

PROTECCION A LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS FRENTE A LA TOMA DE CONTROL DE UNA SOCIEDAD ANONIMA ABIERTA¹

Nicolás Luco Illanes

Abogado Pontificia Universidad Católica de Chile
Ayudante de Derecho Económico

Con la dictación de la Ley 18.045 (Ley de Mercado de Valores) entró en vigor por primera vez en Chile un mecanismo específico de protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad anónima abierta. El artículo 54 de dicho cuerpo legal dispuso que las personas que pretendieran el control de una de estas sociedades debían dar un "aviso previo de toma de control". Esa es la única obligación legal que se estableció con el fin de proteger a los referidos accionistas minoritarios.

Pues bien, han transcurrido más de catorce años desde la entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Valores. Durante todo ese tiempo se ha dado formal y exacto cumplimiento a la disposición. Durante más de doce años se ha observado la fórmula, se ha satisfecho "la consigna". Es, en consecuencia, un momento razonable para hacer un alto con el objeto de revisar la eficacia del mecanismo impuesto, tanto a la luz de los objetivos planteados por el legislador, por las necesidades del mercado y especialmente de los accionistas minoritarios y de una desarrollada normativa existente en el extranjero². Y no se piense que el desafío es ocioso. Si se analiza el comportamiento de los accionistas mayoritarios en el último tiempo, la situación de los minoritarios y la actuación vacilante de los organismos fiscalizadores y los tribunales de justicia se comprobará la gran confusión existente en la materia a la vez que la necesidad de un mínimo de claridad de acuerdo a los requerimientos del mercado y la sociedad.

1. BIENES JURIDICOS PROTEGIDOS POR EL LEGISLADOR DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Con el objeto de analizar la conveniencia o inconveniencia de una solución legal determinada es indispensable establecer primeramente cuáles fueron los objetivos tanto del cuerpo legal en cuestión como de la norma específica. Veamos el primer aspecto.

A partir de mediados de la década de 1970 el mercado de valores chileno es protagonista de una fuerte expansión. El sistema legal que lo regulaba se hizo del todo insuficiente para conducir adecuadamente este desarrollo y surge la necesidad de dictar una ley que regulara las sociedades anónimas (18.046) y otra que regulara el mercado de capitales (18.045). "Las nuevas leyes sobre

¹En el presente trabajo se hablará de "sociedad anónima abierta" para designar a todas aquellas sociedades sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros.

²Especialmente importantes son las legislaciones norteamericana, inglesa y española.

mercado de valores y sociedades anónimas, puestas en vigencia recientemente —decía don Arsenio Molina, Superintendente de Valores y Seguros a la época—, tienen como objetivos principales desarrollar un mercado fuerte y eficiente, creando una mayor competencia, con fuentes de inversión para los ahorrantes distintas al sistema bancario³. Por su parte, el Mensaje del proyecto de la Ley 18.045 reiteraba estos objetivos y enfatizaba que “*debe tender a alentar la confianza de los inversionistas en el mercado de capitales y a fomentar la inversión en los instrumentos de ese mercado*”. Esto último es esencial, la ley buscaba diversificar las fuentes de financiamiento a través de la incorporación de los pequeños inversionistas al mercado. En este sentido, la ley debe garantizar el acceso a todos los instrumentos de inversión, hacer factible y real ese acceso, darle promoción, permitir el pleno ejercicio de las facultades que la tenencia de esos títulos importa, asegurando, sobre todo, el derecho a disponer libremente de los mismos a un precio justo.

Una ley de mercado de valores no puede sino tender a crear o permitir la creación de mercados de capitales perfectos, entendiéndose por éstos aquellos plenamente informados, con entes económicos capaces de evaluar el riesgo y que tienden a desarrollar una conducta utilitaria maximizadora. Los “mercados de capitales perfectos” son imposibles de alcanzar. Por eso la Ley de Mercado de Valores definía las características que deberían tener los mercados. En el proyecto original se explicitaban en el inciso 2° del artículo segundo los objetivos de la ley: lograr “mercados equitativos, ordenados y transparentes”. No obstante haber sido eliminado el respectivo inciso por ser una mera declaración de principios, son justamente esos los bienes jurídicos protegidos por la normativa en estudio:

- a) mercados equitativos son aquellos que permiten un trato justo y no discriminatorio a todos los inversionistas por igual, no importando la capacidad económica específica ni la situación de privilegio en que se encuentre un determinado agente. Para cumplir este objetivo, las normas que lo regulen deberán ser especialmente eficientes en el planteamiento de la situación fáctica que regulen, en la solución que entreguen y en su aplicación práctica. De no ser así la norma no permitirá obtener un trato equitativo y además entrabará innecesariamente el libre juego de los agentes económicos.
- b) mercados ordenados suponemos⁴ que son aquellos en que cada agente cumple acabadamente y eficientemente el rol que dicho mercado le asigna.
- c) mercados transparentes son aquellos en que las capacidades, posiciones y actuaciones de los diversos agentes son conocidas en forma suficiente, veraz y oportuna. La información⁵ tiene por objeto permitir una acertada toma de decisiones por todos los inversionistas, especialmente de los pequeños, que se encuentran en una natural situación de desventaja. Es sumamente importante, antes de seguir adelante, entender que una de las características de la información que la ley busca es la información

³ Diario La Segunda, 5 de noviembre de 1981, página 14.

⁴ Decimos “suponemos” porque el sentido natural y obvio de orden es la adecuada disposición de los medios al fin, en consecuencia, el orden mal puede ser un objetivo de una norma sino su medio para alcanzar el real objetivo.

⁵ No es necesario reclamar la importancia que la ley da a la información, desde ya, basta la simple lectura de los artículos 8, 9, 10, 11, 12, 13, 17, 26, 32, 43, 54 y 65.

“relevante”, esto es, “aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones de inversión” (artículo 9° de la ley). En consecuencia, la entrega de información sólo se exige en cuanto ésta permita tomar decisiones acertadas a los agentes. Sin embargo, la ley en muchos casos, como en el artículo 12, exige la entrega de información a partir de la existencia de un supuesto fáctico formal determinado, sin importar si la información es o no relevante. Sin perjuicio de ello, la “relevancia” de la información será un importante criterio al momento de analizar la justificación de las normas específicas de la ley. Terminemos el punto con las palabras de don Arsenio Molina en un seminario de análisis de la nueva ley en el año 1981: “obviamente (la información) debe compatibilizarse con los costos de generarla y con la posibilidad que tienen los usuarios de ella de poder utilizarla realmente, es decir, aquí hay que hacer un análisis costo-beneficio.”

2. LA TOMA DE CONTROL DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS ABIERTAS

La Ley de Mercado de Valores no ha definido el “control”. La doctrina extranjera lo ha conceptualizado como “el acto por el cual un accionista conquista la posibilidad de ocupar la mayoría de los asientos en el directorio de la sociedad”, o “el acto por el cual un accionista se hace poseedor del derecho de determinar la administración de los recursos sociales”⁶. Se hace necesario establecer qué entendemos por “control” en nuestra legislación, ya que el control es uno de los supuestos fundamentales del artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores que estudiaremos más adelante.

Originalmente la Ley 18.045 no contenía ninguna disposición especial que definiera lo que se entendía por “control”. De aquí que sólo pudiera entenderse éste como la adquisición del 50% más una de las acciones de la respectiva sociedad.

Ahora bien, después de seis años de vigencia de la ley, se le incorporó, por la Ley 18.660, un Título XV que se llamó “De los Grupos Empresariales, de los Controladores y de las Personas Relacionadas”, título que tenía por objeto —después de la crisis de 1983— dejar en evidencia y regular los vínculos, muchas veces ocultos o intangibles entre las distintas personas que actuaban agrupadamente.

