

LOS PACTOS DE ACCIONISTAS, ACCIONISTA CONTROLADOR Y OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPA) EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO

Oscar Andrés Torres Zagal

Sumario.

- I.- Los Pactos de Accionistas
 - 1.- Regulación Mínima de los Pactos de Accionistas en nuestra Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046
 - 2.- Naturaleza Jurídica y Límites Normativos de los Pactos de Accionistas
 - 3.- Límites legales a los contenidos de los Pactos de Accionistas en la Sociedad Anónima
 - 4.- Regulación al Pacto de Accionistas sobre Cesión de Acciones en Sociedades Anónimas Cerradas
- II. Pactos o Acuerdos de Actuación Conjunta
- III. Regulación de la Toma de Control de una Sociedad Anónima Abierta
- IV. Regulación y Estatus del Controlador de una Sociedad
- V. Ofertas Públicas de Adquisición y Venta de Valores
- Conclusión.

I.- Los Pactos de Accionistas

Los pactos de Accionistas han tenido un desarrollo en las últimas décadas bastante intenso, según se han complicado las relaciones inter socios en las Sociedades Anónimas. En este sentido resulta característico de esta realidad que en nuestra legislación la regulación a éstos acuerdos es breve y escueta, y por el contrario es común observar en las publicaciones económicas, la frecuencia con que es conocida la existencia de pactos suscritos entre accionistas, cuya finalidad es regular ciertas materias específicas en la administración de la Sociedad Anónima o bien en materia de cesión de acciones disponiendo de ciertos procedimientos especiales para proceder a la venta de éstos instrumentos e imponiendo la obligación de ofertarlos preferentemente el otro accionista con quien se ha suscrito el referido pacto, en temas en que se persigue alejarse de las reglas supletorias de la voluntad de los asociados en una Compañía y que el legislador suple a falta de regulación especial.

Por lo señalado anteriormente, no encontraremos en nuestra ley de sociedades anónimas N°18.046 y su reglamento (D. S. N° 587) un regulación extensa en relación a los Pactos de Accionistas, sino que en general es necesario analizar el contenido de éstos según se presentan en el mundo de los negocios para societarios y en la medida en que se tenga conocimiento y acceso a ellos.

Un aspecto que no deja de llamar la atención es que el viejo principio igualitario, relativo a la igualdad de los accionistas en la sociedad anónima, que llevó al tratadista Ripert a concebir la Sociedad Anónima como una auténtica y verdadera democracia, no es tal ya que la sólo existencia de tales pactos especiales lleva a concluir que la ley no satisface los intereses de todos los accionistas de una Com-

pañía y que por tales razones ingresan a ésta y coexisten en ella formalizando los pactos particulares un estatuto sui generis que persigue como hemos indicado una especial regulación a materias en que se precisa asegurar una regulación distinta al funcionamiento y establecimiento legal o común. Por ello muchos de estos pactos no son conocidos por los otros accionistas de la Compañía y sólo lo son ante un caso de conflicto económico jurídico que es llevado a resolución de Justicia Arbitral u Ordinaria. Se puede observar en este aspecto, que suele ser característico en la dinámica de estos pactos societarios, la naturaleza confidencial o secreta en que se gestan y por ello, los accionistas ajenos a ellos desconocen las actuaciones y obligaciones que asumen sus suscriptores, que muchas veces se traducen en el manejo de determinadas políticas que implementan los Directores que son electos por los accionistas miembros de dichos pactos.

Esta situación, en que son actores los accionistas controladores quienes pueden encontrarse, en algunos casos guiados incluso por un pacto o acuerdo de actuación conjunta, definido en el artículo 98, inciso primero, de la Ley de Mercado de Valores como aquel “Acuerdo de actuación conjunta es la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma”.

En el caso particular del Acuerdo de Actuación conjunta, la idea matriz que ha utilizado el legislador en la definición legal, consiste en la concurrencia de voluntades de dos o más accionistas de una misma sociedad, que convienen dirigir sus intereses mancomunados para influir en la gestión de la compañía, por ello los acuerdos se formalizan en la administración por lo tanto a nivel de Directorio con la finalidad de materializar estos intereses en las políticas que se proponen a los accionistas, que comprenden políticas de reparto de dividendos, financiación o endeudamiento, gestión estratégica para desarrollar determinados negocios en el giro de industria a que pertenece la compañía, o sistema de consultas recíprocas entre accionistas para tomar acuerdos en ciertas materias en el manejo de los negocios sociales.

Se han conocido casos de toma de control de sociedades anónimas chilenas gestadas a partir de Acuerdos de actuación conjunta, así a principios de los años noventa se intentó la toma de control de la Industria Azucarera Inasa S.A., por un grupo financiero extranjero con la transnacional azucarera Amerop Sugar Corporation suscriptor de un pacto de actuación conjunta secreto, que generó un intenso conflicto judicial con el accionista Campos Chilenos S.A.; y recientemente en 1997 se conoció el caso de ingreso de Endesa España a la compañía eléctrica chilena Enersis, que se inició con un “Acuerdo Estratégico”, suscrito entre Ejecutivos de ésta Compañía vinculados, además a su propiedad con el Conglomerado Español Endesa España. Ambos casos fueron estudiados por la Superintendencia de Valores y Seguros y se tradujeron en la aplicación de sendas multas administrativas, por infracción a la Ley de Mercado de Valores chilena.

