



LEY DE OPAS Y GOBIERNOS CORPORATIVOS

Ricardo Raineri Bernain

Seminario Ingeniería Industrial y de Sistemas,
Santiago, Noviembre 2000

Presentación

- Mercado de Valores en Chile
- Mercado de Valores en el Mundo
- Sociedades, Accionistas y Control
- Beneficio por el Control Corporativo
- Experiencia Internacional y Nacional
- Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos
- Comentarios finales

- Del solo hecho de que las personas son diferentes se desprende que si las tratásemos igual, el resultado sería de desigualdad en su situación actual, y la sola manera de llevarlas a la misma posición es tratandolas en forma diferente.

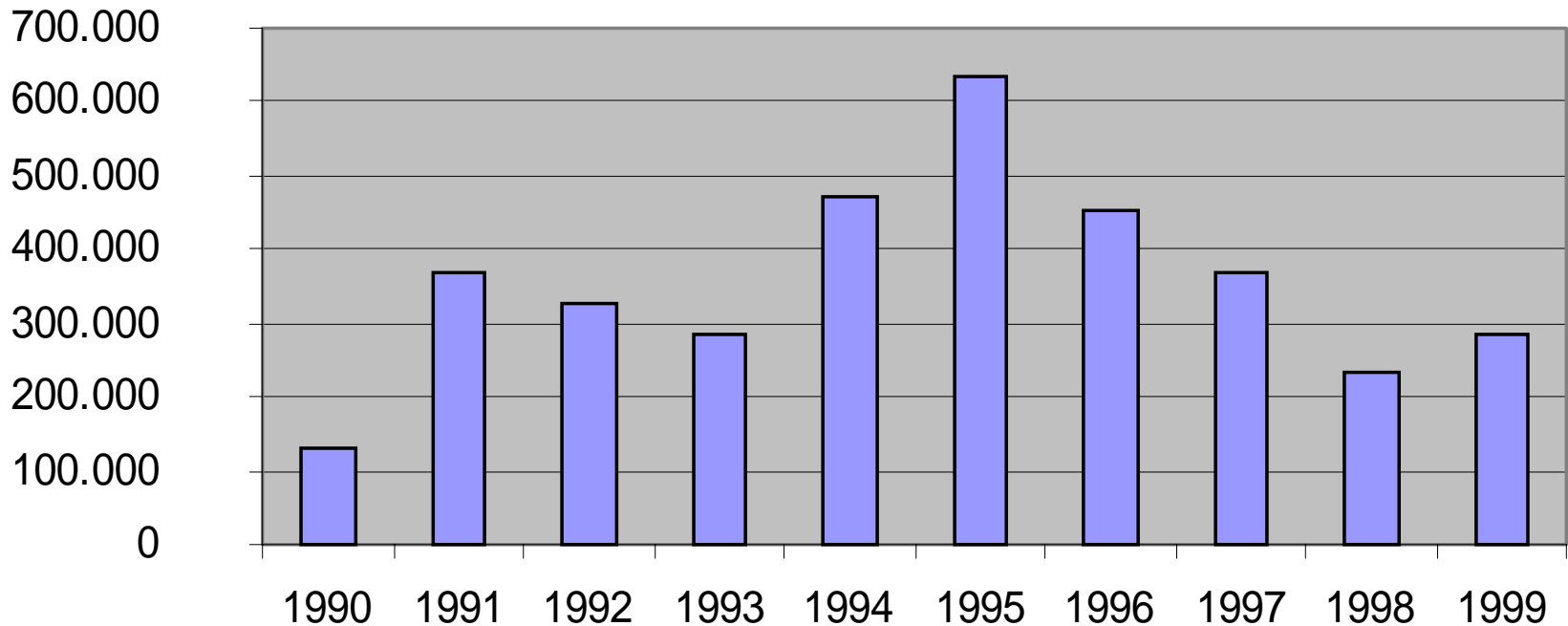
Friedrich A. Hayek (Nobel 74)

- Una sociedad que pone la igualdad ...por delante de la libertad, terminará tanto sin igualdad como sin libertad.