Este nuevo título, en su artículo 97 definió lo que se entendía por “controlador”: “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 (de una sociedad) 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 a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades, o
- b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.”

⁶ MICHAEL C. JANSEN & RICHARD S. RUBACK, “The Market for Corporate Control, The Scientific Evidence”, artículo publicado en “Journal of Financial Economics”, Volúmen 11, Abril de 1983, página 5.

Por su parte el artículo 99 explica este último concepto: "*Se entenderá que influye decisivamente en la administración o en la gestión 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, 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, con las siguientes excepciones:*

- a) *Que exista otra persona, u otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que controle, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, un porcentaje igual o mayor;*
- b) *Que no controle directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas más del 40% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones, y que simultáneamente el porcentaje controlado sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital (...).*
- c) *Cuando así lo determine la Superintendencia en consideración de la distribución y dispersión de la propiedad de la sociedad."*

De un análisis de ambas disposiciones se concluye rápidamente que para los efectos del Título XV, para ser controlador no es necesario tener el 50% más una de las acciones (artículo 97 letra a) sino que basta con influir decisivamente en la administración de la sociedad (artículo 97 letra b), para lo cual basta un 25% de las acciones en ciertos casos de acuerdo al artículo 99).

Para algunos, incluyendo a la Superintendencia de Valores y Seguros, el concepto de controlador de los artículos 97 y 99 (Título XV) es plenamente aplicable al artículo 54 que veremos más adelante, el cual habla de la "toma de control" de un agente por otro. Así, en algunos casos, se entenderá que pretende tomar control de una sociedad aquel que tenga la intención de adquirir un paquete accionario de 25%. Sin embargo, para otros, los conceptos no son en absoluto asimilables. Desde ya, el concepto de controlador que da el artículo 97 sigue a una definición que el artículo 96 hace de "grupo empresarial", definición en la que se utiliza el concepto de "controlador". La ley 18.660 define "grupo empresarial" para denotar la actuación de varias empresas guiadas por intereses comunes (intereses comunes, no dependencia absoluta). Este concepto se crea para, con fines de fiscalización, dejar en evidencia los muchas veces sutiles, velados y rápidamente cambiantes vínculos entre empresas. En este contexto, "controlador" es algo distinto a la toma de control en que una empresa "cambia de dueño" y lo que se pretende es proteger a los pequeños accionistas frente a esta modificación de las circunstancias (artículo 54, Título IX).

En todo caso, el punto no es claro y convendría que el legislador lo precisara fijando porcentajes tal vez inferiores a los de 50% pero, en todo caso, superiores a los del artículo 99⁷.

⁷ Es obvio que no es necesario proteger a los accionistas minoritarios frente a una adquisición de un paquete accionario de 25%.

3. LA INFORMACION EN LA TOMA DE CONTROL

Previo a un análisis más detallado de la disposición del artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores, es necesario analizarla brevemente en este punto.

Dicho artículo expresa que *"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 un aviso destacado en un diario de circulación nacional.

La adquisición de las acciones sólo podrá perfeccionarse transcurridos cinco días hábiles desde la fecha en que se publique el aviso a que se refiere el artículo (sic) anterior."

En consecuencia, cada vez que una persona pretenda adquirir un paquete accionario que lo convierta en controlador de una sociedad anónima abierta deberá dar un aviso previo de control. Esta obligación, a diferencia de otros sistemas legales, afecta tanto a las adquisiciones públicas como privadas. Pero lo más característico de este aviso es su carácter de previo. No hay que olvidar que la misma Ley de Mercado de Valores, en su artículo 12, obliga a ciertas personas a entregar información acerca de su participación accionaria, pero dicha información se entrega con posterioridad a la adquisición: *"Las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en el Registro de Valores, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, y los directores, gerente general y gerentes, en su caso, de dichas sociedades cualquiera sea el número de acciones que posean, deberán informar a la Superintendencia y cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición o enajenación de acciones que efectúen de esa sociedad, dentro de los cinco días siguientes al de la transacción o transacciones respectivas."* En consecuencia, lo que diferencia a ambas informaciones es si se informa o no al público en general y el momento en que se informa. Los motivos los veremos más adelante.

4. EFECTOS ECONOMICOS DEL PROCESO DE TOMA DE CONTROL

Es absolutamente imprescindible, para determinar si la legislación debe fomentar o desincentivar un fenómeno económico, observar con mínima detención cuáles son los efectos económicos de dicho fenómeno. Al respecto, la doctrina económica chilena adolece de una pasividad casi absoluta. Para la doctrina jurídica, el problema no existe.

Veamos en primer lugar cuáles son las razones que pueden llevar a un agente económico a pretender el control de una empresa-sociedad.

Al parecer, la razón dominante del inversionista "pretendiente" será la convicción de que el actual precio de la sociedad a adquirir (o sociedad objetivo)

corresponde a una "estimación por debajo del precio real de la sociedad"⁸. En este caso la ganancia que busca este inversionista se producirá al dejar en evidencia, con posterioridad a la adquisición, el real valor de la sociedad como resultado de un máximo desarrollo de sus potencialidades. Ahora bien, el precio de la sociedad puede estar subvaluado como consecuencia de tres factores identificables:

- administración ineficiente de la sociedad: En la medida que los mercados sean eficientes, una administración que no alcance niveles óptimos va a reflejarse en una reducción del precio de las acciones, ya que la esperanza de futuros flujos de utilidades va a ser menor. La administración actual denota grados de ineficiencia tales que si nuestro adquirente se hiciera cargo de la administración —personalmente o a través de terceros— el precio de la sociedad aumentaría como consecuencia de un manejo más eficiente de la empresa.
- mayor valor de los activos: Algunas veces, el valor estimado de la simple liquidación de los activos de la empresa supera el valor de mercado de la sociedad. Lo anterior es un factor importante, pese a los "anticuerpos" que genera la paralización de las actividades productivas de la empresa.
- optimización de los resultados derivado de los aportes que haga el adquirente: Esto ocurre generalmente cuando el adquirente es una empresa que subutiliza factores de la producción que pueden ser empleados en forma óptima en conjunto con la otra empresa. Dichos factores pueden ser tanto activos físicos como intangibles. Por otro lado, el adquirente puede tener en vista la integración, ya sea vertical u horizontal, con la empresa objetivo, de lo cual pueden verificarse perjuicios para la libre competencia, aspecto que excede los límites de este trabajo, pero respecto del cual hacemos la correspondiente prevención.

Revisemos ahora los eventuales efectos económicos negativos de la toma de control de sociedades: No parece muy difícil elaborar un listado de estos elementos negativos pues el fenómeno goza de las más ácidas críticas⁹:

- a) "explotación" de la sociedad adquirida: la principal crítica al proceso es que éste se sostiene en la liquidación o reestructuración de una empresa, de lo cual se originan cierres de plantas, despidos de personal, el término de una relación establecida entre la empresa y la comunidad circundante que se manifestaba en una serie de beneficios económicos y sociales, etcétera.

En relación a este punto habría que señalar en primer lugar que para realizar todas estas operaciones se requiere un grado de participación social bastante elevado, por lo tanto estas consecuencias no se producen con excesiva frecuencia. Además, se pueden tomar medidas —distintas de desincentivar la toma de control— que protejan a la comunidad local. De todos modos, creemos que en todos los casos que la liquidación o rees-

⁸ Sin embargo, existen otras motivaciones menores pero no menos importantes, a saber: una política de diversificación de actividades o razones financieras o tributarias.