El problema que presentan estos pactos de Actuación conjunta, especialmente cuando se dirigen a la toma de control de una sociedad, es el nivel de secreto estratégico que le dan sus suscriptores o de confidencialidad, de tal suerte que muchas veces se altera el “normal” funcionamiento de los precios de las acciones

de esa compañía en un periodo de tiempo y al desconocerse, por los inversionistas institucionales y accionistas en general, toman decisiones de cambios de posiciones en sus carteras de inversión, sin saber las consecuencias que se pueden sobrevenir en el corto plazo. De otra parte, el accionista minoritario, observa estos procesos de toma de control, seguido de conflicto con la autoridad de control y fiscalización, más las consecuentes variaciones de precio accionario, como un simple espectador.

1.- Regulación Mínima de los Pactos de Accionistas en nuestra Ley de Sociedades Anónimas N°18.046.

Nuestra Ley sobre Sociedades Anónimas N°18.046, publicada en Diario Oficial con fecha 22 de Octubre de 1981, contiene una regulación mínima o meramente nominal a los Pactos de Accionistas. En efecto, en el extenso articulado, solo dos disposiciones legales hacen referencia a ésta materia.

Por una parte al regular las menciones que debe contener la Escritura Pública de constitución de la Sociedad Anónima en su artículo 4, último número señala “La escritura de la sociedad debe expresar : 12) Los demás pactos que acordaren los accionistas”.

Podemos afirmar que el legislador concibe los pactos de accionistas, como elementos accidentales al acto jurídico constitutivo de la Sociedad Anónima, ya que no se trata de un elemento ni de la esencia ni de la naturaleza de la sociedad y queda entregado a la libre disposición de los accionistas fundadores, siendo en definitiva un elemento contingente y no obligatorio o necesario.

Además el legislador supone que éstos pactos de Accionistas son públicos, tanto que entiende que de existir forman parte de la Escritura Pública de constitución. No obstante, nada obsta y en la práctica suele ocurrir con frecuencia que dichos pactos no se forman al constituir la sociedad y pueden validamente constar en un simple instrumento privado autorizado ante Notario Público, con lo que adquieren carácter de privado o secreto y confidencial.

En una visión más amplia, debemos considerar que el legislador de la Ley de Sociedades Anónimas de 1982, ha seguido una tendencia antigua en la materia, en cuanto a regular mínimamente o de manera nominal los Pactos, ya que en la Sociedad Colectiva Comercial encontramos que al regular nuestro Código de Comercio de 1865 los elementos de la Escritura Pública de constitución, en el artículo 352 bajo el número 12 señala “Los demás pactos que acordaren los socios”. Asimismo, para consagrar la imperatividad de la responsabilidad solidaria de los socios colectivos por las deudas sociales, en el artículo 370 señala “Los socios colectivos indicados en la escritura social son responsables solidariamente de todas las obligaciones legalmente contraídas bajo la razón social. En ningún caso podrán los socios derogar por pacto la solidaridad en las sociedades colectivas.”. Esta importante tema no puede ser materia de un pacto societario modificatorio de la responsabilidad solidaria frente a terceros por obligaciones de la sociedad colectiva validamente contraídas bajo la razón social, pero podría regularse en un pacto societario, la manera como se repartirá la deuda entre los socios (contribución a la deuda), este pacto es válido entre socios pero natural-

mente no es oponible a terceros los acreedores de la sociedad, por la disposición legal transcrita. Esta disposición contenida en el artículo 370 del Código de Comercio se aplica, por reenvío a la sociedad en comandita, simple o por acciones a los socios gestores (artículos 474 y 491 del Código de Comercio).

Idéntica regulación mínima a los pactos societarios la encontramos en la Ley sobre Sociedades de Responsabilidad Limitada N° 3.918, publicada en Diario Oficial de 14 de Marzo de 1923, cuyo redactor fue el jurista don Luis Claro Solar, cuando en su artículo 2° al disponer que este tipo societario se constituye por Escritura Pública, cuyo extracto es necesario publicar en el Diario Oficial e Inscribir en el Registro de Comercio del domicilio de la sociedad, por una vez en el plazo de 60 días a contar de la fecha de la Escritura, finaliza ordenando “que la responsabilidad personal de los socios queda limitada a sus aportes o a la suma que a más de éstos se indique.” No pueden en consecuencia los socios limitados rebajar esta limitación de responsabilidad por deudas sociales a menor suma que el aporte y si pueden pactar una suma superior.

La otra disposición que en nuestra Ley de Sociedades Anónimas regula éstos Pactos Societarios, la encontramos en la norma contenida en el artículo 14 de la ley, que dispone “ Los estatutos de las sociedades abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de las acciones.