Milton Friedman (Nobel 76)

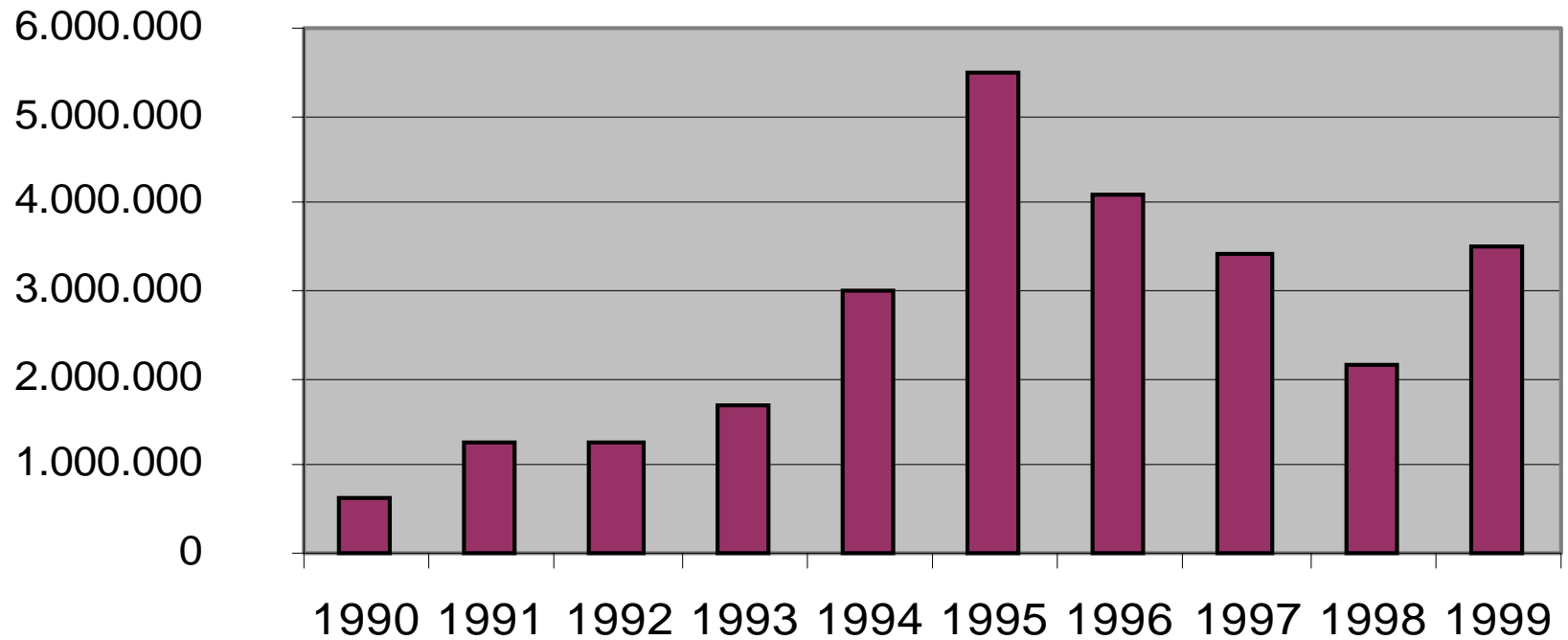
Mercado de Valores en Chile

Numero de Negocios Realizados

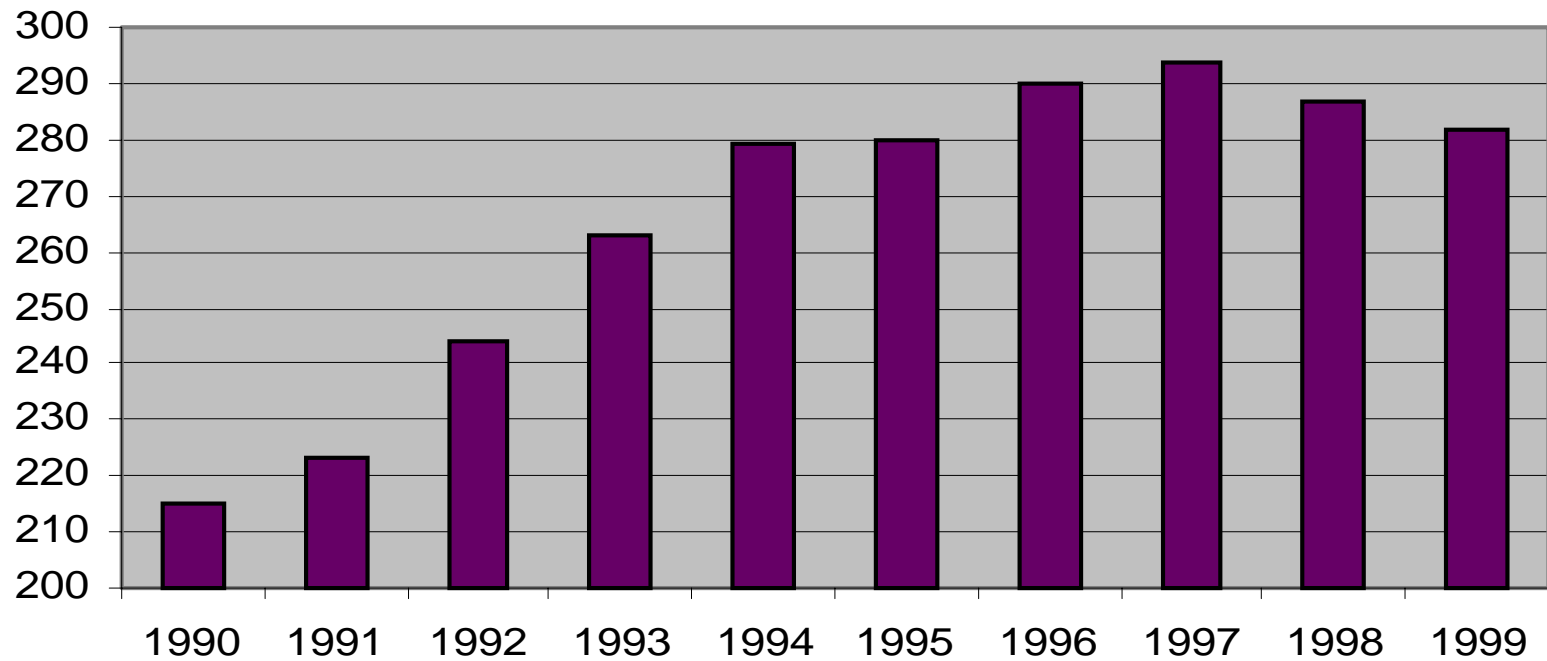


Montos Transados

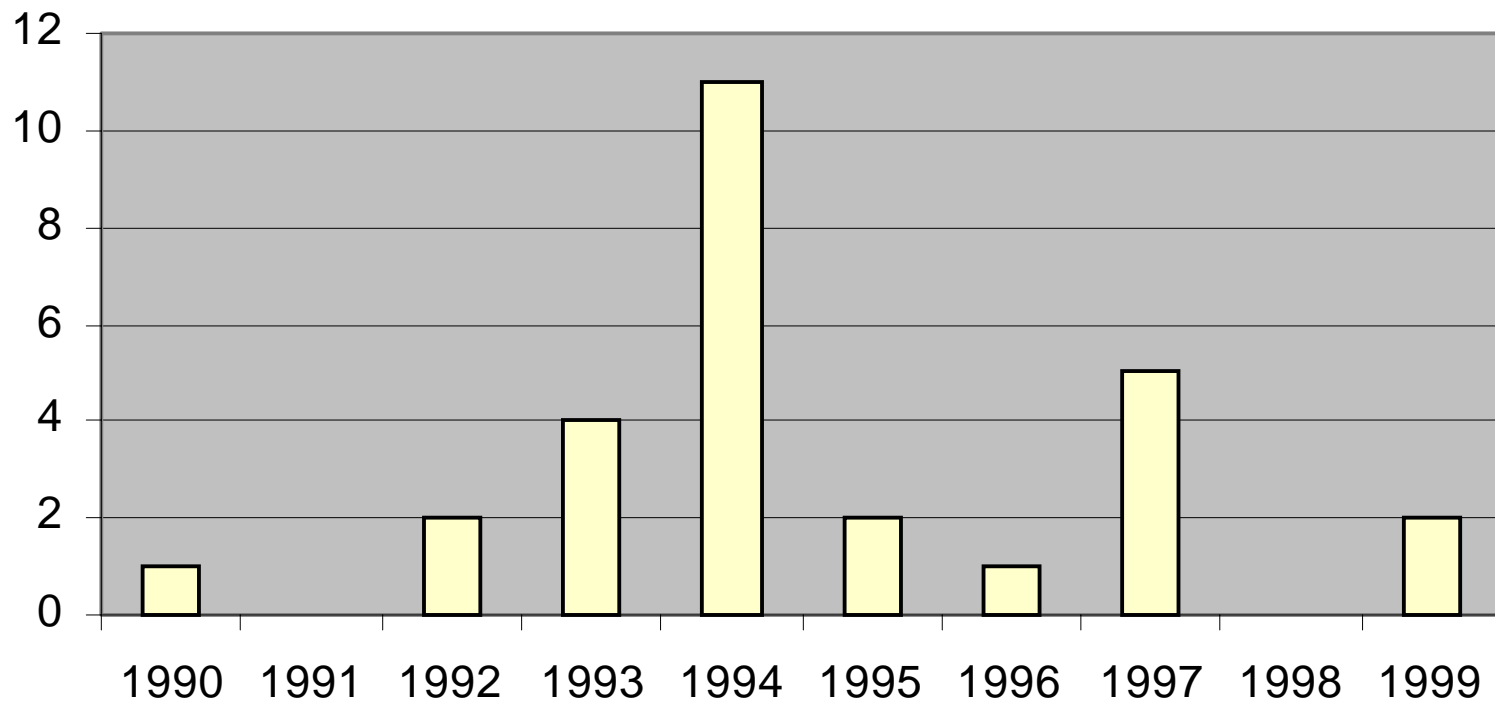
Millones de \$ dic. 1999



