente. En ese caso, la venta favorece a los accionistas minoritarios.*

Explicación: Si ambos son igualmente hábiles para apropiarse de flujos y beneficios que no minoritarios, sólo un entrante más eficiente es capaz de ofrecerle lo suficiente al saliente. El que el entrante sea más eficiente, pero igualmente hábil para extraerle riqueza a los minoritarios, implica que los dividendos pagados a los minoritarios deben aumentar una vez que el control se transfiera. De ahí el beneficio para los minoritarios.

Observación 3.3. *Si el saliente es significativamente más hábil para apropiarse de flujos y beneficios que el oferente, entonces el control se transferirá sólo si el oferente es significativamente más eficiente. En ese caso, los accionistas minoritarios ganan si la transferencia se realiza, lo que, sin embargo, no está garantizado.*

Explicación: Un oferente eficiente pero no muy hábil para apropiarse de flujos y beneficios por encima de lo que reciben los minoritarios podría ser incapaz de ofrecerle lo suficiente al saliente. Por ello, cuando las diferencias son significativas por ese lado, sólo ocurrirá una transferencia de control cuando el oferente sea significativamente más eficiente. En ese caso, los accionistas minoritarios ganan por partida doble: reciben la misma participación pero sobre flujos mayores y, además, se reduce la extracción de riqueza de que son víctimas.

Observación 3.4. *Si el entrante es significativamente más hábil para extraerle riqueza a los minoritarios, entonces en ocasiones el control se transferirá a entrantes ineficientes. En ese caso, los accionistas minoritarios pierden con la transferencia.*

Explicación: Este caso es el opuesto al anterior. Un oferente ineficiente puede estar dispuesto a pagarle lo suficiente a un saliente si es extremadamente más hábil para apropiarse de flujos y beneficios sin compartirlos con los minoritarios. Cuando ocurre una transferencia así, los minoritarios pierden por partida doble: la empresa es controlada por un gestor más ineficiente que se beneficia de un

mayor premio por control.

En conclusión, la regla de mercado permite que se realicen transferencias cuando el oferente es significativamente más hábil que el saliente, ya sea en gestionar la empresa o en apropiarse de flujos o beneficios. Por lo tanto, es perfectamente posible que ocurran transferencias motivadas principal o incluso exclusivamente por un aumento del premio por control. Por otro lado, sólo cuando él saliente es significativamente más hábil que el oferente para apropiarse de flujos y beneficios, la regla de mercado impide que se realicen transferencias de control eficientes.

3.3.2. La regla de igualdad de condiciones

Como se vio, la regla de igualdad de condiciones obliga al controlador oferente a realizar una OPA y ofrecerle a los minoritarios las mismas condiciones que al controlador saliente. Nótese que, como ya se argumentó, el saliente nunca venderá sino le pagan el valor del control, el que incluye lo que éste le puede extraer a los minoritarios de continuar controlando la empresa. De esto se sigue lo siguiente:

Observación 3.5. *Bajo la regla de igualdad de condiciones, suponiendo que el saliente puede impedir la operación, el oferente sólo compra cuando es significativamente más eficiente que el saliente.*

Explicación: Bajo la regla de igualdad de condiciones el oferente tiene que compensar a todos los accionistas igual que al controlador saliente. Esto significa, por lo tanto, pagar en total más que el valor anterior de las acciones de la empresa. La fuente de esa mayor disposición a pagar no puede ser la expropiación futura de minoritarios. De lo anterior se siguen dos observaciones adicionales:

Observación 3.6. *No es correcto afirmar que una OPA le “devuelve” el premio por control a los minoritarios, ya que en los casos en que el valor de sus acciones es mayor que el original ello se debe a un incremento en el valor económico total de la empresa.*

Observación 3.7. *Algunas transacciones eficientes que ocurrirían con la regla de mercado no ocurrirán con la regla de igualdad de condiciones.*

Explicación: Esto último se debe a que, en ocasiones, la diferencia en eficiencia no alcanzará a compensar el premio por control hecho extensivo al resto de los accionistas.

3.3.3. Las reglas comparadas

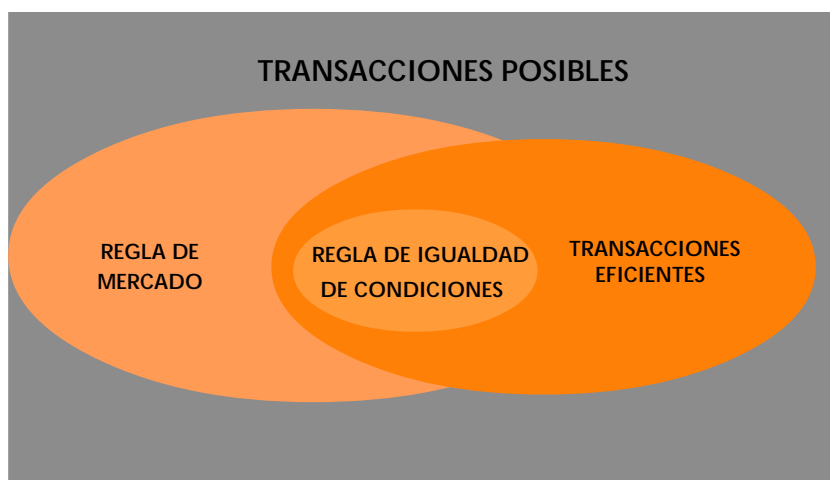
Del análisis realizado en la sección anterior, presentado en términos formales en el apéndice, se desprenden las siguientes conclusiones:

- La regla de mercado permite que se realicen transacciones ineficientes. Sin embargo, permite que se materialicen un mayor número de transacciones eficientes que bajo la regla de igualdad de condiciones. No obstante ello, incluso algunas de esas transacciones eficientes pueden perjudicar a los accionistas minoritarios.

- La regla de igualdad de condiciones impide que ocurran transferencias ineficientes, pero, así mismo, impide que se realicen algunas transacciones eficientes. A pesar de esto último, esta regla garantiza que, de ocurrir una transferencia de control, ésta favorecerá a los accionistas minoritarios.

Dado lo anterior, existe cierta tensión entre eficiencia y protección a los accionistas minoritarios, ya que algunas transferencias eficientes perjudican a los accionistas minoritarios, pero para garantizar su bienestar se debe estar dispuesto a sacrificar ciertas transacciones eficientes.

Es importante señalar en forma explícita el por qué la ambigüedad de los resultados. Nótese que cuando la regla de igualdad de condiciones favorece a un accionista minoritario, lo hace porque impide la entrada de un controlador cuyo premio por control es mayor. Vale decir, dicha regla no protege a los accionistas minoritarios de la apropiación del controlador per se, sino únicamente impide que la apropiación empeore a causa de una transferencia de control. Por eso, si el controlador “saliente” elige no vender, los accionistas minoritarios seguirán sufriendo la extracción de valor original. De esta forma, al actuar únicamente cuando ocurren transferencias de control, la regla de igualdad de condiciones no ataca las causas fundamentales que originan el premio por control.



Bajo la regla de igualdad de condiciones todas las transacciones son eficientes, pero no todas las transacciones eficientes se realizan. En cambio, bajo la regla de mercado; todas las transacciones eficientes se realizan, pero también, otras transacciones ineficientes.

La regla híbrida, como cabe esperar, tiene elementos de las dos reglas sobre las que se basa. En efecto, cuando el premio del controlador actual es moderado (inferior al umbral), las transacciones privadas se permiten y, por tanto, los resultados que se obtienen son los de la regla de mercado. Cuando el premio supera al umbral, por otra parte, no hay forma de que una transacción privada tenga éxito, porque el umbral no compensa al saliente por los beneficios privados que cede. En este caso, se llama a una OPA, obteniendo las mismas conclusiones que bajo la regla de igualdad de condiciones.