“Los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos se tendrán por no escritos”.

2.- Naturaleza Jurídica y Límites Normativos de los Pactos de Accionistas

Los Pactos o Acuerdos de Accionistas, ya sea que tengan su origen en el Estatuto Societario o en instrumentos para societarios, incluida la hipótesis de acuerdo o pacto suscrito para la toma de control de una Compañía ya existente, tienen una naturaleza Convencional.

En efecto, su naturaleza convencional encuadra en la del acto jurídico bilateral (o multilateral) cuya finalidad es crear un estatuto jurídico de excepción que regule las relaciones e intereses entre dos o más accionistas de una sociedad, la mayor de las veces regulando hipótesis de contenido económico, mas allá de las reglas que prevé el legislador.

Esta naturaleza jurídica convencional, sujeta estos acuerdos o pactos a la reglas de la autonomía de la voluntad y de la libertad contractual que nuestro sistema jurídico reconoce como principios generales del sistema de derecho privado chileno. En este orden de ideas el legislador reconoce a los sujetos la capacidad para celebrar las convenciones que estimen convenientes a sus intereses, dentro del marco de lo lícito.

En cuanto acto jurídico bilateral, los pactos de accionistas deben cumplir con los requisitos propios de esta clase de actos, esto es tener capacidad de libre ejercicio sus autores, una causa y objeto lícitos y generarse respetando la voluntad de sus autores libre de vicios del consentimiento, error fuerza o dolo.

Si analizamos el contenido de fondo de los pactos de accionistas observaremos

que éstos presentan una especial regulación de los intereses de los accionistas suscriptores, que persiguen lograr un fin común (ejemplo toma de control de una sociedad anónima existente y ejercicio del poder dentro de ella, en especial en cuanto a la gestión de la empresa, su administración y a partir de ella las políticas en materias del giro del negocio) o bien regular procedimientos en cuanto a retiro de un accionista de la compañía y opción de ofertar acciones de quien se retira a los otros accionistas, conjuntamente con un procedimiento para justipreciar el valor de las acciones en las sociedades anónimas cerradas (distinto al valor libro señalado en el artículo 77 del Reglamento de Sociedades Anónimas que “ se determinará dividiendo el capital pagado más las reservas sociales y más la utilidad o menos las pérdidas por el número total de las acciones suscritas y pagadas, total o parcialmente”) .

Con lo dicho, el contenido de fondo de los Pactos o Acuerdos de Accionistas es la regulación y aseguramiento de los intereses económicos de sus suscriptores cuya motivación la encontramos en la estrategia de negocios que éstos agentes persiguen.

Finalmente, es necesario destacar que en cuanto convenciones, su eficacia se encuentra amparada en el principio de la “ley del contrato”, que refiere a la fórmula consistente en que “Todo contrato legalmente celebrado es una ley para las partes y no puede ser invalidado sino que por mutuo acuerdo o por causas legales”, contenido en el artículo 1545 del Código Civil.

3.- Límites legales a los contenidos de los Pactos de Accionistas en la Sociedad Anónima

Explicamos anteriormente que en materia de pactos de accionistas, ya sea que éstos se generen en el acto constitutivo de la Sociedad Anónima, o bien que nazcan con posterioridad al la existencia de ésta, el principio general consiste en la plena libertad en cuanto a su celebración y en cuanto a su contenido. Se aplica en la materia el clásico principio de la libertad contractual y de la autonomía de la voluntad de las personas.

Por lo señalado los límites legales a los Pactos de accionistas constituirán la excepción. Esto explica nuestra afirmación consistente en que la regulación a éstos pactos es meramente nominal o mínima.

El legislador consagró para la Sociedad Anónima Abierta “aquellas que hacen oferta pública de sus acciones en conformidad a la ley de mercado de Valores ; aquellas que tienen 500 o más accionistas y aquellas en las que a lo menos el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas” (artículo 2, inciso 2º), un principio absoluto y que consiste en que los estatutos de éstas compañías no pueden contener disposiciones que limiten la libre cesión de las acciones. A este principio se le conoce con el nombre de “Libre Cesión de las Acciones” y se encuentra contenido en el artículo 14 de la ley, en su inciso primero, que señala : “ Los estatutos de las sociedades anónimas abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de las acciones”.

La redacción del precepto es indicativo de norma prohibitiva y por lo tanto la ineficacia o sanción que afecta a una cláusula societaria o de pacto, que transgrede la norma citada, es la nulidad absoluta de la misma.

Con lo señalado un pacto de Accionistas no puede contener disposiciones ni procedimientos que signifiquen privar o desconocer el derecho de los accionistas de ceder o transferir libremente sus acciones, a título gratuito u oneroso, en cualquier tiempo a la persona que determinen. Tampoco podrían contenerse disposiciones que signifiquen entorpecer o limitar este derecho del accionista.

La razón que tuvo el legislador para establecer esta prohibición o límite, radica en que es de la esencia del título acción en la sociedad anónima abierta ser transferido, ya que es un instrumento de inversión, que debe circular libremente, elemento que se aprecia en las transacciones en los mercados secundarios, entre ellos en las Bolsas de Valores.