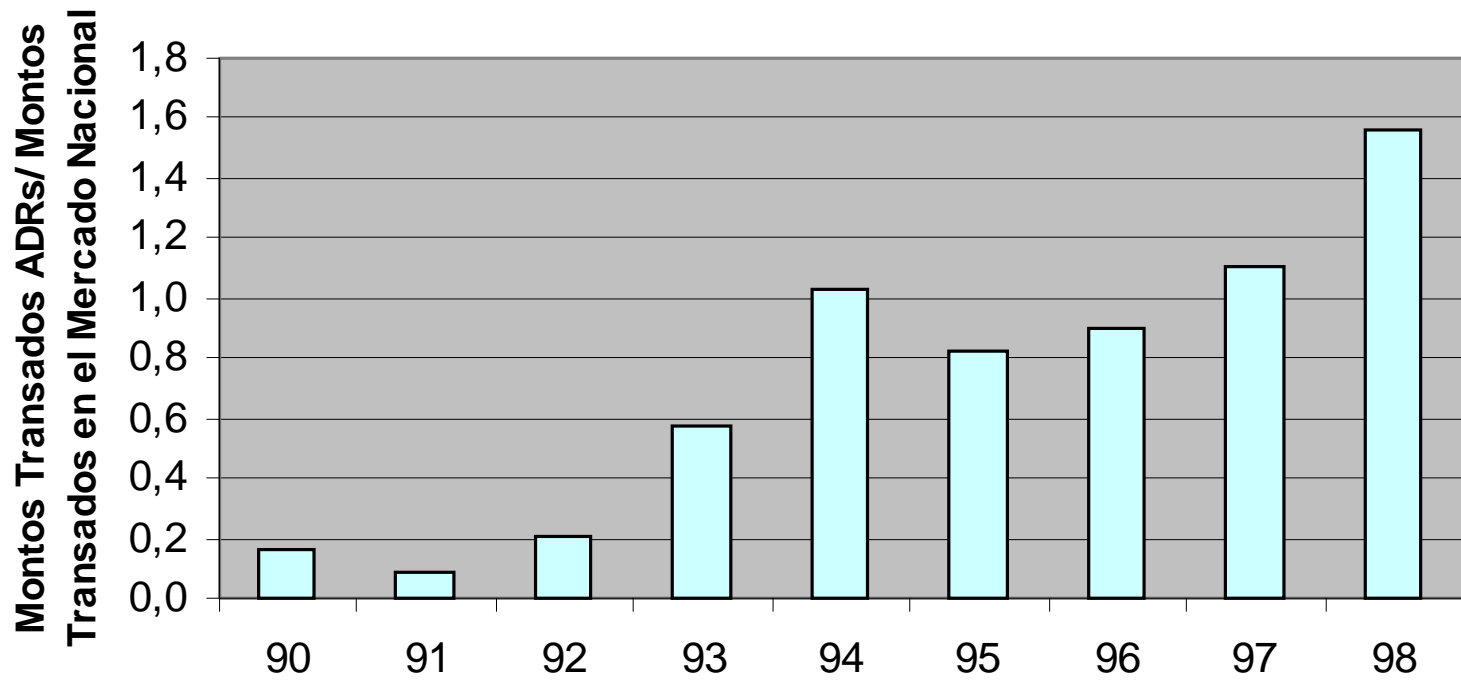
Numero de Sociedades Listadas en Bolsa



Nuevas Empresas con ADRs



Acciones con ADRs



Estructura de Propiedad Promedio Sociedades Anónimas Chilenas, Período 1990-1998

Año	N° Obs.	% Propiedad		Principales Inversionistas (% Patrimonio Bursátil)			
		Mayor Accionista	Diez Mayores	Compañías	AFP y otros	Privados	Estado
90	125	39,26	65,26	70,18	0,62	29,2	3,18
91	137	41,35	72,59	68,75	2,79	28,46	3,63
92	146	40,42	74,53	67,54	4,71	27,75	5,23
93	167	41,02	73,46	64,65	8,19	27,16	2,69
94	178	41,79	80,51	64,62	9,76	25,63	2,87
95	181	39,42	76,07	69,63	4,79	25,52	0,06
96	193	41,59	78,26	71,56	6,43	22,01	5,53
97	207	44,91	79,43	71,08	8,68	20,24	3,65
98	212	49,81	81,65	76,04	4,98	18,61	3,07