Existe, no obstante, un elemento nuevo: en la cercanía del umbral, su presencia disminuye la capacidad negociadora del saliente. En efecto, en casos en que el entrante estuviera dispuesto a pagar por encima del umbral en una transacción privada, pero no si ese precio se debe hacer extensivo al resto de los accionistas, las transacciones tendrán a realizarse al precio límite de manera de evitar la OPA. Sin embargo, este es sólo un efecto redistributivo entre el oferente y el controlador saliente, lo que no altera la eficiencia de las transacciones realizadas bajo tales condiciones.

4. Definición operativa de “precio sustancialmente mayor”

4.1. Metodología

4.1.1. Descripción general

Luego de haber precisado la naturaleza del premio por control y su relación con los métodos de transferencia de la propiedad accionaria, en esta sección nos abocamos a la tarea de definir en forma operativa la condición clave estipulada en el proyecto de ley de opas, es decir, cuándo debe entenderse que una transacción se realizó a un precio sustancialmente superior al de mercado.

Para estos efectos nuestro análisis se basa en el concepto de *significancia estadística*, el que indica que el valor de una variable aleatoria extraída de una muestra será “significativamente distinto” de un valor preestablecido si la probabilidad de que la diferencia entre ambos sea la observada es menor a un nivel de significancia predeterminado. Este último, a su vez, define un *valor crítico*, que corresponde a un valor sobre el cual se considera que la diferencia es “significativa”.

Como se desprende de la definición anterior, para su aplicación práctica se requiere lo siguiente:

- Un valor preestablecido contra el cual comparar la observación: en nuestro caso, dicho valor preestablecido corresponde al precio de mercado.

- Un valor crítico predeterminado: en el caso bajo análisis este valor crítico corresponde al umbral establecido en el proyecto de ley (10% o 15%, según las dos versiones en discusión).
- Un nivel de significancia: el que para estos efectos corresponde a la probabilidad de concluir que “el precio observado es sustancialmente mayor al de mercado”, no siéndolo.
- Una distribución de probabilidades de las observaciones muestrales: esta deberá ser determinada empíricamente utilizando los datos disponibles.

Con relación a este último punto, la información utilizada en el presente estudio consistió en los datos del total de transacciones diarias realizadas entre enero de 1995 y marzo del año 2000 en la Bolsa de Comercio de Santiago (6).

4.1.2. Definiciones

Antes de continuar, es necesario precisar algunas definiciones esenciales que serán utilizadas intensivamente en lo que sigue:

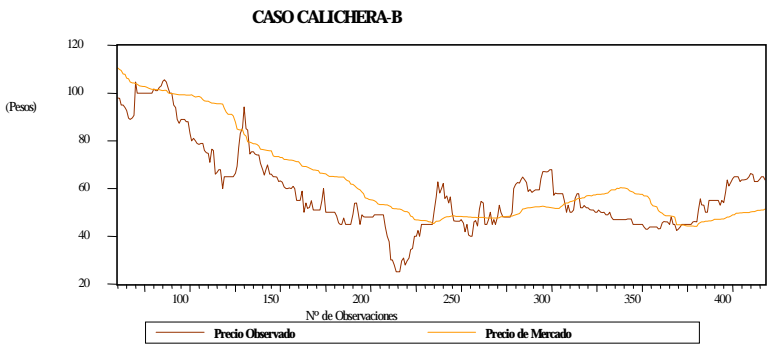
- El *precio observado* de una acción en el día t se definió como el promedio de todas las transacciones monetarias de esa acción efectuadas durante el día en cuestión, ponderadas por la cantidad total transada durante el mismo día.
- El *precio de mercado* de una acción se definió como el promedio de todas las transacciones monetarias realizadas en los últimos sesenta días de transacción efectiva del título respectivo, ponderadas por la cantidad de acciones totales transadas de dicho activo durante cada día (7).
- La *desviación* del precio observado respecto del precio de mercado se definió como la diferencia porcentual entre el precio observado y el precio de mercado estimado el mismo día.
- La *presencia* de una determinada acción se define como la razón porcentual entre los días de transacción de la acción en cuestión y los días de transacción del mercado bursátil, durante un período determinando.
- La *rotación diaria* de una determinada acción se define como la razón porcentual entre la cantidad transada de dicha acción durante el día t y el número total de acciones de la sociedad.

(6) Los datos básicos sobre los que se trabajó fueron gentilmente proporcionados por la Bolsa de Comercio.

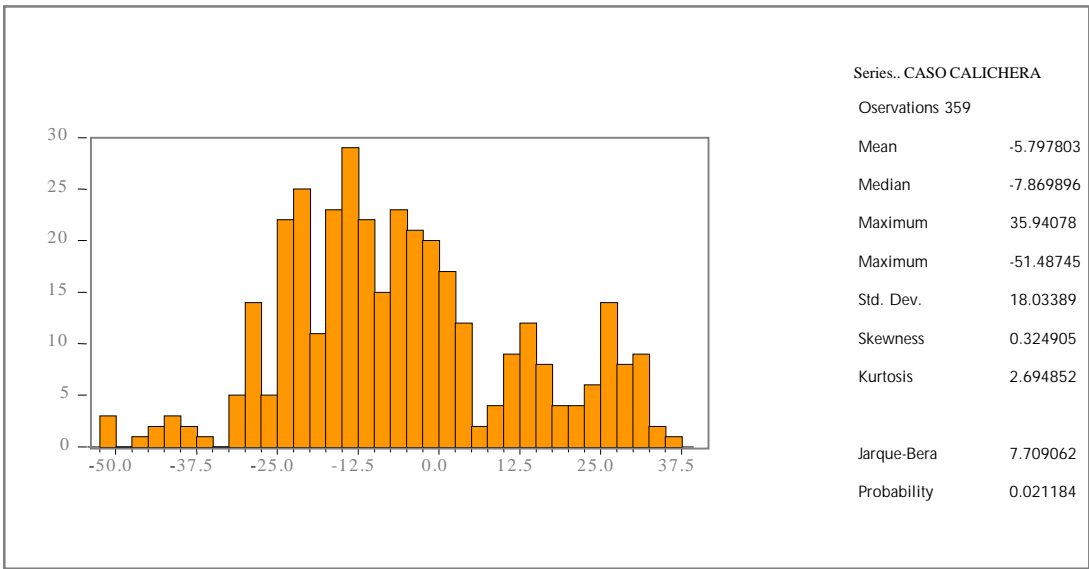
(7) Se debe notar que esta definición no coincide con la utilizada en el proyecto de ley, el que sólo contempla los 60 días hábiles precedentes independientemente de si en ellos hubo o no transacciones. Nuestra elección se basó en que son muchos los casos en que hay muy pocas transacciones en ese lapso.

4.2.1. Precio de mercado

El primer comentario relevante que se desprende de la implementación empírica de la definición de precio de mercado explicitada en la sección anterior es que, debido a la baja presencia de muchas acciones, de la muestra original se debieron eliminar 153 acciones, trabajándose sólo con los restantes 137 títulos. El criterio utilizado para esta selección fue que las acciones a ser empleadas tuvieran una presencia de a lo menos el 20% durante el período de 5 años analizado. Esto, ya que en el caso de acciones con menor presencia, al aplicar la definición de precio de mercado, se debía utilizar precios registrados en transacciones realizadas con más de un año de antelación. Esto claramente carece de lógica económica e introduce sesgos intolerables desde el punto de vista estadístico.