La ineficacia jurídica que afecta a toda disposición estatutaria o de pacto de accionistas, que amague o desconozca este principio en la sociedad anónima abierta en la nulidad absoluta de dicha cláusula.

Este principio de libre cesión de las acciones, no es aplicable a la sociedad anónima cerrada (aquella no comprendida en ningunos de los casos tipificantes de sociedad anónima abierta artículo 2, inciso 3°).

En efecto, la disposición legal citada solo es aplicable a la sociedad anónima abierta y no a la cerrada. El legislador reguló la sociedad anónima cerrada con un carácter “familiar” o con rasgos de *intuitu personae*, por ello los Estatutos o un Pacto de Accionistas podría contener reglas o procedimientos especiales, en cuanto al régimen de la cesión de acciones.

Así es de común ocurrencia que en las Sociedades Anónimas Cerradas se pacte que el accionista que desee ceder todo o parte de sus acciones, deberá ofertarlas previamente a los otros accionistas, señalando incluso un orden de prelación, estableciendo un procedimiento y plazos de caducidad de la oferta y la manera de determinar el precio unitario de la acción, bajo la modalidad de auditoría especializada o bien a valor libro.

Es necesario considerar que la posibilidad de interesar a terceros en la compra de acciones de una sociedad anónima cerrada, es muy menor o limitada, ya que sus acciones no se transan en Bolsa de Valores, ni existe un precio de mercado oficial y público. Este tipo de acción es normalmente de escasa o limitada liquidez.

4.- Regulación al Pacto de Accionistas sobre Cesión de Acciones en Sociedades Anónimas Cerradas.

Nuestra ley de sociedades anónimas, reguló el Pacto de cesión de Acciones, al establecer en el artículo 14, inciso 2° : “ Los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos se tendrán por no escritos”.

Esta norma legal es aplicable sólo a las sociedades anónimas cerradas, según explicamos anteriormente.

Estos pactos de accionistas regulatorios de la cesión de acciones, en virtud de los cuales ordinariamente, se pacta que en caso de cesión o venta de acciones

estas deberán ser ofrecidas a los otros accionistas, estableciendo un orden de prelación, plazos, formalidades de comunicación y manera de determinar el precio unitario de la acción, debe constar por escrito. Para estos efectos puede contenerse en pacto en instrumento privado o público.

Además, debe el pacto entregarse en copia a la Sociedad, con la finalidad que sea conocido por los otros accionistas y terceros interesados, anotándose en el Registro de accionistas que debe llevar el Gerente General, la existencia del mismo.

De no cumplirse con estos requisitos de publicidad para los accionistas de la Compañía, la ineficacia consiste en que se tiene por no escrito, en consecuencia no va a producir los efectos jurídicos que pretendían sus autores. Al emplear el legislador la expresión : “ Si así no se hiciera, tales pactos se tendrán por no escritos.”, ha querido significar que son inexistentes y no nulos.

Una segunda limitación en cuanto al contenido de fondo de los Pactos de accionistas, de aplicación común a la Sociedad Anónima Cerrada y Abierta, la encontramos en el artículo 39, inciso final, que establece : “ Los Directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directores restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron”.

Esta norma legal es trascendente en cuanto a su contenido, ya que en un pacto no se podrían pactar normas que sujeten a los Directores que puedan elegir los accionistas, en el sentido que éstos defiendan sólo los intereses de sus accionistas electores, proponiendo políticas societarias en esa dirección.

No podemos desconocer que los accionistas mayoritarios, los que poseen el 10 o más por ciento de la propiedad accionaria de la compañía, unidos a otros accionistas mayoritarios, pueden elegir más Directores y por lo tanto controlar la administración de la sociedad y obviamente, estos Directores van a perseguir concretar las políticas que sus accionistas electores les hayan sugerido. Por ello, las estrategias comerciales y de mercado no suelen incorporarse expresamente en los pactos y más bien se concretan a un nivel confidencial, y se concretan en la medida que se logra el control de la compañía a nivel de su Directorio, ya que como bien se sabe el o los que logran el control la sociedad la administran.

En prevención al principio consistente en que los Directores no pueden buscar proponer o desarrollar políticas que miren al exclusivo interés de los accionistas que los eligieron, el artículo 42 de la Ley de Sociedades Anónimas , en su número primero prescribe : “ Los Directores no podrán : 1) Proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social, sino sus propios intereses o los de terceros relacionados” ; dentro de los terceros interesados se encuentran comprendidos los accionistas que los eligieron el la Junta Ordinaria respectiva. Si un Director transgrede esta norma prohibitiva, realizando la conducta contraria a la norma transcrita, podría ser removido de su calidad de tal y si su actuación a causado perjuicios deberá indemnizar, conforme a lo dispuesto por el artículo 133 de la ley de Sociedades Anónimas, considerando además que los directores deben emplear en el ejercicio de su cargo el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios, respondiendo por lo tanto de culpa leve (artículo 41 Ley de Sociedades Anónimas). El problema práctico consiste en probar o acreditar en un juicio declarativo el hecho consistente en que un

Director o grupo de ellos ha transgredido la norma prohibitiva del artículo 42 N° 1 de la Ley N° 18.046.