Mercado de Valores en el Mundo

Características del Mercado Accionario en Diversos Países, 1998									
País	EEUU.	R.U.	Francia	Alemania	Bélgica	Chile	Argentina	Brasil	México
<i>Total GDP (MMUS\$)</i>	8.210.600	1.357.429	1.432.902	2.142.018	247.076	78.025	344.360	778.292	393.224
<i>Población (miles)</i>	270.029	59.055	58.782	82.115	10.207	14.822	36.130	165.874	95.949
<i>GDP per capita (US\$)</i>	30.406	22.986	24.376	26.085	24.206	5.264	9.531	4.692	4.098
<i>Patrimonio Bursátil</i>									
<i>MMUS\$</i>	11.308.779	1.996.255	674.368	825.233	136.965	51.866	45.332	160.887	91.746
<i>% GDP</i>	137,7	147,1	47,1	38,5	54,4	66,5	13,2	20,7	23,3
<i>Montos Transados</i>									
<i>MMUS\$</i>	10.212.360	828.330	405.457	1.030.494	29.817	4.409	19.677	128.296	30.897
<i>% GDP</i>	124,4	61,1	28,3	48,1	12,1	5,7	5,7	16,5	7,9
<i>Rotación accionaria* (%)</i>	90,3	41,5	60,12	124,8	21,77	8,5	43,4	79,7	33,7
<i>N° Sociedades</i>	8.851	2.046	683	700	138	287	136	536	198
<i>% Propiedad en manos de los 5 mayores accionistas</i>	16%	20%	39%	42%	60%	73%	-	-	-

Sociedades, Accionistas y Control

¿Qué son y por qué existen las empresas?

La empresa es una institución unitaria jerárquica entre los propietarios de los insumos y que se organiza como una serie de contratos de largo plazo para producir bienes y/o servicios. Dependiendo de la estructura de contratos entre los propietarios de los insumos, la empresa puede presentar diferentes comportamientos.

La empresa de propiedad privada es la forma más eficiente de organización (Alchian y Demsetz, “Production, Information and Economic Organization”, 1972):

¿Porqué existe la empresa?

La empresa reemplaza el mercado del producto por el mercado de los insumos, donde el sistema de precio juega un rol secundario, y típicamente el mercado pasa a ser reemplazado por ciertas relaciones jerárquicas (Coase “The Nature of the Firm”, 1937)

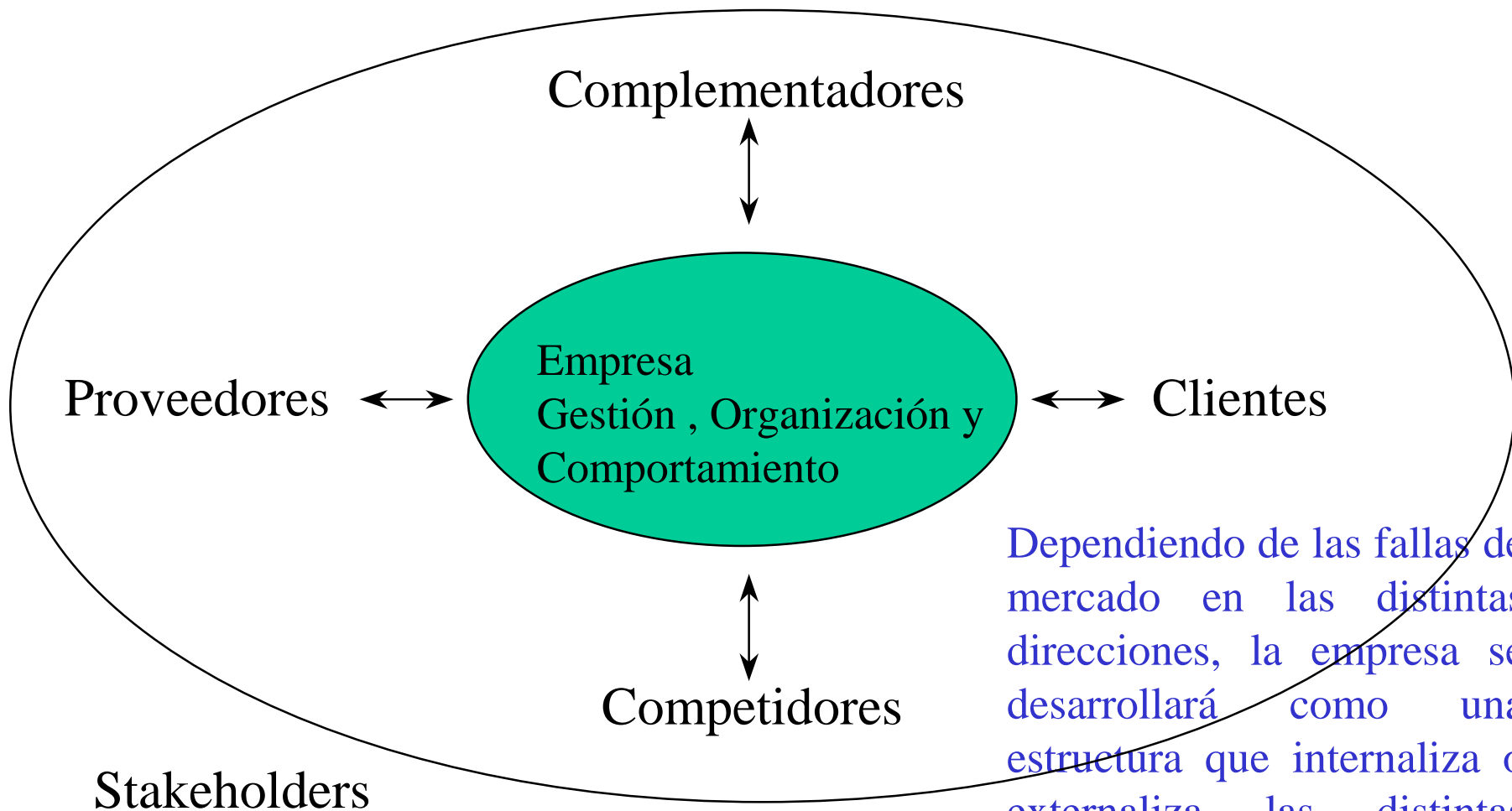
Imperfecciones del Mercado y la Existencia de la Empresa