PROPIEDADES ESTADISTICAS DE LA DESVIACION PORCENTUAL DEL PRECIO OBSERVADO EN RELACION AL MERCADO



De hecho, este segundo problema de la definición está presente en un alto grado incluso en la muestra de las 137 acciones seleccionadas. De esta forma, en algunos casos se observan desviaciones persistentes entre el precio de mercado y el observado, lo que es un indicio claro de que se trata de un estimador sesgado de lo que se pretende medir. Un ejemplo claro de este problema es el de Calichera-B. Como se puede observar en los siguientes gráficos, el precio observado se encuentra por largos períodos por debajo o por arriba del precio de mercado, con una discrepancia media de -5,79%, lo que muestra el sesgo del estimador (hecho que también se puede apreciar en la forma del histograma).

4.2.2. Propiedades estadísticas de la desviación entre el precio observado y el precio de mercado.

En el siguiente cuadro se resumen las propiedades estadísticas de las 137 series obtenidas al calcular la desviación porcentual entre el precio observado de cada una de las acciones de la muestra

**CUADRO N1:
PROPIEDADES ESTADISTICAS DE LA DESVIACION
PORCENTUAL DEL PRECIO OBSERVADO RESPECTO AL
DE MERCADO**

	Resultado	Nº de observaciones
* Desviación Estandar (%)		
Año 1995	10,9	110
Año 1996	12,5	120
Año 1997	8,6	127
Año 1998	12,6	132
Año 1999	16,8	136
Año 2000	7,4	101
Muestra Total	3,4	137
* N° de casos en que se puede rechazar la hipótesis nula de Normalidad	10	
* Media de las desviaciones del precio observado respecto al de mercado		
Media > 1%	41	
Media < -1%	57	
* Skewness		
Skewness > 0,1	80	
Skewness < -0,1	38	
* Kurtosis		
Kurtosis > 3,1	114	
Kurtosis < 2,9	16	

utilizada y su respectivo precio de mercado:

A partir de la información contenida en el cuadro N°1 se puede concluir lo siguiente:

- Las desviaciones entre el precio observado y el precio de mercado presentan una gran volatilidad, con una desviación estándar promedio de 13,4 puntos porcentuales para el período completo. Además, dicha volatilidad fluctúa considerablemente entre año y año, alcanzando un mínimo de 7,4 puntos porcentuales en lo que va corrido del presente año y un máximo de 16,8 puntos porcentuales en 1999.

- La hipótesis de normalidad se rechaza ampliamente, ya que en sólo 10 de los 137 casos la distribución muestral de las desviaciones se aproxima a la distribución normal.

- El rechazo de la normalidad se debe a que en la mayor parte de los casos (80 sobre 137) se observa un sesgo (skewness) hacia la izquierda de la media muestral, a lo que se agrega que en 114 casos las colas de la distribución son demasiado delgadas.

- Finalmente, tal como se mencionó anteriormente, la definición de precio de mercado tiende a introducir mini sesgo en dicho estimador, lo que se ve reflejado en el hecho de que en la gran mayoría de los casos la media muestral se aparta significativamente de cero (57 de ellos son menores a menos uno y 41 son mayores a uno).

Lo anterior significa que no es posible suponer normalidad para determinar los niveles de significancia y, con ello, los valores críticos buscados.

4.2.3. Determinación empírica de los niveles de significancia

Dada la conclusión que la sección anterior, se procedió a estimar los niveles de significancia asociados a distintos valores críticos. Para ello se determinó el porcentaje de las observaciones muestrales (correspondientes a las desviaciones entre el precio observado y el precio de mercado) que superaban un determinado nivel crítico, establecido dentro del rango que va entre 10 y 20 puntos porcentuales. El resultado de este cálculo se presenta en el cuadro N°2:

CUADRO Nº 2: NIVELES EMPIRICOS DE SIGNIFICANCIA

	MUESTRA TOTAL	
	Observaciones que superan el valor crítico	Nivel de Sgnificancia
Valor Crítico 10%	16.608	16,0%
Valor Crítico 11%	14.835	14,3%
Valor Crítico 12%	13.160	12,7%
Valor Crítico 13%	11.727	11,3%
Valor Crítico 14%	10.457	10,1%
Valor Crítico 15%	9.444	9,1%
Valor Crítico 16%	8.511	8,2%
Valor Crítico 17%	7.678	7,4%
Valor Crítico 18%	6.924	6,7%
Valor Crítico 19%	6.220	6,0%
Valor Crítico 20%	5.582	5,4%
OBSERVACIONES	103.592	

Como se aprecia, los niveles de significancia estimados van entre un 16% y un 5,4%. La determinación de cuál de ellos es el apropiado depende de la apreciación que se tenga respecto a la "pérdida" asociada a equivocarse al señalar que un precio observado es "sustancialmente superior al de mercado" cuando en realidad no lo es ya que la desviación observada corresponde a la volatilidad propia de la serie analizada.

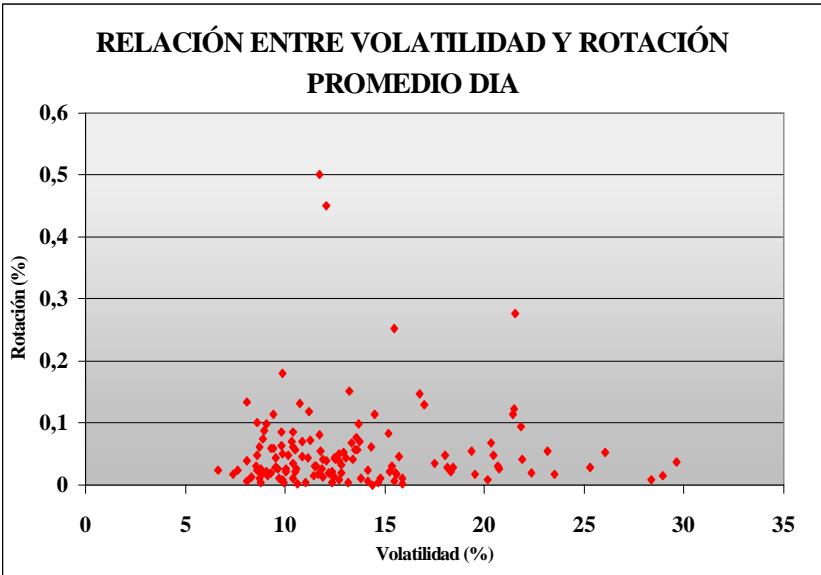
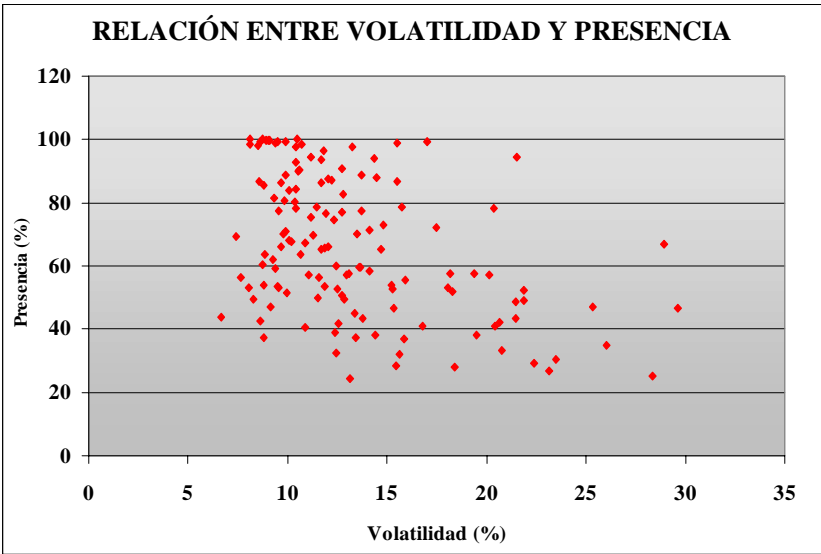
Otro elemento importante que debe ser tomado en cuenta al seleccionar el nivel crítico es que el análisis precedente supone que el anuncio de la toma de control se hace en un día seleccionado al azar. Sin embargo, al conocerse la regla incorporada en la ley, los agentes seguramente seleccionarán estratégicamente un día que favorezca sus intereses. Dado esto, parece aconsejable seleccionar un nivel de significancia mayor que en ausencia de este efecto.