⁹ En los Estados Unidos de América, quienes toman el control de estas sociedades son llamados "Corporate Raiders", corsarios de sociedades.

tructuración ocurre, ello corresponderá efectivamente a una empresa que está funcionando mal y que, en consecuencia, conviene a la sociedad una utilización más racional de los factores y con ello una mejor asignación de los recursos. Pensar lo contrario implicaría que el adquirente no opta por la alternativa de mayor utilidad personal, lo cual no nos es permitido concluir, ya que partimos del supuesto que los agentes económicos tienen una conducta utilitaria maximizadora.

- b) limitaciones a la libre competencia: como ya dijimos anteriormente, generalmente pueden producirse alteraciones a la libre competencia, tema respecto del cual existen cuerpos normativos más o menos eficientes en cada país, pero que escapa a este trabajo.
- c) eliminación de planes de inversión a largo plazo: los críticos señalan que la nueva administración de la sociedad estará orientada a obtener el máximo de rentabilidad en el menor tiempo posible y así justificar la inversión. Lo anterior elimina toda posibilidad de proyectos de inversión a largo plazo, disminuyéndose, por ejemplo, los gastos en desarrollo e inversión. A pesar de que la crítica parece justificable, las investigaciones¹⁰ demuestran que el efecto señalado no se ha producido en la práctica, ya que los precios en bolsa reaccionan a la baja con el anuncio de tales disminuciones de planes —y viceversa—, y ello no conviene al adquirente.
- d) mayor propensión a distribuir dividendos en las empresas con mayor concentración accionaria: El proceso de toma de control trae como inevitable consecuencia una mayor concentración accionaria. Según estudios recientes de la Superintendencia de Valores y Seguros¹¹, en las empresas con mayor concentración accionaria se observa una tendencia más pronunciada a repartir utilidades en desmedro de la reinversión de las mismas. El grupo de empresas con poder desconcentrado reparte utilidades en un promedio de 68% y el grupo más concentrado lo hace en un 80% de las utilidades.
- e) otras formas de lograr una administración más eficiente: La toma de control es, según sus críticos, una “costosa forma de lograr una administración más eficiente” ya que involucra un alto costo en sobreprecio de adquisición de acciones, comisiones, avisaje, abogados y otros conceptos que parecen excesivos en consideración al objetivo.

Veamos, por otro lado, los *eventuales efectos económicos positivos del proceso de toma de control de una sociedad anónima abierta*, los cuales están íntimamente ligados a los elementos que incentivaron al inversionista a adquirir el control:

- a) mejor administración de la empresa: Ya lo dijimos anteriormente, en la medida en que los mercados sean eficientes, una mala administración provocará una baja en el precio de las acciones de la sociedad respectiva, precio que puede verse aumentado si se mejora la administración a través de un cambio en el directorio. El inversionista busca

¹⁰ Investigaciones citadas en “Ferrari’s Company Law”, J.H. Ferrari y otros, Tercera Edición, Butterworth & Co. Publishers, Londres, 1991, página 607.

¹¹ Superintendencia de Valores y Seguros, “Revista de Valores”, 1990.

umentar el precio de las acciones, así justifica su inversión y produce una mejor asignación de recursos. La "mano invisible", de Adam Smith.

- b) beneficios para los accionistas de la empresa cuyo control se adquiere: La organización y actividad de una empresa tiene como primer objetivo la utilidad para sus dueños o accionistas. De aquí la importancia de este punto para determinar la justificación del fenómeno.

El criterio utilizado para medir los resultados es el precio en bolsa de las acciones de la sociedad, calculado sobre "retornos anormales"¹².

Un estudio realizado por Michael Bradley, Anad Desai y Han Kim, profesores de la Universidad de Michigan¹³, llegó a la conclusión que las tomas de control exitosas incrementan los retornos netos de los accionistas de las sociedades adquirentes y adquiridas en un promedio combinado de 10,5%. Respecto de los accionistas que venden sus acciones al adquirente, obtienen en promedio un sobreprecio de un 47% sobre el precio de mercado de sus acciones. El resto de los accionistas obtuvieron retornos anormales de un 30%. Por otro lado, la sociedad adquirente obtuvo retornos anormales en el valor de sus acciones de un 3%¹⁴. Ahora bien, si existen varios pretendientes de la sociedad-objetivo, los incrementos aumentan considerablemente. Finalmente, los retornos disminuyen si el directorio de la sociedad pretendida realiza maniobras para impedir la toma de control.

En consecuencia, la toma de control no es un simple "cambio de manos", sino que incrementa el producto neto de la economía a través de una mejor asignación de recursos.

- c) mejor asignación de recursos: La mejor asignación de recursos se produce por la implementación de economías de escala, una mejor distribución de los costos, la adopción de una tecnología de producción u organización más eficiente, la utilización de técnicos o administradores de la empresa adquirente y la disminución de costos a través del uso en común de los activos de la empresa. En resumen, los activos de la empresa son utilizados en fines socioeconómicos más productivos.
- d) efecto ejemplificador: Se puede sostener que la existencia de un eficiente "mercado por el control societario" plantea una "saludable amenaza" para los distintos órganos de administración de una sociedad. La percepción del entorno acerca de la marcha de una empresa atraerá a quienes pretendan obtener ganancias si no se mejora la administración.

¹² Se utiliza el precio en bolsa y no las utilidades repartidas porque los primeros "miran hacia adelante" (corresponde a la esperanza en futuros flujos de utilidades) y los segundos sólo corresponden a los resultados de una situación temporal determinada del pasado.

Por otro lado, los "retornos anormales" se obtienen de restar al aumento del valor de la acción en estudio, el aumento normal o esperado del sistema general accionario, esto es, los aumentos o retornos normales.

¹³ Michael Bradley, "The Economic Consequences of Mergers and Tender Offers", artículo que integra el libro "The Revolution in Corporate Finance", *op. cit.*

¹⁴ La utilidad existe y ello es positivo. Ahora, la menor utilidad se produce por el tamaño comparativo de las dos empresas. Generalmente la adquirente es una empresa de mucho mayor tamaño, con lo cual la incidencia de la adquisición en su precio en bolsa es menor.

De todo lo anterior podemos sostener, sin temor a equivocarnos, que el fenómeno de toma de control de las empresas o sociedades anónimas abiertas es algo positivo y que no debe ser desincentivado en sí mismo.

5. LEGISLACION EXTRANJERA SOBRE LA MATERIA

La Ley de Mercado de Valores reconoce entre sus fuentes las legislaciones norteamericana e inglesa. También será interesante analizar una legislación posterior a nuestra ley, como la española.

§1. *Legislación de los Estados Unidos de América*

En la actual legislación norteamericana, una persona puede obtener el control de una empresa a través de tres mecanismos: la fusión de una empresa con otra (que se acuerda entre ambos directorios con la aprobación de los accionistas de ambas sociedades), la compra directa a los accionistas de un paquete mayoritario (en la que se actúa con prescindencia del directorio; pero si se cuenta con su aprobación se llama "toma de control amigable", en caso contrario, "toma de control hostil") o las "luchas de votos", en las cuales un grupo, hasta entonces minoritario, logra obtener el control del directorio de parte del resto de los accionistas en votación.

En este análisis detendremos nuestra atención en las tomas de control mediante la adquisición de acciones, materia regulada por la "Williams Act" de 1968. Este cuerpo legal tiene como principal objetivo la protección a los accionistas minoritarios, objetivo coincidente con el artículo 54 de nuestra ley. Esto se logra a través de la eliminación del elemento "presión" sobre estos accionistas, de manera de lograr un trato equitativo con los mayoritarios.

