

## Proyecto de Ley de OPA y Gobierno Corporativo\*

ALVARO CLARKE DE LA CERDA

- Las modificaciones impulsadas durante la presente década a la legislación del mercado de capitales chileno, han apuntado principalmente a desarrollar de manera más eficiente la relación que existe entre los principales protagonistas de un mercado de capitales.
- Sin embargo, los acontecimientos económicos acaecidos durante los años 1996, y especialmente en 1997, mostraron que la regulación financiera del país, aunque avanzada en la región, no fue suficiente para resolver adecuadamente materias relacionadas con los traspasos de control, responsabilidades de los directores y protección a los accionistas minoritarios, etc., motivando así el envío, por parte del Ejecutivo, de una iniciativa legal que se hiciera cargo de las falencias precedentemente enunciadas.
- El proyecto de ley de OPA y Gobierno Corporativo, como es conocido en el ámbito financiero, incorpora en nuestra regulación financiera principios regulatorios presentes en los mercados más desarrollados y maduros del mundo, y que tienen como objetivo central, proteger y asegurar a cada uno de los inversionistas de una sociedad, que hace oferta pública de sus acciones, que sus derechos como tal no sean violentados.
- Para comprender la génesis de los problemas que aborda esta iniciativa, resulta aconsejable ahondar en los argumentos teóricos que hay detrás de ellos, en especial, la divergencia de intereses entre los distintos participantes de una sociedad: el "Problema de Agencia".
- En respuesta a este problema los mercados han reaccionado a través de tres canales: la reputación, los derechos de control y la concentración de la propiedad. El proyecto se centra en el segundo de estos mecanismos. En efecto, el otorgamiento de derechos de control, mecanismo que opera a través de la regulación, consiste en entregar una mayor cantidad de instrumentos de monitoreo a los inversionistas que han aportado recursos para la materialización de los proyectos propuestos por la administración.
- Uno de los elementos más importantes del proyecto de ley es la indicación que procura distribuir el "premio por control", a través de la obligatoriedad del procedimiento de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) que impone a la adquisición de acciones que permita alcanzar, superar o incrementar el umbral del 30% de las acciones con derecho a voto de una sociedad. El espíritu de esta indicación puede resumirse en asegurar un "retorno justo" a los inversionistas de la sociedad, en base a los aportes que cada uno haya realizado, a través de un procedimiento que simula los mecanismos de mercado.

**Alvaro Clarke De la Cerda.** Licenciado en Economía, Universidad de Chile. Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master of Arts in Economics, Universidad de Lovaina. Doctor (c) en Economía, Universidad de Lovaina. Asesor Ministro de Hacienda. Secretario Ejecutivo Comité Mercado de Capitales, Ministerio de Hacienda. Director del Metro S.A., Colbún y Ferrocarriles del Estado. Profesor Universidad de Chile, Escuela de Economía.

\* Corresponde a una síntesis de los planteamientos vertidos durante la exposición de la materia realizada en el Centro de Estudios Públicos el 4 de mayo 1999.

## Introducción

Las modificaciones impulsadas durante la presente década a la legislación del mercado de capitales chileno<sup>1</sup>, han apuntado principalmente a desarrollar de manera más eficiente la relación que existe entre los principales protagonistas de un mercado de capitales: (1) los que poseen fondos para invertir y (2) aquellos que poseen proyectos de inversión.

La legislación vigente ha sido estructurada procurando establecer una regulación fuerte y eficiente, que limite los abusos por parte de determinados agentes y que al mismo tiempo reduzca la propagación de riesgos sistémicos y contagios al mercado local de capitales que puedan desencadenar una crisis financiera de proporciones. Poniendo, además, especial énfasis en la regulación de los conflictos de interés y el uso de información privilegiada en la administración de fondos de terceros, para de esta forma proveer un elemento que es vital para el correcto funcionamiento de los mercados financieros, la confianza entre los actores del mercado.