4.3. Relación entre volatilidad, presencia y rotación

En la sección anterior, los valores críticos fueron estimados utilizando la muestra completa. Sin embargo, a priori resulta plausible pensar que la volatilidad de la desviación se relaciona con las características tales como la presencia y la rotación accionaria. Si ello es así, sería aconsejable subdividir la muestra de acuerdo a dichas características.

Para comprobar la hipótesis anterior se correlacionó la volatilidad con las otras dos características antes mencionadas. Los resultados

de ello se presentan en forma gráfica a continuación:



Como se aprecia en los gráficos anteriores, existe una moderada correlación negativa entre volatilidad y presencia, pero no se detecta ninguna relación evidente entre volatilidad y rotación.

Para formalizar lo anterior, se procedió a estimar una regresión en la que se pretende explicar la volatilidad en términos de la presen-

cia y la rotación. Los resultados obtenidos se presentan en el siguiente cuadro (8):

Dependent Variable: LOG(VOLATILIDAD)
Method: Least Squares
Date: 05/29/00 Time: 14:00
Sample(adjused): 1137
Included observations: 137 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.474578	0.344166	13.00123	0.0000
LOG(PRESENCIA)	0.437037	0.073982	-5.907359	0.0000
LOG(ROTACION)	0.039503	0.024338	1.623060	0.1069
R-squared	0.207631	Mean dependent var		2.535792
Adjusted R-squared	0.195805	S.D. dependent var		0.36356
S.E. of regression	0.292666	Akaike info criterion		0.402087
Sum squared resid	11.47758	Schwarz criterion		0.466029
Log likelihood	4.54298	F-statistic		17.55661
Durbin-Watson stat	1.775662	Prob(F-statistic)		0.000000

A partir de los resultados obtenidos en la regresión, entre los que debe destacarse que la relación estimada entre la volatilidad y la rotación tiene signo positivo, se construyó mini *índice compuesto*, que pretende capturar el efecto simultáneo de la presencia y la rotación(9). En el gráfico de la siguiente página se presenta la relación entre dicho índice y la volatilidad.

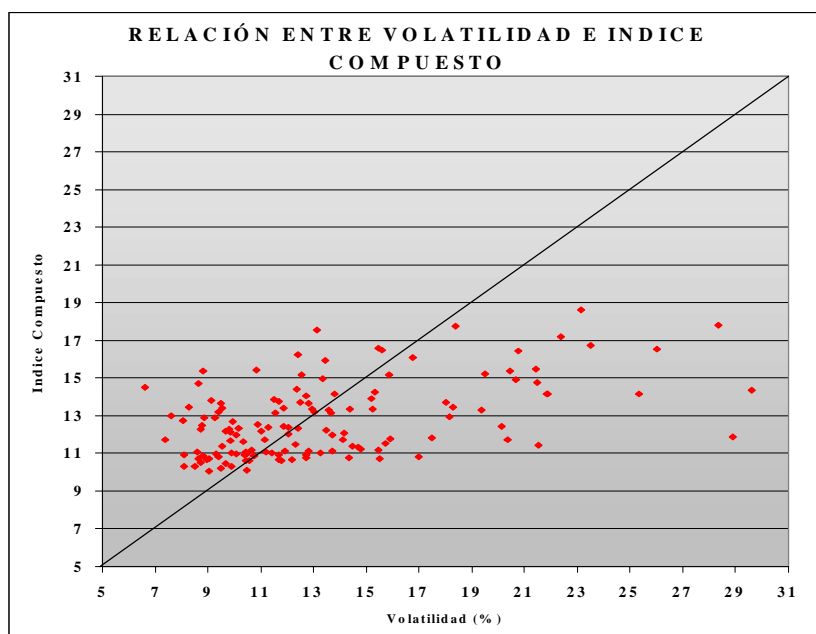
4.3.1. Niveles de significancia empíricos para submuestras

Utilizando el índice compuesto construido, se clasificó cada una de las acciones de la muestra de menor a mayor valor del índice y luego se subdividió la muestra en tres submuestras (10). De esta forma., las acciones incluidas en la submuestra N° 1 (que corresponden a las 45 con un menor índice) tienden a ser aquellas con mayor presencia bursátil, ya que este es el factor que domina en la construcción del índice, dados los parámetros estimados.

(8) La forma funcional utilizada fue del tipo Cobb-Douglas linealizada mediante una transformación logarítmica y estimada mediante OLS.

(9) Este índice consiste simplemente en el valor ajustado por la regresión, de tal forma que corresponde a la mejor estimación de la volatilidad que se puede obtener a partir del conocimiento de los valores de la presencia y la rotación dada la forma funcional supuesta.

(10) Dado que el comportamiento del índice está fuertemente dominado por el comportamiento de la variable "presencia", esta subdivisión es casi equivalente a la que se obtiene utilizando sólo dicha variable



Una vez subdividida la muestra de acuerdo al criterio antes señalado, se procedió a estimar los niveles de significancia para cada una de las submuestras. Estos resultados se presentan en el cuadro N° 3.

Como se aprecia claramente en la tabla anterior, los niveles de significancia prácticamente no cambian entre las submuestras, lo que indica que dado las características de rotación y presencia (una vez eliminadas las acciones menos líquidas) no afectan significativamente la volatilidad de la desviación del precio observado respecto al precio de mercado. Dado esto, dichas características se pueden ignorar al definir los niveles críticos a ser utilizados en la ley para el caso de las acciones que cumplan el requisito de presencia mínima.

4.3.2. Evolución dinámica de los niveles de significancia

Si bien, como se concluyó en la subsección anterior, los niveles de significancia no se alteran mayormente al subdividir la muestra según presencia y rotación existe la posibilidad que ellos sean sensibles al paso del tiempo.

Para verificar si ello es así, se subdividió la muestra total por años y se procedió a reestimar los niveles de significancia para cada submuestra. Los resultados obtenidos Se presentan en el cuadro N° 4.