II.- Pactos o Acuerdos de Actuación Conjunta.

La Ley de Mercado de Valores Chilena (Ley N°18.045), contiene unas definiciones básicas que consideramos relevantes para desarrollar los Pactos o Acuerdos de Accionistas de Actuación Conjunta.

Un concepto básico en el de Accionista Minoritario, que encontramos en el artículo 4 Bis, en su letra D), que establece : “ Accionista Minoritario : toda persona que por sí solo o en conjunto con otras con las que tenga acuerdo de actuación conjunta, posea menos del 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad, siempre que dicho porcentaje no le permita designar un Director”. Si esa persona por si sola o en conjunto con otras con las que tenga acuerdo de actuación conjunta, posee más del 10 % de las acciones con derecho a voto, debe ser considerado como accionista mayoritario.

Existe el deber de informar a la Superintendencia de Valores y Seguros y a cada una de las Bolsas de Valores, respecto de toda persona que por sí o a través de otras personas naturales o jurídicas, que posea o llegue a poseer el 10 % o más del capital suscrito de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en el registro de valores, respecto de toda adquisición o enajenación de acciones de esa Compañía , dentro de los cinco días siguientes al de la transacción o transacciones respectivas. Igual obligación de información recae respecto de los Directores , Gerente General y Gerentes, cualquiera sea el porcentaje de acciones de que se trate.

En EE.UU. la Ley Williams introdujo una norma general en virtud de la cual cualquier persona que directa o indirectamente, adquiera más del 5% de cualquier tipo de acciones de una S.A. que transe instrumentos en Bolsa, deberá informar tal hecho a la Securites Exchange Commision (SEC); esta información debe suministrarse aún cuando no se tenga la intención de realizar una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) o adquirir el control de la compañía.

Esta obligación de informar a la Superintendencia y Bolsas de Valores en que se transen las acciones de la Compañía, se encuentra consagrada en el artículo 12 de la Ley de Mercado de valores, y tiene por finalidad asegurar la transparencia que debe informar al Mercado de Valores. Es relevante tanto para la autoridad de control Superintendencia como para el público en general conocer quienes son los accionistas mayoritarios de una Compañía y si su estrategia es o no la toma de control de ella. Este último fenómeno influye directamente en el precio en que se transan las acciones en el mercado. Naturalmente si opera un accionista mayoritario cuyo interés es la toma de control el valor de las acciones tiende a subir en tanto concreta dicha operación bursátil y por lo tanto influye en los valores de transacción, y así mientras más cerca de concretar su política se encuentre el valor de transacción bursátil tiende a subir, hasta que concluida la operación los precios se estabilizan.

Si la toma de control se pudiese hacer, silenciosamente o de manera discreta, faltaría información esencial en el mercado, que de estar en conocimiento del público y demás accionistas, permitiría que estos últimos tomen decisiones de

venta o permanencia sin conocer el accionar que desarrolla el accionista mayoritario que pretende la toma de control.

III.- Regulación de la Toma de Control de una Sociedad Anónima Abierta.

En consideración a la importancia que reviste el fenómeno económico de la toma de control de una sociedad anónima abierta y a los intereses en juego, el legislador buscando asegurar el principio de transparencia que debe informar a todo mercado y en especial al bursátil, reguló en el Título IX de la ley de Mercado de Valores “De la Información en la obtención de Control”, en su artículo 54 el procedimiento a que deben sujetarse las personas que persigan concretar tal interés.

La transcripción del artículo resulta necesaria : “ Cuando una o más personas directamente o a través de una Sociedad Filial o Coligada pretendan obtener el control de una sociedad, sometida a la fiscalización de la Superintendencia, deberán informar previamente tal propósito al público en general. En dicha información se indicará a lo menos el precio y condiciones de la negociación a efectuarse, cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas.

Para los fines señalados en el inciso precedente se enviará comunicación escrita a la Superintendencia y a las Bolsas de Valores y, cumplido lo anterior, se publicará una aviso destacado en un diario de circulación nacional.

La adquisición de acciones sólo podrá perfeccionarse transcurridos cinco días hábiles desde la fecha en que se publique el aviso a que se refiere el inciso anterior.”.

El artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores, impone la obligación de informar al público en general el propósito de obtener el control de una Sociedad Anónima sometida a la fiscalización de la Superintendencia, cuando tal motivación o interés guía a una persona o mas personas directamente o través de una sociedad filial o coligada. Sociedad Filial y coligada se encuentran definidas en los artículos 86 y 87 de la Ley de Sociedades anónimas.

El propósito debe ser entendido como la intención y como tal si sólo pertenece a una persona natural o jurídica, permanece en su fuero interno. Si tal propósito es compartido por dos o más personas constará en un documento, que puede ser precisamente un Acuerdo de Actuación conjunta y que se encuentra también definido en el artículo 98 de la Ley de Mercado de Valores, en los siguientes términos : “Acuerdo de actuación conjunta es la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma.