Sin embargo, los acontecimientos económicos acaecidos durante los años 1996, y especialmente en 1997, mostraron que la regulación financiera del país, aunque avanzada en la región, no fue suficiente para resolver adecuadamente materias relacionadas con los traspasos de control, responsabilidades de los directores y protección a los accionistas minoritarios, etc., motivando así el envío, por parte del Ejecutivo, de una iniciativa legal que se hiciera cargo de las falencias precedentemente enunciadas.

<sup>1</sup> Durante esta década se han promulgado en materia económico-financiera, entre otras, las leyes N° 19.301, N° 19.389 y la Bolsa Off-Shore.

El proyecto de ley de Opas y Gobierno Corporativo, como es conocido en el ámbito financiero, incorpora en nuestra regulación financiera principios regulatorios presentes en los mercados más desarrollados y maduros del mundo, y que tienen como objetivo central, proteger y asegurar a cada uno de los inversionistas de una sociedad, que hace oferta pública de sus acciones<sup>2</sup>, que sus derechos como tal no sean violentados. La iniciativa legal aborda también otras materias, que se relacionan con la flexibilización de las políticas de inversión en la industria de los Fondos de Inversión y la Recompra de Acciones Propias. Sin embargo, debido a lo extenso que resulta referirse a todas las materias contenidas en el proyecto de ley, me centraré sólo en los aspectos medulares del mismo; estos son los vehículos a través de los cuales se pretende solucionar las falencias regulatorias: (1) el otorgamiento de mayores derechos de control a los inversionistas de las sociedades y (2) el estableciendo normas que aseguren que ante hechos excepcionales, los inversionistas de una sociedad obtengan retornos que reflejen sus respectivos aportes.

En su conjunto, estos elementos pretenden asegurar la asignación eficiente de los recursos que se destinan a invertir y, en definitiva, acentuar el círculo virtuoso del crecimiento de nuestro país, mejorando con ello el bienestar de sus habitantes.

## Antecedentes

Los frecuentes traspasos de control que han tenido lugar durante el presente año, así como los acaecidos durante los años anteriores, han hecho

<sup>2</sup> Cada vez que me refiero a una sociedad, compañía o corporación, lo hago a una que hace oferta pública de sus valores.

del proyecto de ley de Opas y Gobierno Corporativo una de las iniciativas legales más esperadas por parte del mercado bursátil local. No obstante, durante los primeros meses de su tramitación en el Congreso Nacional, se han hecho públicos diversos argumentos (a favor y en contra de esta iniciativa) que parecen entremezclar algunos de los conceptos más importantes que el proyecto sostiene. En lo que sigue, trataré de realizar una descripción de los problemas que el proyecto aborda, para luego analizar, lo más objetivamente posible, los cuestionamientos realizados al objetivo principal de esta iniciativa: la distribución del "premio por control".

### Marco teórico

Para comprender la génesis de los problemas que aborda esta iniciativa, resulta aconsejable ahondar en los argumentos teóricos que hay detrás de ellos, en especial, la divergencia de intereses entre los distintos participantes de una sociedad. El "Problema de Agencia"<sup>3</sup> entre administradores e inversionistas es, sin duda, la piedra angular para explicar los comportamientos que esta iniciativa procura desincentivar. La literatura económica señala que la suscripción de contratos entre inversionistas y administradores, deben especificar claramente las responsabilidades de las partes, como la solución a esta divergencia de intereses. Sin embargo, en la práctica es imposible estructurar contratos "completos", debido a las innumerables situaciones que pueden enfrentar los administradores y las posibles ac-

ciones frente a cada una de ellas<sup>4</sup>. Así, lo que existe en definitiva son contratos incompletos, que dejan en manos de los administradores gran parte de los derechos de tomas de decisiones en situaciones no especificadas en los contratos suscritos. En este último caso, los administradores pueden extraer valor de la compañía en desmedro de los accionistas.