CUADRO N° 3: VALORES CRITICOS DE SUBMUESTRAS ORDENADAS SEGUN GRADO DE PRESENCIA Y ROTACION BURSATIL

	Muestra Total		Submuestra I		
	Oservaciones	Significancia	Observaciones	significancia	
Valor Crítico o 10%	16.608	16,0%	7.607	16,0%	
Valor Crítico o 11%	14.835	14,3%	6.724	14,2%	
Valor Crítico o 12%	13.160	12,7%	5.863	12,4%	
Valor Crítico o 13%	11.726	11,3%	5.107	10,8%	
Valor Crítico o 14%	10.457	10,1%	4a56	9,4%	
Valor Crítico o 15%	9.444	9,1%	3,931	8,3%	
Valor Crítico o 16%	8.511	8,2%	3.427	7,2%	
Valor Crítico o 17%	7.678	7,4%	3.022	6,4%	
Valor Crítico o 18%	6.924	6,7%	2.642	5,6%	
Valor Crítico o 19%	6.220	6,0%	2.312	4,9%	
Valor Crítico o 20%	5.582	5,4%	2.020	4,3%	
Oservaciones	103.592		47.428		

CUADRO N° 4: EVOLUCION TEMPORAL DE LOS NIVELES DE SIGNIFICANCIA

Período	Niveles de Significancia					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Valor Crítico 10%	23,4%	6,1%	11.2%	12.0%	25.9%	39.1%
Valor Crítico 11%	21,2%	5,0%	9.5%	9.1%	23.7/	36.0%
Valor Crítico 12%	18,9%	4,2%	7.9%	8.2%	21.4%	33.4%
Valor Crítico 13%	17,1%	3,5%	6.6%	7.2%	19.4%	30.9%
Valor Crítico 14%	15,5%	2,9%	5.5%	6.4%	17.7%	28.4%
Valor Crítico 15%	14,4%	2,5%	4.8%	5.7%	16.1%	25.9%
Valor Crítico 16%	13,1%	2,1%	4.2%	5.2%	14.5%	24.2%
Valor Crítico 17%	12,1%	1,7%	3.5%	4.6%	13.3%	22.2%
Valor Crítico 18%	10,8%	1,4%	3.0%	4.2%	12.3%	20.5%
Valor Crítico 19%	9,9%	1,2%	2.6%	3.8%	11.1%	18.0%
Valor Crítico 20%	9,2%	0,9%	2.2%	3.3%	10.0%	16.4%

Claramente se aprecia que los niveles de significancia asociados a cada valor crítico experimentan severas fluctuaciones de un año a otro. Ello indica que podría ser conveniente incorporar un procedimiento de reestimación periódica de estos parámetros.

Submuestra II		Submuestra III	
Observaciones	Significancia	Observaciones	Significancia
5.686	16,3%	3.315	15,6%
5.126	14,7%	2.985	14,1%
4.570	13,1%	2.727	12,8%
4.115	11,8%	2.504	11,8%
3.699	10,6%	2.302	10,8%
3.369	9,6%	2.144	10,1%
3.073	8,8%	2.011	9,5%
2.771	7,9%	1.885	8,9%
2.519	7,2%	1.763	8,3%
2.287	2,287%	1.621	7,6%
2.074	2,074%	1.488	70%
34.919		21.245	

5. Conclusiones

El objetivo del proyecto de ley de opas es proteger a los accionistas minoritarios cuando ocurre una transferencia de control. Para ello establece la obligación de realizar una OPA cuando el precio pagado al controlador saliente excede al precio de mercado de la acción en determinado porcentaje.

El espíritu del proyecto es cercano al de la regla de igualdad de condiciones. Como se vio, la característica principal de esta regla es que garantiza que, de ocurrir una transferencia de control, ella no perjudica a los minoritarios. Sin embargo, la regla encarece los caminos de control e impide transferencias que podrían haber sido eficientes y beneficiosas para los minoritarios.

Este trabajo analiza conceptualmente las transferencias de control y propone una metodología empírica para determinar cuando un precio de transferencia es sustancialmente mayor que el de mercado. Sin embargo, esta metodología empírica es inaplicable para un alto porcentaje de las acciones listadas en la bolsa porque la definición de precio de mercado contemplada en el proyecto de ley no sirve cuando una acción tiene baja presencia.

En estos casos se deberá optar por una de las dos reglas extremas, la de mercado o la de igualdad de condiciones. Como se desprende

de nuestro análisis, no se puede afirmar taxativamente que una de ellas sea superior. Sin embargo, el espíritu del proyecto es más cercano a la regla de igualdad de condiciones, la que privilegia el evitar que ocurran transferencias que perjudiquen a los minoritarios. Por ello, para ser consistente, se debería exigir que las transferencias de control de empresas para las que no es posible calcular un precio de mercado, se realicen siempre mediante una OPA.

En cambio, en el caso de acciones con alta presencia es posible calcular un precio de mercado de acuerdo con la definición sugerida en el proyecto de ley. Sin embargo, se debe destacar que un posible defecto de esta definición de precio de mercado, es que en muchos casos genera un estimador sesgado de lo que se pretende medir, lo que puede distorsionar considerablemente los resultados de la aplicación de valores críticos comunes para toda la muestra o para una submuestra amplia (11).

Al utilizar la muestra completa, los niveles de significancia estimados van entre un 16,0% y un 5,4%, asociados respectivamente a valores críticos de 10% y 20%.

Estos niveles de significancia prácticamente no cambian al subdividir la muestra según presencia y rotación bursátil, lo que indica que dichas características (una vez eliminadas de la muestra las acciones menos líquidas) no afectan significativamente la volatilidad de la desviación del precio observado respecto al precio de mercado. Dado esto, dichas características se pueden ignorar al definir los niveles críticos a ser utilizados en la ley.

En contraste, claramente se aprecia que los niveles de significancia asociados a cada valor crítico experimentan severas fluctuaciones de un año a otro. Ello indica que será conveniente incorporar un procedimiento de reestimación periódica de estos parámetros.

En cualquier caso, la determinación de cuál de ellos es el apropiado depende de la apreciación que se tenga respecto a la pérdida asociada a equivocarse al señalar que un precio observado es «sustancialmente superior al de mercado» cuando en realidad no lo es ya que la desviación observada corresponde a la volatilidad propia de la serie analizada.

Se debe advertir que un posible problema es que una vez adoptada una definición, los agentes actúen estratégicamente para manipularla eludiendo así la intención de la ley. Por ejemplo, en lo que respecta al precio de mercado, dependiendo de la regla que se adopte para determinar a partir de qué momento o se cuentan los 60 días

(11) Por ejemplo, si el precio de mercado de una acción tiende a estar consistentemente por debajo del precio observado, es decir, cuando este último presente una tendencia creciente durante un período prolongado, ello genera un sesgo en favor de la hipótesis de que un precio cualquiera se encuentra sustancialmente por sobre su valor de mercado.

de transacciones, los agentes podrían seleccionar la fecha estratégicamente de modo de favorecer sus intereses. Dado esto, parece aconsejable seleccionar un valor crítico bajo.

6. Referencias

Bebchuck. L. «Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control". *Quarterly Journal of Economics* 109, 957-93, 1994.

Black, B. «The Legal and Institutional Preconditions for Strong Stock Markets: the Nontriviality of Securities Law» , Stanford Law School-John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper No. 179, 2000.

Grossman, S. y O. Hart., "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation» *Bell Journal of Economics* 11. 12-61, 1980.

Crossman. S. y O. Hart, «One Share—One Vote and the Market for Corporate Control" *Journal of Financial Economics* 20. 175—202, 1988.

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

A. Un modelo simple

En este apéndice respaldamos con un modelo simple el análisis de las transferencias de control que se hace en el texto. Para esto se utiliza y extiende el modelo desarrollado por Behchuck (1994).