Existen dos formas mediante las cuales un pretendiente puede desarrollar un plan de adquisición sobre la sociedad-objetivo:

- a) *adquisiciones privadas o adquisiciones en bolsa*: En general, en estos tipos de adquisiciones no existe elemento alguno de presión que perjudique al accionista minoritario. El accionista minoritario puede vender o no libremente, de acuerdo a su análisis de mercado. Lo mismo sucede si, secretamente, se pretende tomar el control de la sociedad: el eventual vendedor va a conducirse con total libertad, no hay nada que lo obligue a vender. En consecuencia, la única obligación que se impone al adquirente (Sección 13D) es la de informar a la Stock Exchange Commission (SEC) de toda adquisición que supere el 5% del total de acciones de la sociedad-objetivo, exista o no propósito de control (pero debe informar si existe o no este propósito), dentro de los diez días siguientes a la adquisición. Como se ve, es algo muy parecido a nuestro artículo 12.
- b) *adquisiciones públicas o "tender offers"*: Los textos definen *tender offer* como una "oferta a los accionistas de una sociedad abierta de compra de sus acciones mediante efectivo o valores a un precio superior al promedio de mercado"¹⁵. Las características de estas adquisiciones son

¹⁵ "Corporations", Steven Emmanuel, Harvard Law School, Boston, 1989, página 364.

su carácter público, sorpresivo, generalmente contrario a la voluntad del directorio de la sociedad, de todo lo cual resulta una fuerte presión sobre los accionistas minoritarios para la venta de sus acciones. Estos, dado su bajo poder, se ven envueltos en un proceso en el cual o venden inmediatamente a un precio menor del de mercado o se quedan con sus acciones, pero sin influencia en el manejo de la empresa en un futuro cercano.

En caso que una determinada oferta sea calificada de *tender offer*, se caerá en la regulación de la "Williams Act"¹⁶:

- a) obligación de informar: acerca de los mismos puntos de la Sección 13D ya vista, más los siguientes (Sección 14D):
- si tiene planes de venta de parte importante del activo de la sociedad, cambios en el directorio, etcétera. Esto es necesario para que los accionistas tomen en forma informada la decisión de si vender o no.
 - su propio estado financiero, lo cual es importante si un saldo del precio de las acciones se pagará a plazo.

La información debe enviarse a la SEC, a la sociedad pretendida, a cualquier otra persona que pretenda adquirir el dominio de la sociedad y a todas las bolsas de valores donde se transen acciones de la sociedad. Usualmente se admite como medio eficiente de difusión de la información la publicación de avisos en un periódico, donde se expresen las condiciones fundamentales de la oferta: precio, porcentaje mínimo y máximo de acciones demandadas, el propósito del adquirente, etcétera.

Esta información no es una "carga" sobre el adquirente sino que ella justamente constituye su oferta, es mediante estos avisos que debe darla a conocer. El propósito de la "Williams Act" no es ni alentar ni desincentivar las *tender offers*, sino que "asegurarse que información veraz y completa sea entregada a los accionistas de la sociedad a adquirir.

La información debe difundirse en la "fecha del comienzo de la oferta" (ya que ella es la oferta misma). Esta fecha puede considerarse poco precisa, pero como se obliga a mantener la oferta vigente por un mínimo de 20 días, al adquirente le conviene "fijar" cuanto antes y de la manera más precisa posible el comienzo del proceso de oferta.

- b) obligaciones en relación al contenido y modalidades de la oferta: Tienen el mismo objeto de eliminar la presión:
- derecho a retiro de la aceptación mientras la oferta esté vigente: con el objeto de permitir a los administradores y otros pretendientes reaccionar realizando una mejor oferta sobre las acciones, proposición que no podría ser aceptada por los accionistas si la aceptación fuera definitiva.
 - "regla prorrata": en el caso que la oferta sea por un porcentaje limitado de acciones y se ha aceptado la oferta por un porcentaje superior, el adquirente es obligado a comprar a todos los aceptantes a prorrata, sin atención al orden de aceptación. Lo anterior tiene como objeto evitar, en

¹⁶ En caso negativo, sólo se caerá en la regulación de la Sección 13D antes explicada.

las ofertas de porcentajes limitados, que los accionistas se vean obligados a aceptar rápidamente bajo la amenaza de que su aceptación sea extemporánea.

- regla del mejor precio: el adquirente debe pagar a todos los accionistas por igual el mayor precio ofrecido a cualquiera de ellos.
 - regla de la vigencia mínima de la oferta: 20 días desde su inicio, con el objeto de permitir una reacción seria e informada de los accionistas.
- c) norma antifraude: La Sección 14E de la "Williams Act" prohíbe "hacer cualquier declaración falsa de un hecho material u omitir cualquier constatación de un hecho material necesario para las informaciones que se obliga a entregar, de acuerdo a las circunstancias en que se hagan o ejercer cualquier acto o práctica fraudulento, engañoso o manipulador".

Sanciones en el caso de infracción a estas normas: En el caso que se informe imperfectamente o no se informe a la SEC de una adquisición simple superior al 5% (Sección 13D) las sanciones pueden ser:

- a) administrativas: la SEC puede obligar al adquirente rebelde a cumplir su obligación correctamente, o
- b) civiles: cualquier persona perjudicada podría reclamar la indemnización de los perjuicios, sin embargo los tribunales han dicho que "*no existe un interés privado involucrado que permita accionar por perjuicios bajo la sección 13D*".

En el caso que no se haya dado cumplimiento a la obligación de informar impuesta en la Sección 14D (*tender offers*) en los términos establecidos en la norma antifraude (Sección 14E) (es decir, deben darse copulativamente ambas infracciones), las sanciones pueden ser:

- a) indemnización de los perjuicios por cualquier perjudicado.
- b) cumplimiento forzado: cualquier persona podrá obtener de los tribunales una orden para impedir que se consuma la adquisición mientras no se dé cumplimiento a la obligación.

Legislación estatal sobre las tender offers: A partir de 1980 diversos Estados han dictado "Estatutos Antitoma de Control", que tienen por objeto impedir o hacer más gravosa para el adquirente la toma de control. Esta táctica se ha adoptado por diversas presiones de grupos de intereses particulares y ha sido criticada duramente por la SEC, aunque ha contado con la aprobación de la Corte Suprema.

Maniobras defensivas: Paralelamente los directorios de las sociedades pretendidas han puesto en práctica una serie de maniobras para "defeder" a la empresa y sus puestos¹⁷. La aceptación de estas maniobras por la doctrina y jurisprudencia puede parecer injustificada, pero es entendible si se comprende el

¹⁷ Entre ellas se encuentran las *poison pills* (para asegurar negativas consecuencias para el adquirente en caso que logre la adquisición), acciones judiciales contra el adquirente para dilatar la adquisición, la utilización de un tercero (palo blanco) que presente una mejor oferta, adquisición de sus acciones por la misma empresa, etcétera.

papel del directorio en la sociedad anónima norteamericana, donde se la ha dotado de altos niveles de autonomía e independencia frente a los accionistas. Sin embargo, en los últimos tiempos los inversionistas institucionales han comenzado una lucha contra estos directorios y las "maniobras defensivas", defendiendo los "derechos del accionista".

§2. Legislación británica

La legislación británica omite voluntariamente una regulación sobre la materia dejando espacio a la autorregulación por los propios agentes del mercado financiero, quienes han dictado el "*City Code on Takeovers and Mergers*". La fiscalización de su cumplimiento está a cargo de un cuerpo colegiado llamado "*Panel*", originado en los mismo agentes.