Esta extracción de valor<sup>5</sup> puede ser llevada a cabo, a través de dos mecanismos: (1) la realización de transacciones con afiliados en términos no-de-mercado, lo que se conoce como el problema de "Precios de Transferencia"<sup>6</sup>, o (2) desviando atractivas oportunidades de negocios desde la compañía hacia sí mismos, o hacia algún(os) afiliado(s), lo que se conoce como *Desviación de Oportunidades Corporativas*<sup>7</sup>.

Tales casos representan una clara violación del deber de los administradores de actuar en favor de los intereses de la compañía, usualmente referida

<sup>4</sup> Existen tres razones por las cuales no es posible estructurar contratos completos: a) porque es imposible predecir todas las situaciones que pueden darse en el futuro, b) porque es tecnológicamente imposible redactar o poner por escrito las innumerables y complejas situaciones que eventualmente podrían darse en el futuro, y finalmente c) estos contratos completos, en caso de poder ser redactados, serían simplemente demasiado costosos de elaborar.

<sup>5</sup> En base a "What determines the value of corporate votes?", Luigi Zingales, *Quarterly Journal of Economics* (1995).

<sup>6</sup> A través de la suscripción de contratos por bienes y servicios de una corporación, los administradores pueden extraer valor de la compañía al hacerla entrar en transacciones en términos no-de-mercado. Los ejemplos más claros son los salarios excesivos de los administradores o cuando éstos entran en "auto-contratos", es decir, cuando entran en acuerdos en nombre de la corporación con contrapartes en las cuales tienen una considerable proporción del capital o algún otro tipo de interés económico. Por esta razón, no es raro que en legislaciones de compañías, o estatutos corporativos, se requiera la aprobación por parte de los accionistas para realizar ventas de todo o parte substancial de los activos de las empresas.

<sup>7</sup> Los casos más típicos son aquellos en que una oportunidad de negocio potencialmente rentable para la sociedad que administran, es propuesta a la corporación y los gerentes la redirigen hacia otras firmas en que tienen un mayor interés económico.

<sup>3</sup> Véase "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", Jensen M., *The Market for Corporate Control*, vol. 76, N° 2, mayo 1986.

como el "*deber de la lealtad o de un trato justo*", y traen como resultado pérdidas considerables para la corporación y sus accionistas.

Si bien los administradores no pueden evitar captar información valiosa en el transcurso de su trabajo para la corporación y no puede esperarse de ellos que se desentiendan de tal información en el accionar de sus negocios personales o en sus trabajos en otras compañías, el interés por desincentivar estas conductas radica en que éstas pueden traer como resultado un daño económico directo a la corporación. En este sentido, los agentes que toman decisiones de políticas públicas no pueden permanecer indiferentes ante actividades que producen beneficios que resulten en una pérdida directa para el negocio de la corporación o cause un daño a la integridad del mercado público de valores. El uso de información corporativa por parte de los administradores para su propio beneficio en otros contextos no debiese ser considerado tema de interés de política pública.

En respuesta a las situaciones antes descritas, los mercados han reaccionado a través de tres canales: la reputación, los derechos de control y la concentración de la propiedad. La primera de las soluciones, la reputación, sostiene que los administradores deben proteger su buen nombre y ser reconocidos en el mercado como personas honestas, a fin de obtener recursos por parte de inversionistas para llevar a cabo sus futuros proyectos; sin embargo, la evidencia sugiere que no soluciona por completo el Problema de Agencia<sup>8</sup>.

El otorgamiento de derechos de control, mecanismo que opera a través de la regulación, consiste en entregar una mayor cantidad de instrumen-

tos de monitoreo a los inversionistas que han aportado recursos para la materialización de los proyectos propuestos por la administración.

Es precisamente a través de este mecanismo, que el proyecto de ley pretende dar solución a los problemas descritos anteriormente. La constitución de los comités de auditoría, el derecho de los accionistas y directores a demandar la indemnización del perjuicio económico ocasionado al patrimonio de la sociedad y la exigencia de quórum más elevados para la aprobación de determinadas materias, entregan elementos que procuran autorregular la ocurrencia de desviaciones, respecto del objetivo de maximizar los beneficios económicos de la sociedad.