A.1.El modelo

Modelamos el problema de la siguiente manera. La propiedad de una empresa está dividida en n acciones de una única clase. Cada una con derecho a recibir un enésimo de los dividendos declarados. k acciones de la empresa son propiedad de quien la controla (el controlador) y $n - k$ acciones son propiedad de los accionistas minoritarios que no participan del control de la empresa. Es posible que el porcentaje de acciones que permiten el control sea inferior al 50%, dependiendo de los estatutos de la empresa; en todo caso, el análisis que sigue está construido sobre el supuesto de que el controlador actual puede impedir una toma de control (ya sea porque tiene más del 50% o por algún otro método). Al final de este apéndice discutimos el caso en que esto no ocurre, vale decir, la transferencia de control es hostil.

El valor presente del flujo de utilidades que genera la empresa es igual a nV . Sin embargo, el accionista controlador puede apoderarse de $(n - k)B$ de esos flujos de las maneras discutidas en el texto. Estos son los beneficios privados del control. Por lo tanto, el valor total de las acciones en manos de minoritarios es $(n - k)(V - B)$, lo que da un valor de

$$V - B$$

por acción minoritaria. Por su parte, el accionista controlador recibe su prorrata de los flujos, los que en valor presente valen kV , más los beneficios privados del control, $(n - k)B$. En total, el valor de cada una de las k acciones controladoras es

$$V + \frac{n - k}{k} B$$

Por último, suponemos que hay dos posibles controladores, el saliente (al que denotamos por s) y el nuevo (al que denotamos por n). Estos controladores pueden diferir tanto en su capacidad de crear flujos como de extraerle riqueza a los accionistas minoritarios. Por ejemplo, si el nuevo controlador es significativamente más eficiente administrando que el saliente, entonces $V_n > V_s$. Por otro lado si el saliente es mucho más hábil extrayéndole riqueza a los accionistas (por ejemplo, porque tiene empresas relacionadas), $B_n < B_s$.

El *premio por control* es igual al exceso de valor de la acción controladora $V + (n - k)/k B$, y el precio de mercado de la acción minoritaria, $V - B$. Es decir, el premio por el control es

$$\frac{n - k}{k} \frac{B}{V - B}$$

Nótese que este premio por control depende de quién es el controlador, en particular de cuán hábil es para extraerle riqueza a los minoritarios, y de la proporción de acciones que es necesario tener para acceder al control.

Por otra parte, si para tomar posesión de la empresa es condición sine qua non comprarle el paquete al controlador saliente, entonces se sigue el siguiente resultado clave:

Resultado A .1. *El controlador saliente venderá su paquete controlador si y sólo si recibe un pago P mayor o igual que*

$$V_s + \frac{n - k}{k} B_s$$

por acción.

De este resultado se sigue que el controlador saliente nunca dejará de percibir su premio por control si puede bloquear la venta de la empresa. Por lo tanto, y como se verá más adelante, la protección al accionista minoritario que provee la obligación de llamar a una OPA no implica que el controlador saliente deje de percibir su premio por control. Para eliminarlo, se necesitaría eliminar la fuente del premio la posibilidad de extraerle parte de la riqueza al minoritario.

Ahora bien, si el controlador saliente recibe exactamente $V_s + (n - k)/k B_s$, por acción cuando vende (dependiendo de su poder de negociación podría recibir más), y, además, el precio de mercado antes del anuncio de la venta (o antes que se filtre que se hará la venta) es $V_s - B_s$, entonces se sigue lo siguiente:

Resultado A.2. *El cuociente entre el precio pagado por el controlador entrante y el precio de mercado de la acción minoritaria antes del anuncio es igual al premio por control de la empresa cuando controlada por el controlador saliente.*

Vale decir, ese cuociente es una buena estimación del premio por control cuando la empresa es controlada por el saliente, pero no del premio de control cuando la empresa es controlada por el nuevo.

A.3. La regla de mercado y la regla de igualdad de condiciones

Como se dijo, la regla de mercado implica que las transferencias de control se negocian bilateralmente entre el controlador saliente y el nuevo, sin que tengan participación alguna los minoritarios. Por contraste, la regla de igualdad de condiciones obliga a hacer una OPA, de manera tal de que el nuevo controlador le ofrezca las mismas condiciones a todos los accionistas. A continuación examinamos las consecuencias de ambas reglas.

A.3.1. La regla de mercado

Con una regla de mercado, la transferencia de control se hará si y sólo si

$$V_n + \frac{n-k}{k} B_n \geq V_s + \frac{n-k}{k} B_s,$$

o bien
$$\Delta V + \frac{n-k}{k} \Delta B \geq 0,$$

donde ΔV equivale a $V_n - V_s$ y ΔB equivale a $B_n - B_s$; vale decir, la transferencia se hace si y sólo si el nuevo controlador valora la empresa en más que el saliente. Nótese que la transferencia de control no depende únicamente de las eficiencias relativas (ΔV) sino también de la magnitud de las diferencias en sus habilidades en beneficiarse privadamente del control. De ahí que la transferencia pueda ser ineficiente.

En segundo lugar, una vez que se haga la transferencia de control, las acciones minoritarias valdrán $V_n - B_n$. Así el cambio en el valor de la acción es igual a

$$(A.1) \quad \Delta V - \Delta B$$

La primera pregunta que respondemos es bajo qué condiciones la regla de mercado es eficiente. Vale decir, lleva a que el control se transfiera cuando el controlador entrante es más eficiente que el saliente ($\Delta V > 0$). Con la regla de mercado pueden ocurrir dos tipos de ineficiencia:

i. Que un entrante con menor capacidad de generación de valor tome el control, lo que ocurre cuando los beneficios del control que obtiene el entrante son mucho mayores que los que obtiene el antiguo controlador, compensando su mayor ineficiencia. En este caso los accionistas minoritarios claramente pierden con la transferencia, porque $\Delta V < 0$ y $-\Delta B < 0$ la expresión (A.1) es nega-

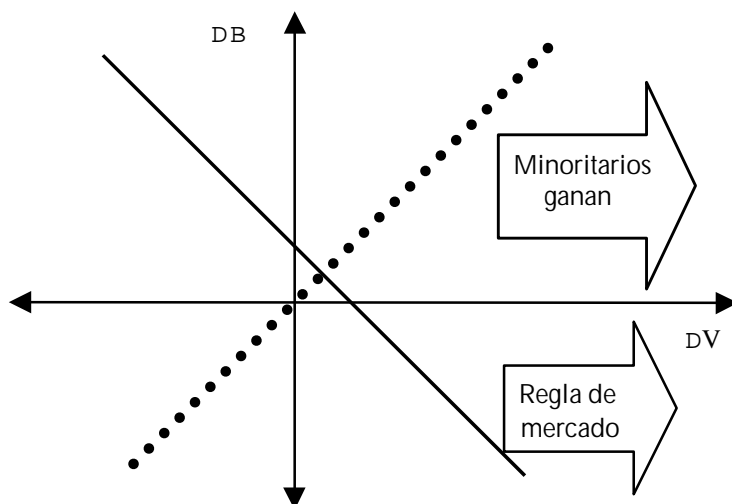
ii. Que un entrante con mayor capacidad de generación de valor no tome el control, lo que puede ocurrir si el controlador actual lo sobrepasa en su habilidad para beneficiarse a costa de los accionistas minoritarios a tal grado que el entrante no es capaz de pagar el premio por control al actual. En ese caso $-DV > 0$ y $DB > 0$, y claramente los accionistas minoritarios se perjudican con que no se haga la transferencia.