Responde a la ventaja de integrarse vertical y/o horizontalmente v/s el sub-contratar ciertas actividades o depender de complementadores y/o proveedores de servicios de valor agregado

Asignación de recursos en forma descentralizada utilizando el sistema de precios en contraposición a una asignación de recursos gestionada o realizada centralizadamente por el administrador:

Costo de coordinarse usando el mercado en contraposición al costo de coordinarse en forma centralizada por la gestión de un administrador

Imperfecciones del Mercado y la Existencia de la Empresa: Coordinación, Cooperación y Competencia



Dependiendo de las fallas de mercado en las distintas direcciones, la empresa se desarrollará como una estructura que internaliza o externaliza las distintas actividades.

Para combatir algunos problemas que se pueden presentar con las transacciones llevadas a cabo por intermedio del mercado, la firma debe reemplazar las transacciones del mercado por transacciones internas

¿Porqué no se realizan todas las transacciones internamente? La respuesta está dada por aspectos que son inherentes a la eficiencia del mercado y la empresa:

- Información imperfecta
- Costos de transacción
- Problemas de agencia

El problema de *agente - principal* surge en estructuras donde hay unidades que se pueden denominar administradores y otros agentes supervisados. Esto se debe a que los intereses de las partes pueden no estar perfectamente alineados, generando un incentivo perverso en los subordinados (agentes) quienes pueden afectar el cumplimiento de los objetivos de la empresa (principal) sin ser detectados (problema de riesgo moral en que existe incertidumbre *ex-post*).

Fallas institucionales asociadas al mercado
explican la existencia de la empresa.