El Comité de Auditoría, que estará integrado mayoritariamente por directores independientes a la administración, se encargará de evaluar los antecedentes relativos a transacciones con empresas relacionadas al grupo controlador en la compañía, asegurando que éstas se ajusten a las condiciones que imperan en el mercado. Cabe destacar, que las atribuciones conferidas a este comité, conceptualmente no difieren de las que exigen instituciones tan prestigiosas como la New York Stock Exchange o las que recomienda la Cadbury Commission<sup>9</sup>.

Por otra parte, la entrega de mayores derechos de control a inversionistas más especializados y profesionales, como los Fondos de Pensiones y otros, puede jugar un rol crucial en el desempeño del mercado. El rol de éstos, como contraparte a los grupos de control al interior de las compañías, es fundamental. La respuesta natural a deshacerse de

<sup>8</sup> Véase "A Survey of Corporate Governance". *Harvard Review*, mayo 1998.

<sup>9</sup> En el Reino Unido, esta comisión analizó los elementos deseables para asegurar el accionar profesional y correcto de las juntas de directores en las compañías en los países de la Comunidad Europea.

activos que no tienen los retornos esperados, cuando ello es fruto de una mala gestión, no es posible en un mercado de capitales ilíquido como el chileno, donde el castigo en el precio que enfrentan los títulos puede ser cuantioso. Además, el control más efectivo que puedan realizar estos inversionistas, a través de acciones de monitoreo en las que tienen manifiestas economías de escala, genera externalidades positivas al resto del mercado de valores al incrementar la confianza y la información al mercado.

Finalmente, el mercado puede dar solución a un monitoreo deficiente a través de mayores concentraciones de la propiedad de las compañías. Sin embargo, si bien esto asegura un adecuado nivel de monitoreo de las decisiones de la administración por parte de los inversionistas controladores, a través de directores designados para tales efectos por ellos mismos<sup>10</sup>, no corrige los incentivos a la extracción de valor en las compañías. En este sentido, algunos estudios<sup>11</sup> señalan que en los países en que la protección legal de los intereses de los inversionistas ha mostrado ser más bien débil, la reacción del mercado frente al problema de agencia ha sido concentrar la propiedad de las compañías en manos de unos pocos inversionistas.

Asimismo, la existencia de grupos controladores al interior de las sociedades conlleva otras circunstancias que originan conflicto de intereses en-

tre los inversionistas de una compañía. Los cambios de control, fusiones, alianzas estratégicas, adquisiciones mayores o *joint ventures*, otorgan la oportunidad a los administradores o accionistas controladores, para apropiarse de una parte desproporcionada de la transacción, en relación al número de acciones que poseen o a los recursos que han invertido. El objetivo de la regulación en este último caso, debe ser el asegurar que en presencia de hechos excepcionales, cada inversionista obtenga retornos que reflejen sus respectivos aportes.

### Distribución del premio por control

Si bien la literatura especializada en corporaciones no tiene una posición clara y categórica acerca de las implicancias económicas asociadas a la toma de control<sup>12</sup>, existe consenso respecto que la regulación debe colocar especial énfasis en minimizar los potenciales costos producidos en estas operaciones, sin desincentivarlas.

Uno de los elementos más importantes del proyecto de ley es la indicación<sup>13</sup> que procura distribuir el "premio por control", a través de la obligatoriedad que impone a la adquisición de acciones que permita alcanzar, superar o incrementar el umbral del 30% de las acciones con derecho a voto de una sociedad, a través del procedimiento de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA). El espíritu de esta indicación puede resumirse en asegurar un "retorno justo" a los inversionistas de la sociedad, en base a los aportes que cada uno haya

<sup>10</sup> Este mayor nivel de monitoreo de la administración de las compañías llevado a cabo por grandes accionistas, se debe a las potenciales economías a escala que caracterizan a las inversiones en información, la que a su vez es necesaria para controlar a los administradores. De este modo, los beneficios que entrega el mejor desempeño de las sociedades, debido a un mayor nivel de monitoreo, redundan en un significativo efecto riqueza para los grandes inversionistas, debido al gran número de acciones que tienen en su poder.