Existen en el *City Code* dos principios fundamentales:

1º) Todos los accionistas de la misma clase deben ser tratados en la misma forma por el adquirente. Este principio es el mismo de la "Williams Act" y una de sus principales consecuencias es la regla del mejor precio, que vimos anteriormente.

2º) Todo accionista tiene derecho a vender sus acciones si el control de la compañía se establece o cambia: para el *City Code* el control de la compañía se establece al adquirir un accionista un 30% de las acciones. Se trata de una modificación de las circunstancias de tal entidad para los accionistas que se les autoriza para retirarse. Quien debe adquirir las acciones es el adquirente del control. Por lo tanto, por regla general, las ofertas deben ser por el total de las acciones de la sociedad. Sólo se aceptan ofertas parciales con el consentimiento del *Panel* en casos específicos. En conclusión:

Mientras un accionista tenga menos del 30% no hay consecuencia alguna. Una vez que llega al 30% está obligado a hacer una oferta general por el total de las acciones. Si un accionista ya poseía un 30% de las acciones, pero menos del 50%, deberá realizar una oferta general cada vez que incremente su participación en un porcentaje superior al 2% dentro de un período de 12 meses. Si un accionista ya posee un 50% no está obligado a plantear ofertas después de sus nuevas adquisiciones, ya que acá no hay cambio de circunstancias.

El *City Code* contiene toda una precisa y compleja normativa que establece una tabla de días para el proceso de la oferta, la cual tiene por objeto eliminar el elemento presión sobre los accionistas minoritarios. El proceso comienza con el envío del documento mediante el cual se hace la oferta y debe mantenerse durante 21 días.

Adquisiciones secretas: Cada vez que una persona alcanza una participación de un 3% del total de la sociedad, y cada vez que adquiera más de un 1% por sobre dicho porcentaje, deberá informar de dicha adquisición dentro de los dos días siguientes. Algo muy parecido a nuestro artículo 12 de la Ley de Mercado de Valores.

Adquisiciones sorpresivas de un considerable número de acciones:

- a) Si se trata de una adquisición que supera el 30% se aplica la normativa ya vista, que obliga a hacer una oferta por el total de las acciones.
- b) Si se trata de una adquisición por un monto inferior al 30%, el *City Code* no establece norma alguna, pero sí lo hacen las "*Reglas para las Adquisicio-*

nes Sustanciales de Acciones”, en virtud de las cuales nadie puede, dentro de un período de siete días, adquirir más de un 10% de las acciones de una sociedad abierta si en virtud de dicha adquisición llega a tener más de un 15% de las acciones, a menos que cumpla alguna de las siguientes condiciones:

- que el adquirente se comprometa a hacer una oferta por el total de las acciones y dicha oferta sea recomendada por el directorio de la sociedad-objetivo.
- que la adquisición la haga un solo accionista y sea su única adquisición dentro de los siete días.
- que la adquisición se someta a las reglas de las *tender offers*, estas son: el adquirente debe dar noticia de la oferta mediante la publicación de un aviso en dos periódicos nacionales. El aviso debe contener, entre otras materias, el máximo de acciones a comprar, el precio ofrecido, el día de cierre de la oferta –que no puede ser inferior a siete días desde la oferta–. Si la oferta es aceptada por un número de accionistas superior al ofrecido, se adquirirán sus acciones a prorrata.

Papel del directorio: El papel del directorio de la sociedad pretendida es muy diverso del desempeñado por el directorio norteamericano. El *City Code* le ordena actuar en forma independiente, de buena fe y en el mayor provecho de la sociedad y sus accionistas. El directorio debe contratar un estudio independiente y competente acerca de la oferta.

Maniobras defensivas: Estas sólo pueden ser tomadas con el consentimiento de la junta de accionistas.

§3. Legislación española

La legislación española es posterior a la Ley 18.045, en consecuencia, mal puede haber sido antecedente de ésta. Sin embargo es de utilidad revisar cómo ella recoge los mismos principios de las legislaciones británica y norteamericana.

Existe un mecanismo legal mediante el cual se puede formular una “Oferta Pública de Adquisición de Valores Mobiliarios” (OPA) que es, al igual que en Estados Unidos e Inglaterra, un mecanismo público de adquisición inmediata del paquete controlador, en virtud del cual se hace una oferta a todos los accionistas por la compra de sus acciones a un precio igualitario. Paralelamente, para el caso de adquisiciones privadas se contempla un mecanismo parecido a nuestro actual artículo 12 de entrega de información con posterioridad a la adquisición.

Según la doctrina española “*Los principios inspiradores de este conjunto normativo se centran, en lo esencial, en la protección de los socios de la sociedad cuyo control se pretende adquirir (los accionistas minoritarios). En particular, las reglas referidas a la OPA aparecen fundadas en dos ideas cardinales: en primer lugar, la necesidad de difundir una información amplia y general sobre las condiciones de realización de la OPA, con la finalidad de proporcionar a los socios de la sociedad afectada los elementos necesarios para su aceptación o rechazo, y, en segundo lugar, el establecimiento de un estricto principio de igualdad de trato de todos los socios ante la OPA, que les garantice la participación equitativa de todos ellos en el precio del control*”

fijado por el oferente.¹⁸ Resalta a la vista la concordancia con todo lo anteriormente tratado.

6. HISTORIA LEGISLATIVA Y OBJETIVOS DEL ARTICULO 54 DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

En el Derecho chileno es el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores el que regula específicamente la toma de control de las sociedades anónimas abiertas. El texto original del artículo 49 (posterior artículo 54), de acuerdo al mensaje del Presidente de la República, establecía que *“Cuando un comprador o grupo de compradores desee obtener control de una sociedad bajo jurisdicción de la Superintendencia, ya sea que las transacciones propuestas se lleven a cabo en el mercado de valores o a través de negociaciones privadas, el comprador o compradores y el vendedor o vendedores deberán garantizar un trato equitativo a los accionistas minoritarios, a través de ofertas de compra de la totalidad o parte de sus acciones, de compra prorrateada u otros medios adecuados a las circunstancias, y deberán observar las normas y procedimientos uniformes de carácter general que establezca la Superintendencia.*

Dichas normas y procedimientos no podrán diseñarse de modo de frustrar la intención propuesta de control, sino únicamente para asegurar la divulgación completa de información en forma oportuna y mantener un tratamiento justo y equitativo para los accionistas minoritarios por parte de la persona que busca obtener el control”.

En resumen, se debía tratar de una normativa que emanara de la Superintendencia de Valores y Seguros, normativa cuyo fin sería asegurar *“un tratamiento justo y equitativo para los accionistas minoritarios por parte de la persona que busca obtener el control”.* Este fin se reiteraba en el mensaje¹⁹. Pues bien, la concordancia del artículo 49 con las legislaciones norteamericana e inglesa es clara y no amerita mayor explicación.

Un informe preparado para la Junta de Gobierno explicaba que *“estudios efectuados por la Superintendencia durante la elaboración del presente proyecto de ley revelan que los traspasos del control de las empresas se hacen en Chile por lo general en forma privada, mediante acuerdos directos entre comprador y vendedor del paquete mayoritario. La masa de accionistas minoritarios queda habitualmente marginada no sólo de los sobreprecios que afectan al precio de las acciones transferidas sino incluso del conocimiento de que se ha efectuado un cambio de los propietarios más importantes”.*

Sin embargo, la redacción propuesta fue modificada por la Comisión Conjunta encargada de estudiar el proyecto *“a fin de proteger debidamente a*

¹⁸ JOSÉ MIGUEL EMBID IRUJO, *“Medidas de Defensa de una Sociedad Mercantil Frente a una Acción Exterior de Obtención de su Control”*, texto de la conferencia pronunciada por el autor en el IV Seminario de Estudios Empresariales Europeos, celebrado el 10 de setiembre de 1991, página 537.

