

# Puntos de Referencia

## Regulación del Mercado del Control de Empresas

**LUIS HERNÁN PAÚL**

- Vista la fuerte dinámica que se ha observado desde hace algún tiempo a la fecha en materia de cambios de propiedad en las empresas en Chile, resulta oportuno que el Poder Ejecutivo esté impulsando reformas legales para normar adecuadamente las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs), los gobiernos corporativos, la tenencia de acciones de propia emisión y otros temas que son relevantes para el correcto funcionamiento del mercado del control de empresas.
- Sin embargo, hay un problema serio de enfoque en el proyecto de reformas enviado por el Ejecutivo al Congreso, el cual no se ha resuelto debidamente con los cambios acordados introducidos en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados.
- Las reformas a efectuar deberían orientarse a dar mayor transparencia al mercado y penalizar los comportamientos indebidos, y no tanto a prohibir ciertos tipos de iniciativas y establecer procedimientos obligatorios en las operaciones de cambio de control en las empresas.
- Por ejemplo, el hecho que las OPAs sean una buena forma para comprar paquetes de control en las compañías, no significa que es conveniente que éstas sean obligatorias cuando se realizan este tipo de operaciones.
- Tampoco tiene sentido forzar la existencia de comités de auditoría, en la medida que ello puede generar divisiones innecesarias en los directorios. Lo lógico, como ocurre en otros países, sería que los directorios por mutuo propio los constituyan.
- No hay que perder de vista, además, que el mercado también penaliza los comportamientos indebidos por parte de los controladores, castigando el valor bursátil de sus acciones y limitando su capacidad para levantar financiamiento accionario a futuro. Por ello, aquellos que expropiaron valor a los minoritarios se hacen a la larga harakiri.
- El enfoque correcto en materia regulatoria no está en la rigidización, sino que en la flexibilización del funcionamiento del mercado del control de empresas. Se trata de facilitar el proceso que conduzca a que las empresas, en forma libre, queden en manos de los mejores dueños y sean administradas por los ejecutivos más capacitados para desarrollarlas y aumentarles su valorización. El seguir este camino es la mejor forma de velar por los intereses de los accionistas minoritarios y la experiencia del mercado norteamericano así lo demuestra.

**Luis Hernán Paúl Fresno.** Ingeniero Civil, Pontificia Universidad Católica de Chile. Master en Administración de Empresas, Massachusetts Institute of Technology (MIT). Investigador Asociado del Centro de Estudios Públicos. Profesor Universidad Católica de Chile, Escuela de Administración. Gerente de Estrategia y Control de Gestión, Quiñenco.

Puntos de Referencia es editado por el Centro de Estudios Públicos. Director responsable: Arturo Fontaine Talavera. Dirección: Monseñor Sótero Sanz 175, Providencia, Santiago de Chile. Fono 231 5324 - Fax 233 5253.

Cada artículo es responsabilidad de su autor y no refleja necesariamente la opinión del CEP. Esta institución es una fundación de derecho privado, sin fines de lucro, cuyo objetivo es el análisis y difusión de los valores, principios e instituciones que sirven de base a una sociedad libre.

1. El mercado del "control de empresas", el cual involucra todo tipo de compras, ventas, fusiones y otros tipos de operaciones de cambios de propiedad en las empresas, ha venido experimentando una fuerte dinámica desde hace ya varios años, lo que ha provocado que se produzcan cambios importantes en el comportamiento de los accionistas (controladores y minoritarios), así como también en las regulaciones que se aplican en diversos países para normar este mercado.
2. Dado este contexto, resulta oportuno que el Poder Ejecutivo esté impulsando reformas legales para mejorar la regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) y el régimen jurídico de la administración de las sociedades anónimas abiertas (lo que se conoce en la literatura como las normas de los gobiernos corporativos).
3. Por lo demás, es compartido el diagnóstico que nuestro marco regulatorio en estas materias requiere ser adaptado al nuevo entorno en que está operando el mercado de capitales, el cual es diferente al que existía hasta hace poco tiempo en Chile y al que existe hoy en otros mercados de capitales más desarrollados que el nuestro.
4. Hay que advertir, sin embargo, que hay un problema serio de enfoque en el proyecto de reformas sobre OPAs y Gobiernos Corporativos que fue enviado a fines de 1998 por el Ejecutivo al Congreso, el cual no se ha resuelto debidamente con los cambios acordados recientemente en la Comisión de Hacienda de la Cámara de Diputados.
5. Los principios claves que deben guiar la regulación en estas materias pienso que son los de dar transparencia al mercado y penalizar los comportamientos indebidos, y no tanto el de prohibir ciertos tipos de iniciativas y en cambio obligar al seguimiento de procedimientos preestablecidos en las operaciones de cambio de control en las empresas.
6. El recurso de las prohibiciones y las obligaciones puede justificarse en materias específicas, pero no como norma general.
7. Siguiendo los principios antes planteados, pueden resultar valiosas propuestas como aquella que establece un plazo mínimo para las OPAs, en la medida que con ella se busca que los inversionistas tengan el debido tiempo para informarse y adoptar sus decisiones cuando se les hace una OPA.
8. En cambio, no se entiende la necesidad de obligar a las compañías a tener un comité de auditoría constituido por directores no elegidos con los votos de los accionistas controladores, en la medida que ello genera divisiones innecesarias que atentan en contra del correcto funcionamiento de los directorios.
9. La figura de los comités de auditoría, en otros países, no se impone sino que se utiliza en forma libre, sin que se limite, además, en forma tan absoluta quienes pueden integrarlos. La indicación acordada en el Congreso en cuanto a que exista un integrante de los controladores es un paso en la dirección correcta, pero sigue siendo extraño el hecho que estos comités sean obligatorios. Por lo demás, no hay que olvidar que el mercado pre-