<sup>11</sup> Véase "Capital Markets And Legal Institutions", La Porta R. y López De Silanes F., *Harvard University*, mayo 1998.

<sup>12</sup> Véase "A Survey of Corporate Governance". *Harvard Review*, mayo 1998.

<sup>13</sup> Me refiero a los contenidos del proyecto de ley acordados en el Congreso Nacional.

realizado, a través de un procedimiento que simula los mecanismos de mercado.

La esencia de una sociedad es que la totalidad de los accionistas que la integran participan de todos los beneficios y de todos los riesgos en una proporción equivalente al capital que han aportado. Por ello, la apropiación del premio a la propiedad del capital de riesgo que se asume, por uno o unos pocos accionistas, es una clara alteración a este principio.

En teoría, en un modelo de horizonte finito, el valor de las acciones está dado por las expectativas de dividendos y por la plusvalía en su venta futura. Hoy en día, en forma cada vez más progresiva, la rentabilidad accionaria se materializa más por la vía de la plusvalía<sup>14</sup> y, en menor proporción, por la distribución de dividendos. Esto porque las empresas exitosas o con importantes expectativas de crecimiento, tienen proyectos altamente rentables donde reinvertir sus flujos de caja libres. En esta situación, las tomas o cambios de control son claves para la plusvalía de las acciones, no solamente por la concreción de una oferta asociada a la toma de control sino que la sola expectativa de una potencial concreción de una oferta futura influye en el precio actual de la acción.

Hay diversos tipos de empresas en que la enajenación del control sin participación del minoritario puede pulverizar la inversión de éstos. Así, por ejemplo, en empresas de productos o servicios tecnológicos, la enajenación del control a empresas más desarrolladas que actúan con un ánimo monopólico que no aparece sancionado por la ley, pueden transformar en inservibles todos los intangibles

de la sociedad cuyo control se ha adquirido, y su valor económico quedar reducido a cero. Algo similar ocurre con empresas industriales o de servicios cuyos productos son aceptados por fracciones importantes de consumidores. Si su control es adquirido con el ánimo de comprar la fracción del mercado o la cartera de clientes y no su capacidad de gestión o el equipamiento productivo, la venta del control hace desaparecer la inversión del resto de los accionistas.

Por otra parte, en sociedades cuya propiedad se encuentra fragmentada, hay pugnas de control por distintos grupos que hacen que la cotización bursátil se mantenga relativamente alta por la necesidad de tener que contar con los accionistas minoritarios para realizar una toma de control o financiar con capital fresco nuevos proyectos de expansión. Sin embargo, al estar limitado el interés del que pretende el control, sólo a la cantidad necesaria para ello, la fracción restante con la que se queda el minoritario pierde valor o posterga por años una valoración por plusvalía, si es que alguna vez llega a obtenerla.

En consecuencia, si una sociedad se ve enfrentada a hechos excepcionales, como una toma de control, que involucren la existencia de un premio en el valor de las acciones, que es el reflejo de la riqueza generada con los aportes de todos los inversionistas, o si es, en su caso, el reflejo de las pérdidas ocasionadas al valor económico de los accionistas ajenos al grupo de control, a través de actos como los *Precios de Transferencia* y la *Desviación de Oportunidades Corporativas*; resulta absolutamente atendible que éste sea compartido con el resto de los inversionistas de la compañía.

<sup>14</sup> Véase *Financial Regulation in the Global Economy*, Herring R. y Litan R., The Brookings Institution, Washington D.C. (1995).