La segunda pregunta que nos interesa responder es bajo qué condiciones la regla de mercado favorece a los accionistas minoritarios. Éstos ganan cuando $DV - DB > 0$. Nótese que la regla de mercado puede perjudicar a los accionistas minoritarios aún en aquellos casos en que la transferencia de control es eficiente. Esto ocurre cuando el aumento en eficiencia no compensa el aumento en la transferencia hacia el accionista controlador. De esto se sigue que

Resultado A.3. *Existe cierta tensión entre la eficiencia y la protección de los intereses de los accionistas minoritarios en transferencias de control.*

Vale decir, por un lado la protección de los accionistas minoritarios tiene la virtud de evitar que los expropien, lo que favorece el desarrollo del mercado de capitales. Pero por el otro, al impedir una regla de mercado probablemente se estarán entabando transferencias eficientes (el costo de la protección).

El siguiente gráfico ilustra los resultados anteriores:



En el caso de la regla de mercado, el control se transfiere en los puntos a la derecha de la línea gruesa (observe que esta línea pasa por el origen si se requiere el 50% para tomar el control). En cambio, los minoritarios ganan en puntos a la derecha de la línea punteada. Finalmente, la transacción es eficiente si $DV \geq 0$.

A.3.2. La regla de igualdad de condiciones

La regla de igualdad de condiciones obliga al controlador nuevo a ofrecerle condiciones similares a los minoritarios, vale decir, lo obliga a ofrecer la compra de un porcentaje equivalente de sus acciones a un precio equivalente. Así, si el controlador anterior vende el 100% de sus acciones, cada minoritario tiene derecho a hacer lo mismo. Por lo tanto, equivale a una oferta pública bajo el sistema de prorrata.

Sabemos que el controlador saliente no venderá salvo que se le pague a lo menos $V_s + (n-k)/k B_s$ por acción. Por otro lado si el nuevo controlador ofrece un precio por acción $P \geq V_s + (n-k)/k B_s$ entonces los accionistas minoritarios no aceptarán su oferta en la OPA si

$$(A.2) \quad V_n - B_n > P$$

De la condición (A.2) se sigue el siguiente resultado:

Resultado A.4. *Si ocurre una transferencia de control bajo la regla de igualdad de condiciones los accionistas minoritarios nunca pierden porque*

$$\max\{V_n - B_n, P\} \geq V_s + \frac{n-k}{k} B_s \geq V_s - B_s.$$

La intuición detrás del resultado es bastante simple. La regla de igualdad de condiciones les asegura a los accionistas minoritarios que, de ocurrir una transferencia de control, obtendrán al menos lo mismo que el controlador saliente. El controlador saliente no se irá sin recibir su premio por control, por lo tanto se sigue que los minoritarios obtendrán al menos ese premio por control, lo que es más de lo que valía la acción originalmente. El resultado A.4 también muestra un punto central: si bien la regla de igualdad de condiciones permite que los accionistas minoritarios «recuperen» el premio por control cuando ocurre una transferencia, esto no ocurre a costa del controlador saliente sino del entrante. Luego

Resultado A.5. *El premio por control lo paga el controlador nuevo.*

Este resultado sugiere que la regla de igualdad de condiciones, si bien evita que los accionistas minoritarios pierdan cuando ocurre una transferencia (pero no cuando no la hay), encarece las transferencias de control porque obliga al nuevo controlador a pagarle tanto al controlador saliente como a los accionistas minoritarios.

Para estudiar la eficiencia de esta regla, nótese que una transfe-

$$(A.3) \quad V_n \geq V_s + \frac{n-k}{k} B_s;$$

en ese caso, el nuevo controlador obtiene al menos V_n por acción en caso que todos vendan en la OPA y $V_n + (n-k)/k B_n$ si los minoritarios no venden en la OPA. Por lo tanto son capaces de ofrecerle al saliente lo suficiente para que le convenga irse.

Más aún, la condición (A.3) también es necesaria para que ocurra una transferencia de control. En efecto, si $V_n < V_s + (n-k)/k B_s$, entonces

$$V_n - B_n < V_s + \frac{n-k}{k} B_s;$$

por lo tanto, de ocurrir una transferencia todos venden en la OPA a $V_s + (n-k)/k B_s$ por acción y el nuevo controlador se queda con una empresa que le da flujos por V_n por acción, lo que no le conviene.

De lo anterior se sigue que una transferencia de control ocurrirá si y sólo si

$$\Delta V \geq \frac{n-k}{k} B_s$$

En vista que $(n-k)/k B_s \geq 0$, se sigue que

Resultado A.6. *La regla de igualdad de condiciones impide que ocurran transferencias de control ineficientes.*

A.3.3. Comparación de las dos reglas.

Comparamos ahora las dos reglas. El resultado principal muestra que la protección de los accionistas minoritarios por la vía de la igualdad de condiciones en una transferencia de control tiene un costo. Para apreciarlo, nótese que bajo la regla de igualdad de condiciones una transferencia ocurre sólo si $\Delta V \geq (n-k) B_s$. Pero

$$\frac{n-k}{k} B_s \geq \frac{n-k}{k} (B_s - B_n) \equiv -\frac{n-k}{k} \Delta B,$$

y por lo tanto,

Resultado A.7. *La regla de igualdad de condiciones impide transferencias eficientes que se hacen con la regla de mercado. Más aún algunas de esas transferencias son preferidas por los accionistas minoritarios.*

La figura 2 ilustra este resultado (para computar DB hemos supuesto un nivel arbitrario de Bn). Como se ve, la regla de igualdad de condiciones elimina las transferencias ineficientes, pero también impide transferencias eficientes que ocurrirían con una regla de mercado. Más aún, algunas de esas transferencias que no se harán mejorarán a los accionistas minoritarios.

En conclusión:

- La regla de igualdad de condiciones impide que ocurran transferencias ineficientes de control motivadas únicamente por el afán de extraerle más riqueza a los accionistas minoritarios.
- Garantiza que, de ocurrir una transferencia de control, ésta favorece a los accionistas minoritarios.
- Sin embargo, lo logra al costo de impedir transferencias eficientes, algunas de ellas que favorecerían a los accionistas minoritarios.
- Existe cierta tensión entre eficiencia y protección a los accionistas minoritarios en el sentido que algunas transferencias eficientes perjudican a los accionistas minoritarios.

Sin embargo, es importante notar el por qué la ambigüedad de los resultados. Nótese que cuando la regla de igualdad de condiciones favorece a un accionista minoritario, lo hace porque impide que tome el control un grupo o empresa más hábil para extraerles riqueza. Vale decir, la regla no protege a los accionistas minoritarios de la apropiación del controlador per se, sino únicamente de que la apropiación empeore a causa de una transferencia. Por eso, si el controlador "saliente" elige no vender, los accionistas minoritarios seguirán sufriendo esta expropiación. El punto es que, al actuar únicamente cuando ocurren transferencias de control, la regla de igualdad de condiciones no ataca las causas fundamentales que originan el premio por control, cual es que los controladores puedan beneficiarse a costa de los accionistas minoritarios. Ahora bien, una regulación que impida la apropiación preferencial de parte de los accionistas controladores hace que $Bn = Bs = 0$, y en este caso ambas reglas coinciden y son eficientes. Vale decir, qué regla adoptar es una decisión importante sólo cuando existe la posibilidad de expropiación de los minoritarios.

A.4. Compras hostiles

En el caso en que el controlador actual no puede bloquear una compra, es decir, cuando el entrante puede tomar el control comprando exclusivamente a los minoritarios (y el controlador actual no puede vetar la operación o tomar medidas preventivas), el análisis cambia toda vez que el poder de negociación del controlador actual disminuye.