¹⁹ Al respecto señalaba en un acápite especial que: *“Siendo una de las obligaciones de la ley asegurar mercados justos, que den trato equitativo a todos los inversionistas, la ley regula la obtención de control de una empresa. De este modo, se establece que cada vez que una persona o grupo de personas adquiera una proporción de capital social de una empresa que les permita obtener el control de dicha empresa, esas personas deberán asegurar la utilización de métodos que den un trato justo a todos los accionistas, especialmente a los accionistas minoritarios de la empresa”.*

los minoritarios en lo que dice relación con el precio y condiciones de las negociaciones tendientes a la obtención de control". Señala asimismo que el propósito sigue siendo "arbitrar las medidas necesarias para garantizar un trato equitativo a los accionistas minoritarios"²⁰. Esta nueva redacción fue la definitiva y actual artículo 54.

Resulta difícil saber con certeza lo que impulsó a la Comisión Conjunta a realizar la modificación. Quizás un ánimo de "simplificar" los procedimientos, quizás se pensó que la sola difusión de información permitiría una adecuada reacción de los minoritarios. Como veremos más adelante, la nueva norma no aparece justificada en lo más mínimo, ya que no es posible provocar una reacción adecuada por parte de los accionistas minoritarios. Lo importante es que el objetivo se mantiene: no es el mantener "informados" a los diversos agentes en general, sino informar a los minoritarios para que ellos reaccionen de manera de obtener un trato equitativo.

En consecuencia, estando perfectamente claro que el objeto del artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores es el de proteger y asegurar un trato justo y equitativo a los accionistas minoritarios en un proceso de toma de control de una sociedad fiscalizada, no podemos, por el contrario, clarificar la forma en que se busca dar protección a esos accionistas.

7. JUSTIFICACION DE LA SOLUCION LEGAL PLANTEADA

Todo el estudio realizado en los diversos acápite anteriores no constituyen sino el "prisma" bajo el cual analizaremos el actual artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores.

El artículo 54 se inserta claramente dentro de la búsqueda de mercados equitativos y transparentes. Transparentes porque se pretende que los agentes estén plenamente informados —con anterioridad— acerca de los cambios de control de una empresa. Pero lo anterior no es sino un medio para lograr mercados equitativos, para lo cual la ley ha querido entrar a contrapesar los desequilibrios naturales entre los controladores y los accionistas minoritarios de una sociedad anónima.

La ley no ha querido, en caso alguno, entrar a desincentivar el establecimiento o cambio en el control de las empresas. El artículo no busca entorpecer innecesariamente las tomas de control. Desde ya, el inciso segundo del artículo 49 (anterior 54) disponía que: "Dichas normas y procedimientos no podrán diseñarse de manera de frustrar la intención propuesta de control..."

Teniendo todo lo anterior presente, nos abocaremos en el actual acápite a determinar si el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores permite la consecución de un mercado equitativo.

La ley no dispone —como lo hacen las legislaciones norteamericana e inglesa— norma alguna de fondo que asegure un trato equitativo a los accionistas minoritarios, sino que sólo impone una obligación formal: dar aviso de toma de control. Es obvio que el sólo cumplimiento de esta obligación no dará de por sí un trato igualitario a los minoritarios. Se entiende, entonces, que lo que la ley busca es una reacción por parte de éstos.

²⁰ Biblioteca del Congreso Nacional, "Historia de la Ley 18.045", p. 211.

En los sistemas extranjeros ya analizados, la obligación de dar el aviso previo, que constituye la oferta, se enmarca en toda una regulación que justifica esa obligación inicial. Sin toda esta regulación, el aviso carecería de sentido. Era todo ese marco regulatorio el que se pretendía que la Superintendencia implementara por orden del artículo 49. Si en los derechos inglés y norteamericano la publicación de la intención de tomar el control constituye la oferta misma a los accionistas para que vendan sus acciones, en el derecho chileno el aviso en ningún caso constituye una oferta de adquisición de acciones.

Como ya hemos dicho en el caso de una oferta pública de adquisición de acciones, el aviso no constituye una imposición "íngrata" para el pretendiente, sino que un beneficio, ya que mediante él podrá optar a valores más cercanos al precio de equilibrio que en el caso de una transacción privada bilateral con el actual controlador. Por otro lado es un sistema mucho más cómodo para el adquirente: plantea públicamente su oferta y espera el conteo de las aceptaciones: si éstas superan el mínimo prefijado, hay adquisición, en caso negativo, no. Por otro lado, el sistema de oferta pública es el único que permite al accionista minoritario colocarse en igualdad de condiciones frente al mayoritario o controlador. Cada acción vale lo mismo que la otra y no hay acciones de mayor valor por integrar el paquete mayoritario.

Ahora bien, dentro del sistema del artículo 54 dijimos que lo que lo justificaría sería una reacción por parte de los minoritarios. Hay dos posibles reacciones:

- a) *los accionistas minoritarios podrían entrar a competir con el eventual accionista vendedor de acciones, presentar una mejor oferta —un precio más bajo— y vender sus acciones:*

Esta opción se basa en el supuesto que el pretendiente del control, cuando publica el aviso especificando el precio y las condiciones bajo las cuales adquirirá el control en un plazo de cinco días, no ha acordado aún la adquisición de las acciones. Si hubiera acuerdo, la ley no lo faculta para, unilateralmente, dar por terminado ese acuerdo y comprarle a otro vendedor. Si, por otro lado, el acuerdo no se ha perfeccionado, va a resultar imposible publicar, anunciando al público el precio y las condiciones de la adquisición, cuando justamente esos son los elementos que perfeccionan el consentimiento: precio, cosa (acciones) y demás condiciones.

En consecuencia, es imposible jurídicamente compatibilizar el aviso con la inexistencia de un acuerdo, ya que dicho aviso supone un acuerdo en torno a "precio y condiciones de la negociación a efectuarse". No podría el pretendiente entrar a "especular" el precio y demás condiciones al redactar el aviso²¹. Se reafirma lo anterior al tener presentes los principios de información veraz y sería que se contienen en el Título III de la misma ley. Tan sería debe ser la información que el artículo 59 de la ley castiga penalmente la entrega maliciosa de información falsa a la Superintendencia, las bolsas de valores y al público en general.

En la práctica lo que sucede es que el adquirente concierta la adquisición con el accionista controlador o con el accionista que le dará el control y acuerda

²¹ Por lo demás tal especulación produciría serias perturbaciones, cuyos peores perjudicados vendrían a ser justamente los accionistas minoritarios.

perfeccionar la adquisición sólo pasados los cinco días del trámite del aviso de control.

En consecuencia, no hay competencia donde no hay posibilidad de revertir un acuerdo ya adoptado entre el comprador y el vendedor.

b) *los accionistas minoritarios podrían, en conocimiento –y con un alto grado de certeza– de un cambio en el control, vender o comprar acciones en relación a los flujos de futuras ganancias que esperen:*

Lo que el legislador pretendería, mediante esta alternativa, es que los accionistas minoritarios tuvieran conocimiento, con anterioridad, de un cambio en el control de la empresa²². Con este conocimiento, deberían decidir si las futuras ganancias –bajo la nueva administración– serán superiores o inferiores y de este modo decidir aumentar, disminuir o retirar su inversión. Este argumento –que es el sostenido por algunos técnicos de la Superintendencia– es justificable pero no en el entendido que la información deba darse antes de la toma de control. Por lo demás, la exigencia del artículo 12 lo satisface plenamente. Tampoco el artículo 54 está estableciendo un privilegio en favor de los minoritarios, ya que el aviso está también destinado “al público en general”.