## ANEXO

## ESTIMACIÓN DEL PREMIO POR CONTROL

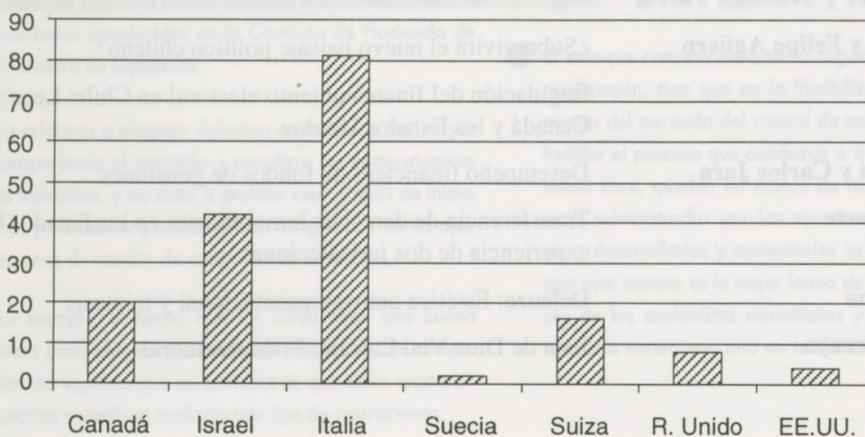
La presente estimación de la prima de control, fue realizada por el profesor Luigi Zingales de la Universidad de Chicago. La metodología consiste en determinar, en presencia de una toma de control, la diferencia de precio entre acciones con derechos similares respecto de dividendos, pero distintas en relación a sus derechos de voto.

El académico recalca: "Puesto que el valor de control de una empresa no es más que el valor actual de los beneficios privados de que disfruta el propietario de paquete de control, la diferencia de esta magnitud, depende del grado de protección de que disfrutaban los inversionistas minoritarios de cada

país.", y concluye señalando: "...el funcionamiento eficiente de los mercados financieros pueden estar en peligro. Los grandes accionistas de control estarán más interesados en la maximización de sus beneficios privados que en el valor de mercado de su empresa. Por consiguiente, los inversionistas, anticipando esta conducta, evitarán la compra de estas acciones. Se trata de una lección de gran importancia para los países en desarrollo."

Las conclusiones del académico son reforzadas por estudios (La Porta y otros, 1996) realizados por la Universidad de Harvard y Chicago, los que concluyen que las desprotecciones legales de los inversionistas están relacionadas con el grado de concentración de los mercados. 

## ESTIMACIONES DE LA PRIMA POR CONTROL



# Sumario

Nº 74 Otoño 1999

CENTRO DE ESTUDIOS PUBLICOS  
Monseñor Sótero Sanz 175,  
Fono 231 5324

# ESTUDIOS PÚBLICOS

[www.cepchile.cl](http://www.cepchile.cl)

<b>Michael Novak</b>	La crisis de la socialdemocracia
<b>Anthony Giddens</b>	El futuro del Estado benefactor
<b>John Lloyd</b>	No somos siervos
<b>Paul Ormerod</b>	Las tradiciones de la socialdemocracia
<b>Michael Novak</b>	Réplica: Considerable consenso
<b>Oscar Godoy Arcaya</b>	La transición chilena a la democracia: Pactada
<b>José Ramón Montero, Richard Gunther y Mariano Torcal</b>	Legitimidad, descontento y desafección: El caso español
<b>Eugenio Tironi y Felipe Agüero</b>	¿Sobrevivirá el nuevo paisaje político chileno?
<b>Filip Palda</b>	Regulación del financiamiento electoral en Chile: Lecciones de Canadá y los Estados Unidos
<b>Salvador Zurita y Carlos Jara</b>	Desempeño financiero de fondos de pensiones
<b>Terrence D. Moore</b>	Transferencia de derechos inmobiliarios en los Estados Unidos: La experiencia de dos jurisdicciones
<b>Luiz Costa Lima</b>	Deleuze: Estética antirrepresentacional y mimesis
<b>Oscar Godoy Arcaya</b>	Juan de Dios Vial Larraín: Filosofía moral
 <i>Documento</i>	
<b>Arturo Fontaine T. y Lucas Sierra</b>	
Escritos y documentos de Julio Philippi (Primera parte)	

SUSCRIPCIONES Anual \$ 9.000 • Bianual \$ 13.500 • Estudiantes \$ 5.000