En efecto, bajo la regla de mercado el entrante podría comprar a un precio de

$$V_n - B_n \quad \text{Si} \quad V_n - B_n \geq V_s - B_s$$

(porque los minoritarios no venderán a menos del nuevo valor de las acciones si éste es superior al actual (12)), que podría resultar menor que el precio a pagar al saliente (si no lo es, el análisis es igual al anterior).

Luego, se amplían los casos en los que habría transacción respecto de una regla de mercado con veto y control con menos de un 50%, y respecto de una regla de igualdad de condiciones cuando el precio de las acciones minoritarias después de la toma es inferior a lo que el saliente hubiese exigido de poder bloquear la operación ($V_s - B_s \leq V_n - B_n \leq V_s + (n - k)/k B_s$). Las nuevas transacciones no tienen por qué ser eficientes, pero representan una mejora para los accionistas minoritarios respecto de la situación en la que el mayoritario puede bloquear el traspaso y se está con una regla de mercado. Respecto del caso con regla de igualdad de condiciones, se mejora si la posibilidad de bloqueo impedía la operación por encarecerla excesivamente, pero se puede empeorar por abaratar la compra en aquellos casos en los que el entrante hubiese comprado de todos modos.

A.5. Análisis de la regla híbrida

La regla que se pretende adoptar en Chile obligaría a llamar a una OPA cuando el precio pagado por el controlador nuevo sea significativamente mayor que el precio de mercado de la acción y, en ese sentido, sería un híbrido entre las reglas de mercado y de igualdad de condiciones.

En efecto, en aquellos casos en los que el precio pagado al controlador estuviese por debajo de un umbral predeterminado, la

(12) Este hecho fue destacado por los autores Grossman y Hart, en un estudio académico de gran impacto (Grossman, S. y O. Hart (1980), "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", Bell Journal of Economics 11. 42-64).

regla coincide con la de mercado: transacciones con el controlador, sin participación de los minoritarios, son permitidas. En aquellos casos en los cuales el precio a pagar al controlador estuviese por sobre el umbral, se obligaría a realizar una OPA, equiparándose a la regla de igualdad de condiciones (13). Finalmente, la propuesta legislativa contempla la obligatoriedad de opas incluso en transacciones en las que no hay transferencia de control: el presente modelo no puede explicar la racionalidad de esa exigencia.

Para analizar esta regla, partimos recordando que el precio de mercado de la acción antes del anuncio de la toma de control es de $V_s - B_s$. Suponemos que la regla fuerza a llamar a una OPA si el precio negociado entre el controlador nuevo y el saliente es mayor o igual que $\alpha (V_s - B_s)$ con $\alpha \geq 1$.

En vista que el controlador saliente nunca venderá si no le pagan al menos $V_s + (n-k)/k B_s$ se sigue inmediatamente el siguiente resultado:

Resultado A.8. *La condición suficiente para que el control se transfiera mediante una OPA es*

$$(A.4) \quad \alpha(V_s - B_s) \leq V_s + \frac{n-k}{k} B_s$$

Si se cumple la condición (A.4) entonces las transferencias de control ocurren como si estuviera vigente la regla de igualdad de condiciones. La condición (A.4) se puede reescribir como $(\alpha - 1)(V_s - B_s) \leq n/k B_s$ o

$$(A.5) \quad \alpha - 1 \leq \frac{n}{k} \frac{B_s}{V_s - B_s};$$

es decir, la regla híbrida opera como la de igualdad de condiciones cuando el límite que obliga a llamar a una OPA es menor que el premio por control bajo el controlador saliente. A modo de ejemplo, si el premio por control es habitualmente de alrededor de 50%, y la ley obliga a llamar una OPA si las acciones controladoras se venden un 20% por encima del precio de mercado, entonces es cómo si estuviera vigente la regla de igualdad de condiciones. Esto sugiere que lo que se considere sustancialmente mayor que el precio de mercado depende fundamentalmente de lo que se considere un premio por control "exagerado".

Por otro lado, en vista que el controlador nuevo jamás pagaría más

(13) Es importante observar que la equivalencia depende de la no discriminación entre controladores y minoritarios. Si, por ejemplo, se pudiera comprar separadamente el paquete del controlador y hacer una OPA por algún porcentaje accionario adicional, se estaría dejando a los minoritarios equiparados entre sí pero en desventaja respecto del controlador

que $V_n + (n - k)/k B_n$ por cada acción controladora, se sigue que

Resultado A .9. *La condición suficiente para que el control se transfiera en negociación privada es*

$$(A.6) \quad \alpha(V_s - B_s) > V_n + \frac{n-k}{k} B_n$$

En otras palabras, si α es muy grande, la regla híbrida opera como una de mercado. Entre estos dos casos extremos puede ocurrir que

$$(A.7) \quad V_n + \frac{n-k}{k} B_n \geq \alpha(V_s - B_s) > V_s + \frac{n-k}{k} B_s$$

Bajo esas condiciones es posible que el controlador nuevo y el saliente lleguen a un acuerdo tal que se evite la OPA. Si $V_n < V_s + (n - k)/k B_s$ ese acuerdo es inevitable porque, como vimos, en ese caso el controlador entrante no está dispuesto a comprar si tiene que hacer una OPA. En esas condiciones la regla híbrida únicamente limita el poder de negociación del controlador saliente, sin consecuencias para los minoritarios.

Si, por el contrario $V_n \geq \alpha(V_s - B_s) > V_s + (n - k)/k B_s$, y el controlador saliente tiene suficiente poder de negociación, el precio de transferencia, llamémoslo P , podría ser mayor que $\alpha(V_s - B_s)$ y con ello forzar una OPA, con todas las consecuencias ya investigadas.

Sin embargo, en contraste con lo que ocurriría con la regla de igualdad de condiciones, la posibilidad de llegar a un acuerdo bilateral para evitar la OPA implica que

Resultado A.10. *Si se cumple la condición (A.7.), las transferencias de control ocurrirán cada vez que*

$$V_n + \frac{n-k}{k} B_n > V_s + \frac{n-k}{k} B_s$$

La intuición es simple: cuando $V_n + (n-k)/k B_n \geq \alpha(V_s - B_s) > V_s + (n-k)/k B_s$, los controladores pueden optar entre gatillar o no una OPA. Si no es posible que ambos ganen en una OPA, el precio de transferencia se reduce de modo de que una negociación privada (que es conveniente por hipótesis) sea conveniente. De esto se sigue la siguiente conclusión:

Resultado A.11. *Si $Vn + (n-k)/k Bn \geq a (Vs-Bs) > Vs + (n-k)/k Bs$ y se adopta una regla híbrida, entonces los accionistas minoritarios ganan únicamente cuando el controlador saliente tiene suficiente poder de negociación para forzar una OPA.*

Nótese que cuando el premio por control que obtiene el saliente es pequeño (es decir cuando Bs es pequeño) se tiende a no llamar a una OPA. Por lo tanto, la regla híbrida no impide necesariamente las transferencias de control cuyo motivo es que el controlador nuevo es más hábil beneficiándose a costa de los accionistas minoritarios. Adicionalmente, la regla híbrida tiende a aumentar el poder de negociación del controlador nuevo en aquellos casos en que un precio muy alto puede gatillar una OPA y hacer fracasar la transferencia

En conclusión, la regla híbrida se asemejará a una de igualdad de condiciones cuando a es cercano a 1. Por el contrario, si es muy grande la regla se asemeja a la de mercado. El análisis se diferencia de lo expuesto para cada regla sólo en el caso en que el precio de una transferencia potencial sea superior al que gatilla la OPA en cuyo caso o bien el precio de transferencia se iguala al que gatilla la OPA y la OPA se evita, o la transferencia no se realiza.