Tampoco se entiende la exigencia de que el aviso contenga el precio y demás condiciones de la negociación, ya que éstos serían irrelevantes para la decisión de los accionistas minoritarios.

Tampoco se entiende la exigencia de comunicación a la Superintendencia, ya que ésta no debe entrar a participar de manera alguna en el proceso ni fiscalizarlo, como sí sucede claramente en el caso de la SEC norteamericana. Recordemos que igualmente la Superintendencia va a estar enterada oportunamente del cambio de control a través del artículo 12 de la ley.

En consecuencia, revisando las alternativas de reacción posibles por parte de los accionistas minoritarios y los órganos estatales, concluimos que no se justifica la regulación de la toma de control en los términos planteados por el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores, ya que no consigue, de manera alguna, el objetivo de crear mercados transparentes, equitativos, ordenados y competitivos.

Terminemos este acápite con las palabras de don Arsenio Molina expresadas en el Seminario antes citado, en el sentido que la exigencia de información “... *debe compatibilizarse con los costos de generar esa información y con la posibilidad que tienen los usuarios de ella de poder utilizarla realmente, vale decir, hay que hacer un análisis costo-beneficio (...)* Tenemos que tener presente que no podemos desincentivar la oferta pública a través de requerimientos excesivos de información...”. Los comentarios sobran.

8. ANALISIS DEL ARTICULO 54 Y SANCIONES EN CASO DE SU INCUMPLIMIENTO

§1. *Supuestos de la obligación de informar*

Sujetos pasivos de la obligación de informar: El artículo 54 dispone que: “Cuando una o más personas directamente o a través de una sociedad filial o

²² En consecuencia, esta opción supone una certeza en el cambio de control, no una mera intención de adquirir el control.

coligada pretendan obtener el control de una sociedad sometida a la fiscalización de la Superintendencia, deberán informar..." En consecuencia es el o los adquirentes *efectivos*²³ del control los sujetos pasivos de la obligación. No ocurriría así en el antiguo artículo 49, en el cual la obligación pesaba sobre ambos: compradores y vendedores.

Finalmente, es necesario precisar que la obligación se impone sobre cualquier persona, no sólo sobre aquéllas fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

Toma de control y acuerdos de actuación conjunta: En aquellos casos en que quien toma el control sea más de una persona, es indispensable que entre ellos exista un "acuerdo de actuación conjunta", esto es, según el artículo 98, la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas 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 consecuencia, el acuerdo de actuación conjunta debe ser un acto jurídico bilateral, en virtud del cual nazcan obligaciones perfectas para las partes, obligaciones que deben tener como finalidad ya sea el participar con idéntico interés en la gestión social o bien obtener el control de la misma.

Ahora bien, ambas personas deben participar "simultáneamente" en la gestión social. Por tanto, no puede haber un acuerdo de actuación conjunta para tomar control de una sociedad con una persona que actualmente no sea accionista de la misma. Este defecto debería corregirse en la ley, ya que de esta manera se podría burlar la obligación²⁴.

El mismo artículo 98 establece presunciones simplemente legales de la existencia de un acuerdo de actuación conjunta, ya sea por razones de parentesco, control y entre integrantes de un mismo grupo empresarial. Asimismo, concede la facultad a la Superintendencia de calificar si entre dos o más personas existe un acuerdo de actuación conjunta.

Personas a quienes debe informarse: La ley impone la obligación de enviar una comunicación escrita a la Superintendencia de Valores y Seguros y a las bolsas de valores, lo cual se cumple mediante el envío de una carta simple dirigida al Superintendente o al presidente de la bolsa respectiva. Cumplido lo anterior, se publica un aviso destacado, de acuerdo al diseño establecido en la Circular 608 de la Superintendencia, en un diario de circulación nacional.

Tipo de sociedades sometidas al régimen del artículo 54: En el presente trabajo nos hemos referido genéricamente a las "sociedades anónimas abiertas", sin embargo, no sólo ellas quedan regidas por la normativa del artículo 54, sino también las personas que emitan o intermedien valores de oferta pública, las bolsas de valores mobiliarios, las asociaciones de agentes de valores, los fondos mutuos y las sociedades que administren, las sociedades en comandita por acciones que la ley sujeta a la vigilancia de la Superintendencia, las empresas de seguros y cualquiera otra entidad que las leyes incluyan²⁵.

²³ Aunque no lo define así, en todo el desarrollo de la ley se ocupa el concepto de "accionista efectivo" por sobre el de "accionista nominal", por razones obvias.

²⁴ En el Derecho norteamericano, los acuerdos de actuación conjunta pueden concretarse con socios o personas extrañas, indistintamente.

²⁵ Artículo tercero del Decreto Ley N° 3.538 de 1980.

Modalidades de la adquisición: El artículo 54 rige "cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones". Las acciones de una sociedad pueden venderse de alguna de las siguientes formas:

- a) mediante oferta pública de valores, esto es, "*la dirigida al público en general o a ciertos sectores o grupos específicos de éste*"²⁶, por ejemplo la adquisición de las acciones en bolsa.
- b) mediante oferta privada de valores, esto es, aquella dirigida a un individuo en particular. Este tipo de negociación es el más común en el comercio. Sin embargo, en el mercado de valores debería tenderse a la oferta pública de valores, lo que garantiza una mayor competitividad. Pese a ello, actualmente los cambios en el control se realizan con mayor frecuencia mediante transacciones privadas. Desde ya, así lo reconocía un informe a la Junta de Gobierno transcrito más arriba. Indudablemente, esta preferencia por la transacción privada proviene de una imperfección del mercado, ya que, como ya explicamos con anterioridad, el método más conveniente para ambas partes es el de la oferta pública de valores.

Ahora bien, veamos cómo funciona el aviso previo en cada una de estas alternativas. Ya analizamos con anterioridad las dudas que surgían en cuanto el grado de avance de las negociaciones privadas en las cuales debe darse el aviso. ¿Se requiere un acuerdo perfecto o sólo una intención? No puede tratarse de una mera intención, ya que deben, indicarse con toda precisión el precio y demás condiciones de la adquisición. Vimos que en la práctica se trataba de un acuerdo ya perfeccionado, que no se formalizaba mientras no transcurrieran cinco días desde el aviso.

Por otro lado, en el caso de la oferta pública de valores la operación puede realizarse adquiriendo en bolsa el número de acciones necesario para tomar el control. Y no es un caso extraordinario²⁷. Corresponde analizar la factibilidad de cumplir las obligaciones que imponen en conjunto el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores y la Circular 608 de la Superintendencia de Valores y Seguros en el caso de esta forma de adquisición del control.

Imaginemos que uno de los accionistas de la sociedad "X" decide aumentar su participación del 22 al 26%, obteniendo con ello el control mediante adquisiciones en bolsa a través de un corredor. La Circular 608, antes aludida, obliga a informar "*el precio, número de acciones que se desea adquirir, porcentaje que estas acciones representan sobre el capital suscrito de la sociedad cuyo control se pretende obtener, y condiciones de la negociación a efectuarse. Adicionalmente, en caso de conocerse, el aviso deberá incluir la participación que alcance el informante directa o indirectamente, una vez que se materialice la transacción que se informa*"²⁸. Jamás la persona que tome control a través de adquisiciones en bolsa podrá saber el precio al cual adquirirá esas acciones, podrá saber el precio mínimo y el máximo, pero no el precio mismo.

²⁶ Artículo cuarto de la Ley 18.045.