“Se presumirá que existe tal acuerdo entre las siguientes personas : entre los representantes y representados, entre una persona y su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, entre entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial, y entre una sociedad y su controlador o cada uno de sus miembros.”

“La Superintendencia podrá calificar si entre dos o más personas existe acuerdo de actuación conjunta considerando entre otras circunstancias, el número de

empresas en cuya propiedad participan simultáneamente, la frecuencia de votación coincidente en la elección de Directores o designación de administradores y en los acuerdos de las juntas extraordinarias de accionistas”.

“Si en una sociedad hubiere como socios o accionistas, personas jurídicas extranjeras de cuya propiedad no haya información suficiente, se presumirá que tienen acuerdo de actuación conjunta con el otro socio o accionista, o grupo de ellos con acuerdo de actuación conjunta, que tenga la mayor participación en la propiedad de la sociedad.”.

El sentido implícito en la regulación de toma de control del artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores, lo es la los fines de velar por el principio de transparencia que informa el mercado de valores y su ámbito de aplicación es preventivo, en el sentido que regula el propósito individual o colectivo de obtener el control de una sociedad sometida a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros. Este propósito o finalidad puede ir unido a una Pacto de Actuación conjunta.

Si se omite con la formalidad establecida en el artículo 54 ya mencionado transgrediéndosele, opera la sanción general contenida en el artículo 55, que dispone que la persona que transgreda las disposiciones contenidas en la presente ley, sus normas complementarias o las normas que imparta la Superintendencia ocasionando daño a otro, está obligada a la indemnización de perjuicios, lo que no obsta a las sanciones administrativas o penales que pudieran concurrir.

IV.- Regulación y Estatus del Controlador de una Sociedad

Obtenido el propósito de toma de control que es regulado a priori de su concreción por la regla del artículo 54, surge la posición o estatus de Controlador de la Sociedad o Sociedades en la que una o más personas adquirieron propiedad accionaria.

Nuestra Ley de Mercado de Valores, en su artículo 97 establece quien es controlador de una sociedad (o sociedades) y dispone : “Es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones :

A) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los Directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades.”.

Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas, refiere a las mayorías tanto para materias de junta ordinaria como extraordinarias (artículos 56 y 57 Ley de Sociedades Anónimas) y que conforme al artículo 67 de la ley de Sociedades Anónimas requiere las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto, en los acuerdos relativos a Transformación, división y fusión de la sociedad, modificación de la sociedad si lo hubiere, la disolución anticipada, el cambio del domicilio social, la disminución de la sociedad, la aprobación de aportes y estimación de bienes no consistentes en dinero, la modificación de las facultades reservadas a la junta de accionistas o de las limitaciones a las atribuciones del Directorio, la disminución del numero de Directores, la enajenación del activo

y pasivo de la sociedad o del total de su activo, la forma de distribuir los beneficios sociales, las demás materias que señalen los estatutos, el saneamiento de la nulidad causada por vicios formales de que adolezca la constitución de la sociedad o sus modificaciones, la creación de preferencias.

Se requiere también para detentar la calidad de Controlador, elegir a la mayoría de los Directores de la Sociedad Anónima o a la mayoría de los Administradores si se trata de su a sociedad de personas.

El tema se complica si la sociedad objeto de control presenta acciones comunes y privilegiadas, ejemplo si sólo la serie “X” puede elegir Directores en mayor número que la serie “Y”, o hay distinciones de voto para ciertas materias en poder de una serie y no de la otra u otras.

Concluye el artículo 97 con la letra B), señalando cuando hay controlador disponiendo que : “B) Influir decisivamente en la administración de la sociedad”.

“Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer alguno de los poderes señalados en las letras anteriores, cada una de ellas se denominará miembro del controlador.”

“En las sociedades en comandita por acciones se entenderá que es controlador el socio gestor.”.

El artículo 99 señala cuando se está en la posición de influir decisivamente en la administración o en la gestión de la sociedad “ toda persona, o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones”...

Esta regulación tiene explicación en aquellos caso en que una serie de acciones, ejemplo serie “X”, tiene el derecho a elegir cierto número de Directores, superior a la otra serie “Y”, de tal manera que los titulares de la serie “X” pueden elegir a la mayoría del Directorio y exista entre ellos acuerdo de actuación conjunta.

Finalmente, en el artículo 96 de la Ley de Mercado de Valores, se contiene una definición de Grupo Empresarial señalando que “ es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten.”.

El legislador ejemplificó en una casuística al colocar como integrantes de un grupo empresarial a una sociedad y su controlador, típicamente una sociedad matriz y su o sus filiales, todas las sociedades que tiene un controlador común y este ultimo; y toda entidad que determine la Superintendencia según los parámetros que la norma indica en su letra C).