- mia a las compañías que imponen buenas prácticas empresariales.
10. De igual forma, es cuestionable la propuesta de forzar OPAS cada vez que se efectúen transacciones en representación de una sociedad o persona que tiene más del 20% (o 30% tal como se acordó recientemente) de las acciones de una S.A. abierta.
  11. Si lo que se está buscando es normar las operaciones que involucren cambios de control, sería preferible distinguir distintos niveles según el grado de concentración de la propiedad de la empresa en cuestión, ya que el nivel establecido podría ser bajo en empresas muy desconcentradas y muy alto en empresas muy concentradas.
  12. Incluso es razonable ir más allá y cuestionar si verdaderamente es adecuado que las operaciones de cambio de control tengan que hacerse necesariamente vía OPAs. En efecto, no hay que confundir el hecho de que las OPAs sean una buena forma para comprar paquetes de control en las compañías, con la conveniencia de que sean obligatorias cuando se realizan este tipo de operaciones.
  13. El uso obligado de OPAs a prorrata implica repartir el premio de control entre todos los accionistas, en circunstancias que se trata de un derecho propio de los controladores, tal como su nombre lo indica. Si este derecho no se respeta los controladores van a buscar formas indirectas de cobrar por su control, lo que va a dificultar los cambios de control en las empresas.
  14. Esto es delicado, ya que se ha demostrado en el extranjero que es beneficioso, para efectos del desarrollo económico, que exista un marco adecuado en el que la propiedad y el control de las empresas puedan ser traspasados libremente a través de operaciones de fusiones y adquisiciones.
  15. Una iniciativa fundamental para lograr este objetivo en Chile, junto con la existencia de una adecuada legislación de OPAs y Gobiernos Corporativos, es la de efectuar los cambios legales correspondientes para que las empresas puedan tener acciones de su propia emisión, de modo tal que las adquisiciones de empresas se puedan cancelar con acciones y los ejecutivos y empleados puedan ser compensados con opciones de acciones de las compañías donde trabajan.
  16. El correcto funcionamiento del mercado del control de empresas en Estados Unidos es uno de los factores claves que ha hecho posible que las empresas norteamericanas logren un incremento significativo en su valor de mercado y su competitividad en los últimos años.
  17. Por otra parte, debe tenerse presente que en los mercados de capitales más desarrollados, el premio por control no se relaciona mayormente con las posibilidades de expropiación de valor a los accionistas minoritarios, sino que con la posibilidad que otorga al comprador de disminuir el riesgo en la toma de control de una compañía. Por lo mismo, es que el premio por control no debiera representar un porcentaje muy significativo del valor total de un paquete controlador.

18. Distinto es el concepto del premio sobre el valor bolsa, el cual se justifica en la posibilidad de que un nuevo controlador de un manejo más eficiente a una compañía mal administrada. Dicho premio si puede ser en algunos casos significativos y es justo que lo reciban tanto los controladores como los minoritarios.
19. El perjuicio potencial que se puede generar a los accionistas minoritarios en las operaciones de cambio de control, se minimiza en la práctica por dos vías.
20. En primer término, la regulación debe incluir, como principio, penalizaciones a la expropiación de valor de los minoritarios por parte de los controladores, aun cuando ésto a veces pueda resultar difícil de probar.
21. En segundo término, el propio mercado también penaliza a los agentes que incurren en este tipo de comportamiento, generándoles un fuerte perjuicio patrimonial, vía la asignación de un menor valor bursátil a sus acciones, y también deterioro en su imagen.
22. En el mundo empresarial, el valor bursátil se está transformando en una herramienta clave, tanto para los inversionistas minoritarios como los controladores, ya que las acciones propias son, en los mercados más desarrollados, el principal mecanismo de pago que utilizan las empresas para crecer a través de operaciones de fusiones y adquisiciones.
23. Los empresarios que no están tomando en consideración esta nueva dinámica en su interacción con los inversionistas y los mercados de capitales en general, están destinados a quedar fuera del juego. Por ello, los controladores que expropian valor a los accionistas minoritarios, se hacen a la larga un harakiri, ya que no sólo destruyen valor de terceros sino que también el propio, además de limitar su capacidad para levantar financiamiento accionario a futuro.
24. En conclusión, creo que lo que se requiere en Chile, más que llenarnos de prohibiciones y obligaciones para efectos del control de las empresas, es adoptar iniciativas que lleven tanto al mercado como a los reguladores a penalizar los comportamientos indebidos.
25. Para permitir al mercado hacer su trabajo, lo más importante es que se desarrollen mecanismos para que éste cuente con información suficiente y oportuna.
26. El énfasis en materia de regulación, por su parte, no debe estar en la rigidización, sino que en la flexibilización del funcionamiento del mercado del control de empresas. Se trata de facilitar el proceso que conduzca a que las empresas, en forma libre, queden en manos de los mejores dueños y sean administradas por los ejecutivos más capacitados para desarrollarlas y aumentarles su valorización. El seguir este camino es la mejor forma de velar por los intereses de los accionistas minoritarios y la experiencia del mercado norteamericano así lo demuestra. **PR**