²⁷ Desde ya, recordemos que en la gran mayoría de las privatizaciones realizadas antes de 1990, CORFO remataba sus paquetes accionarios en bolsa, garantizando así la transparencia de la transacción.

²⁸ Se ratifica lo que anteriormente habíamos concluido: se informa una transacción, no una intención.

En consecuencia:

- a) no podrá aplicarse el artículo 54 a las adquisiciones en bolsa, ya que se trata de un acto instantáneo y no de una "negociación a efectuarse" (art. 54).
- b) no podrá aplicarse el artículo 54 a las adquisiciones en bolsa, ya que en éstas es imposible conocer el "precio y condiciones de la negociación a efectuarse" (art. 54). El precio no existe y, en consecuencia, mal puede informarse. Nadie está obligado a lo imposible.
- c) no podrá aplicarse el artículo 54 a las adquisiciones en bolsa, ya que sería injusto que se obligara al pretendiente a informar el precio o el precio máximo al cual pretende adquirir. Se le obligaría a contratar en las peores condiciones, lo cual juega contra la equitatividad de los mercados. En resumen, se estaría entabando o desincentivando la adquisición, que no es lo que la ley quiere (recordar el inciso final del antiguo artículo 49).
- d) tampoco hay que olvidar la gravedad de las sanciones penales impuestas por los artículos 59 y 61 de la ley a quienes difundan informaciones falsas. ¿Quedaría obligado el adquirente a comprar las acciones al precio anunciado si en definitiva el precio ofrecido es menor?

En consecuencia, en este caso, más que injusto o ilógico, resulta *imposible fácticamente* dar el aviso. De esta manera, se está "prohibiendo" la adquisición del control mediante la adquisición en bolsa, lo cual afecta las garantías constitucionales de los números 23 y 26 del artículo 19 de la Constitución²⁹.

Ahora bien, el artículo 54 deja claramente establecido qué se aplica a las adquisiciones en bolsa. ¿Qué se podría hacer en este caso? Un camino a seguir sería adquirir el paquete mayoritario en bolsa y exponerse a una sanción por parte de la Superintendencia. En caso que ésta se produzca, reclamar ante los tribunales de justicia para, oportunamente, interponer el correspondiente Recurso de Inaplicabilidad del artículo 54 al caso concreto por afectar las garantías del artículo 19 números 23 y 26 de la Constitución.

Otros problemas a resolver:

- a) Adquisición indirecta del control de una sociedad mediante la toma de control de otra sociedad: en el caso que una persona tome control de una sociedad que a su vez controlaba otra sociedad, esa persona se convierte indirectamente en controladora de esta última empresa. ¿Debe dar aviso de toma de control? ¿Se requiere solamente el supuesto fáctico de la adquisición o además se necesita intención concreta de controlar una determinada empresa? Al parecer, pese al término utilizado por el artículo ("*pretendan obtener control*"), el supuesto es objetivo, basta la mera adquisición del control, ya que en caso contrario la norma no tendría efecto práctico. Así, al parecer, se aplicaría la norma a este tipo de adquisiciones, ya que se dan los supuestos del artículo, aun cuando se desconozca el control que se adquirirá. Sin embargo ello no es así, ya que la ley se refiere en dos oportunidades a "la adquisición de las acciones". En consecuencia, el hecho regulado es la adquisición de las acciones, y no de las acciones de otra sociedad, sino de la sociedad fiscalizada, de sus acciones.

²⁹ Esto es, la libertad de adquirir el dominio de toda clase de bienes y la seguridad de que los derechos constitucionales no serán afectados en su esencia.

- b) Adquisición del control de una sociedad mediante el mero acuerdo de actuación conjunta de dos accionistas que hasta la fecha no tenían el control de la sociedad: En este caso se aplica el mismo criterio del punto anterior: el supuesto de la obligación es la adquisición de acciones de la sociedad y no otros hechos, como el mero acuerdo de actuación conjunta, pese a que el resultado sea el mismo.

§2. Sanciones en caso de incumplimiento

La falta de aviso previo es la omisión de una formalidad de publicidad que tiene por objeto garantizar los derechos de terceros. En consecuencia, la sanción a su incumplimiento será la obligación de indemnizar los perjuicios que dicha omisión o cumplimiento imperfecto produzca. Además, la Superintendencia podrá imponer, como sanción administrativa, las penas de censura o multa.

9. CONCLUSIONES GENERALES

El desarrollo de un mercado por el control societario es algo positivo para la empresa adquirente y adquirida, en particular, y para el mercado en general, ya que es una forma de obtener una más eficiente asignación de los recursos dentro de la economía de un país.

Asimismo, el desarrollo de este mercado debe ser positivamente evaluado a la luz de los objetivos de la ley de valores, ya que redundará indudablemente en mercados más equitativos y eficientes.

En consecuencia, en caso alguno debe desincentivarse o entrabarse la toma de control. Disentimos, en consecuencia, de la legislación estatal norteamericana contraria a las tomas de control y de la aceptación jurisprudencial de "medidas defensivas" por parte de los directorios de las empresas pretendidas.

Creemos que la legislación en torno a las tomas de control debe estar principalmente ordenada a dar una adecuada protección a los accionistas minoritarios. Al momento de estudiar esta regulación específica debemos tener especialmente en cuenta el Principio de Subsidiariedad que inspira nuestro Orden Público Económico.

Creemos firmemente que la solución legal actual al problema es altamente ineficiente, injusta e inútil, todo lo cual origina serios perjuicios al mercado. La imperiosa necesidad de asegurar un trato equitativo a los accionistas minoritarios obliga a pensar fórmulas alternativas de solución.

Un sistema alternativo que ha demostrado su eficiencia es el mecanismo de la oferta pública de adquisición de acciones, el cual garantiza un precio justo y un tratamiento equitativo a todos los accionistas.

Este mecanismo sería voluntario para el pretendiente, salvo algunos casos en que sería obligatorio: cuando de alguna u otra manera se esté haciendo informalmente oferta pública de adquisición de acciones o ejerciendo alguna forma de presión sobre los destinatarios de la oferta. En consecuencia, la oferta no será obligatoria para quienes adquieran el control privadamente o en bolsa.

Podría utilizarse como modelo de mecanismo el del derecho norteamericano, pero rescatando del derecho inglés tanto la obligación del directorio de la sociedad pretendida de actuar con independencia en el mejor interés de la socie-

dad, como la ausencia de legislación contraria a las tomas de control, todo lo cual se compadece en mayor medida con el Derecho chileno.

En cuanto a la forma de regulación, creemos que lo óptimo sería a la manera del Derecho inglés y a la manera originalmente planteada por el artículo 49 del proyecto, esto es, emanada de la Superintendencia del Valores.

En conclusión, si observamos hacia atrás, fijamos nuestra atención en el año 1981, y si luego nos adelantamos a nuestros días, no podremos sino coincidir con que la solución planteada por el artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores ha estado muy lejos de asegurar un trato equitativo a los accionistas minoritarios, los que se han visto por completo marginados de los procesos de toma de control. Ahora podemos mirar hacia adelante con realismo y permitir el acceso del accionista minoritario a un trato justo y equitativo. Para ello debemos utilizar herramientas eficaces, que vayan a la par con los requerimientos y necesidades del mercado, una de ellas es el mecanismo de oferta pública de adquisición de acciones.

RESUMEN

El artículo 54 de la Ley de Mercado de Valores obliga, con el fin de asegurar un trato equitativo a los accionistas minoritarios, a dar un aviso previo de toma de control. Este aviso no permite en caso alguno la consecución de su objetivo. En consecuencia, proponemos la adopción de un mecanismo alternativo, esto es, el sistema de oferta pública de adquisición de acciones.