V. Ofertas Públicas de Adquisición y Venta de Valores

Las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones es una materia regulada en las legislaciones de países con una actividad intensa y desarrollada en cuanto al

Mercado de Valores; así se regulan las OPA en E.E.U.U., México, Brasil, Argentina y en la Comunidad Económica Europea (España e Italia entre otros), sujetándola a un régimen de control en cuanto a su generación y sanciones. En Chile no se encuentra regulada la Opa en la ley, existiendo un vacío legal, pero se estudia actualmente a nivel de Ministerio de Hacienda la elaboración de un proyecto de ley para su regulación (Información de prensa económica desde 1997 a la fecha, intensificada luego de la actuación del grupo Endesa España en la toma de control de Enersis Chile, con indicación de parte de la autoridad de seguirse de cerca el modelo de la ley de E.E.U.U.).

La Opa es una típica estrategia de negocios bursátil, cuya finalidad es la obtención del control de una Sociedad Anónima y suele colocar a dos o más accionistas mayoritarios en la posición de Grupo Empresarial (coordinado), unidos bajo la forma de Pacto de Actuación Conjunta.

El origen de la institución es anglosajón cuya denominación corresponde a "take over bids" o "tender Offer".

La Jurisprudencia de E.E.U.U. ha determinado frente a cada caso conocido en decisiones entregadas a los Tribunales, cuando se ha intervenido por agentes económicos el mercado accionario con la finalidad de obtener o tomar el control de una compañía.

La Securities Exchange Commission (SEC), ha tratado de determinar cuales son los elementos que integran una Oferta Pública de Adquisición de acciones y para estos efectos ha establecido un estándar de ocho parámetros que tipifican esta operación bursátil:

1° la amplitud con que se ha hecho o formula la oferta de compra de acciones (porcentaje de la propiedad accionaria que se pretende adquirir del público);

2° Si la oferta de compra se refiere a un % sustancial de las acciones de una compañía;

3° Si la oferta de compra se ha hecho a un sobreprecio respecto del precio de mercado de acciones;

4° Si es que los términos de la oferta de compra son firmes o mas o menos negociables;

5° Si la oferta de compra esta sujeta o condicionada a que el oferente en un tiempo predeterminado adquiera un cierto porcentaje de la propiedad;

6° si la oferta está sujeta a un tiempo predeterminado;

7° Si es que los eventuales vendedores están sujetos a un cierto tipo de presión para vender;

8° Si es que el comprador ofreció por medios públicos un cierto programa de compra.

Los Tribunales Norteamericanos han aceptado este test de ocho factores para determinar cuando se esta frente a una Opa, en la medida que concurren éstos factores en la actuación de uno o más agentes económicos.

Existe asimismo el derecho del oferente de revocar una oferta de compra si no se completa un porcentaje mínimo de la propiedad accionaria que se pretende adquirir en un tiempo prederminado.

El interés en regular las Opa surge a consecuencia de observar que tiene impacto relevante en los mercados bursátiles, la aparición de una Oferta Pública en los precios de los valores a adquirir, hecho esencial que ante una falta de informa-

ción lleva a alterar el funcionamiento del mercado, atentando a la transparencia e información que debe fluir en este sensible mercado accionario y la posible utilización de información privilegiada por los agentes que intervienen en este proceso bursátil. En esta materia quien persigue una toma de control de una Sociedad, se encuentra guiado por una estrategia de negocios, que coloca a los pequeños accionistas y a los inversionistas institucionales y a la autoridad de control en una posición de mero observador, ante la falta de regulación en nuestro sistema jurídico.

El tratadista español Rodrigo Uría, señala en su Tratado de Derecho Mercantil, que la Opa “constituye uno de los procedimientos utilizados modernamente para obtener el control de una sociedad anónima que cotice en Bolsa, o una posición relevante en la misma, mediante compra de porcentajes significativos de su capital social”.

Resulta pertinente e ilustrativo recordar la “secreta” estrategia de toma de control desplegada en Chile en 1989 por Amerop Sugar Corporation para tomar el control de Industria Azucarera de Chile S.A. (Iansa) y el conflicto suscitado con la Compañía Campos Chilenos S.A. y la agresiva estrategia desarrollada por Endesa España en 1997 para llegar a ser accionista mayoritario o de control en la Empresa Enersis Chile, cuyo giro de negocios es la estratégica actividad de producción de energía eléctrica y su importante participación en la generación y comercialización de energía eléctrica en Argentina y Perú, por su participación propietaria, a través de filiales del Holding, en empresas de esos países. Este proceso desarrollado en el segundo semestre de 1997, no estuvo exento de problemas a nivel de la propia Compañía Enersis, en la cual negociaron sus ejecutivos con el grupo Español, quienes a si vez eran importantes propietarios de sociedades propietarias de acciones en Enersis con capitalistas trabajadores de la compañía pero en posición de aportantes de capital frente a accionistas gestores “claves”.

En derecho comparado podemos citar la regulación de las Ley de Mercado de Valores de España y en los Reales Decretos de 1984, 1989 y de 26 de Julio de 1991, que ha seguido en la materia de regulación de OPAS, las directrices comunitarias (13° Directiva comunitaria en materia de Derecho de Sociedades) . Dos principios básicos inspiran ésta legislación: el deber de proporcionar por la Sociedad Oferente información amplia y contrastada, y, el respeto a la igualdad de trato de todos los accionistas de la Sociedad afectada por la OPA.

El artículo 60 de la Ley de Mercado de Valores Española, señala “que quien pretenda adquirir, en un sólo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de Valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición (obligaciones convertibles, derechos de suscripción, warrants, etc.) y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares” (Uría ob. Cit. p.583).

Se distingue a nivel de doctrina comercial entre la Opa Obligatoria y Facultativa, asignándole a la primera la calidad de irrevocable de parte del oferente y de facultativa a aquella oferta de adquisición que se encuentra condicionada a que en determinado plazo el oferente haya adquirido cierto porcentaje de la propiedad accionaria a el precio ofrecido comprar, de tal suerte que si no se cumplen las condiciones formuladas por el oferente, no se perfecciona la OPA.

Estas operaciones de toma de control vía OPA, se encuentra fiscalizada en España por la Comisión Nacional de Mercado de Valores, para los títulos con transacción en Bolsa.

La legislación española distingue la Opa Obligatoria, como “aquellas típicas ofertas dirigidas a conseguir el control de una sociedad anónima o cuando menos una situación predominante en ella, merced a la adquisición o aumento de una participación significativa en su capital social” (Rodrigo Uría, p.692) , esta clase de Opa es la única vía para obtener el control de una sociedad ya constituida. Opa voluntaria, es “aquella ofertas públicas que se promueven y formulan sin ser obligatorias, al no perseguir una participación significativa”

(Uría ob. Cit. p. 694). Opa Competidoras, “su característica principal está en que han de tener por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente y, además, han de mejorarla “bien elevando el precio o el valor de la contraprestación, ofreciendo la menos un 5 % de aquella”, aparte de que la contraprestación deba ser todo en metálico” (Uría Ob. Cit. p.694).

Finalmente, se prohíbe al insider trading la utilización de información privilegiada.

En Argentina la Ley N° 17.811 del año 1968 , Ley de Bolsas y Mercado de Valores, en su artículo 16 contiene una definición de Oferta Pública de Títulos Valores, “Se considera oferta pública la invitación que se hace a personas en general o a sectores o grupos determinados para realizar cualquier acto jurídico con títulos valores, efectuada por los emisores o por organizaciones unipersonales o sociedades dedicadas en forma exclusiva o parcial al comercio de aquéllos, por medio de ofrecimientos personales, publicaciones periódicas, transmisiones radiotelefónicas o de televisión, proyecciones cinematográficas, colocación de afiches, letreros o carteles, programas, circulares y comunicaciones impresas o cualquier otro procedimiento de difusión.”. Corresponde a la Comisión Nacional de Valores, autorizar la solicitud de oferta pública de valores, la que debe recaer en títulos valores emitidos en masa.

Conclusión.

No cabe duda que la regulación de la OPA en la ley mercantil configura una técnica limitativa del derecho fundamental de libertad económica que asiste a personas naturales y jurídicas en el mercado. El referido derecho fundamental de libertad económica consagrado en el artículo 19 N° 21 de la Constitución Política es un componente garantístico de nuestra Constitución Económica. Efectivamente, uno de los contenidos del derecho consagrado en el artículo 19 N° 21 de la Constitución es la libertad de empresa que queda sometida a una reserva legal, es decir sólo por ley formal y por normas dictadas conforme a ella es legítima la regulación de la actividad empresarial, en concreto de la societaria bursátil. Sin embargo, el Estado Regulador, que se manifiesta a través de la ley en general y de la ley mercantil en particular puede imponer limitaciones a la libertad de empresa y a todo derecho subjetivo privado conexas a ésta; tal limitación puede operar fundado en conceptos jurídicos determinados que el propio artículo 19 N° 21 señala: moral, orden público y seguridad nacional.

En la materia analizada la OPA en la ley mercantil comparada es una técnica

limitativa de la libertad de empresa y derechos subjetivos privados conexos; de suerte que tal limitación se funda en cláusulas de orden público económico, que en nuestro sistema tiene expreso reconocimiento en la Constitución de 1980.

A principios de Siglo el Decano M. Houriau definió el orden público como “el buen orden de las cosas”, preocupación del Estado en su actividad de Policía y que modernamente el Derecho Público denomina actividad reguladora u ordenadora del Estado en la Economía. Parafraseando al maestro tolosano podemos sostener que la regulación de la OPA en la ley mercantil se incerta en ese buen orden de las cosas que el orden público exige cuando se trata de la actividad económica de privados.

En consecuencia, el análisis comparatista recogido nos ilustra acerca de antecedentes válidos para que política y técnicamente el legislador asuma la tarea de colmar un vacío legal, ya que de lo contrario casos como el de Endesa - España en la toma de control de Enersis, seguirán siendo objeto de cuestionamientos y de veladas formas de pretensión de sanción, que no corresponden necesariamente a bienes jurídicos penales ligados a la transparencia del Mercado de Valores.