Fallas institucionales asociadas a la empresa
explican sus límites para reemplazar al mercado

Existencia, Organización y Gestión de la Empresa en Economías en Desarrollo

Busqueda de mercados eficientes en economías en desarrollo (mal diseño institucional o por lo reducido o no desarrollado de los mercados)

- Mercados informales (Hernando de Soto, 1987)
- Estrategia de diversificación (Tarun Khanna y Krishna Palepu (1999). Controladores ofrecen la infraestructura blanda
- Mercado Global

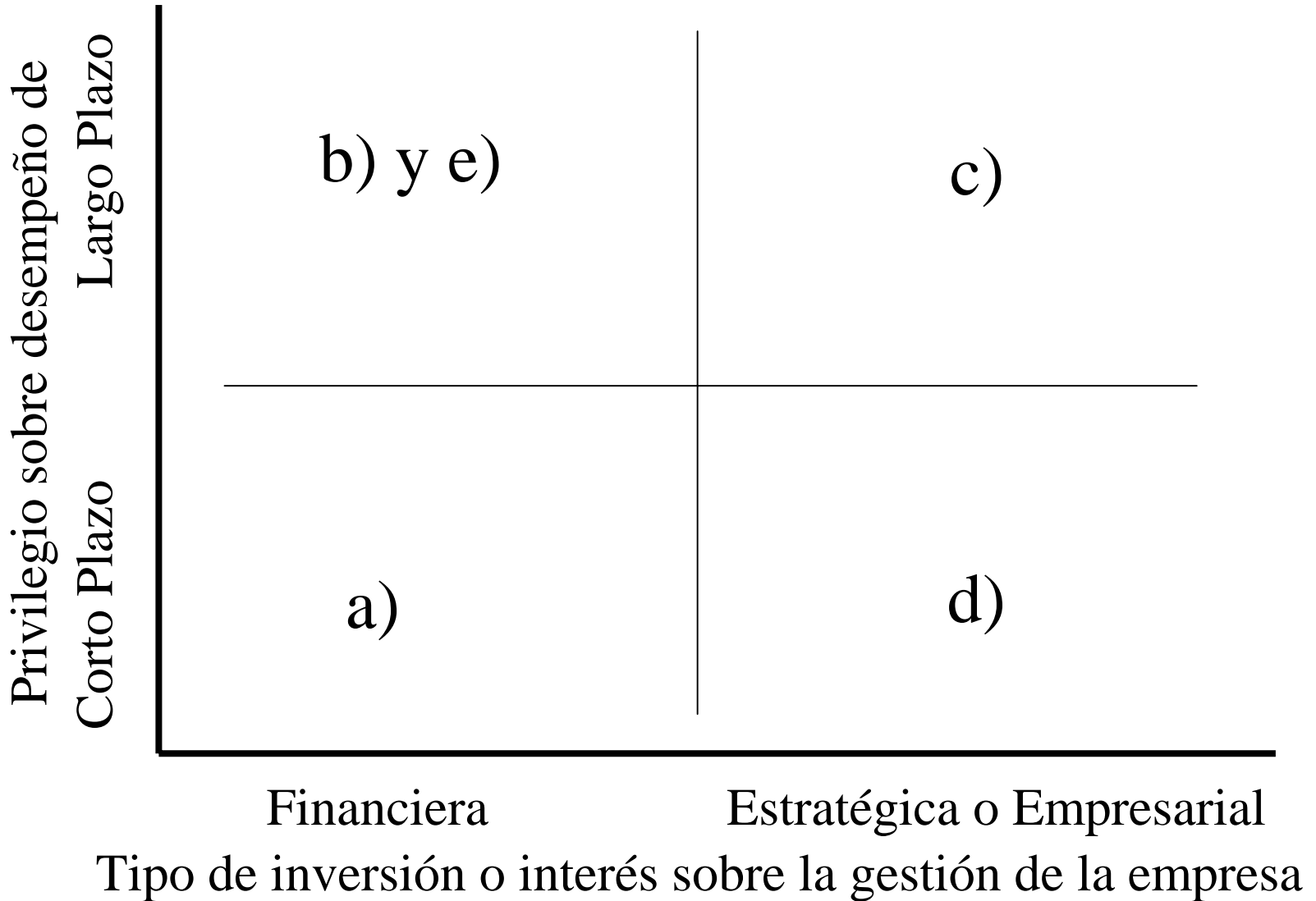
Tipos de Empresas

Por la propiedad de la empresa

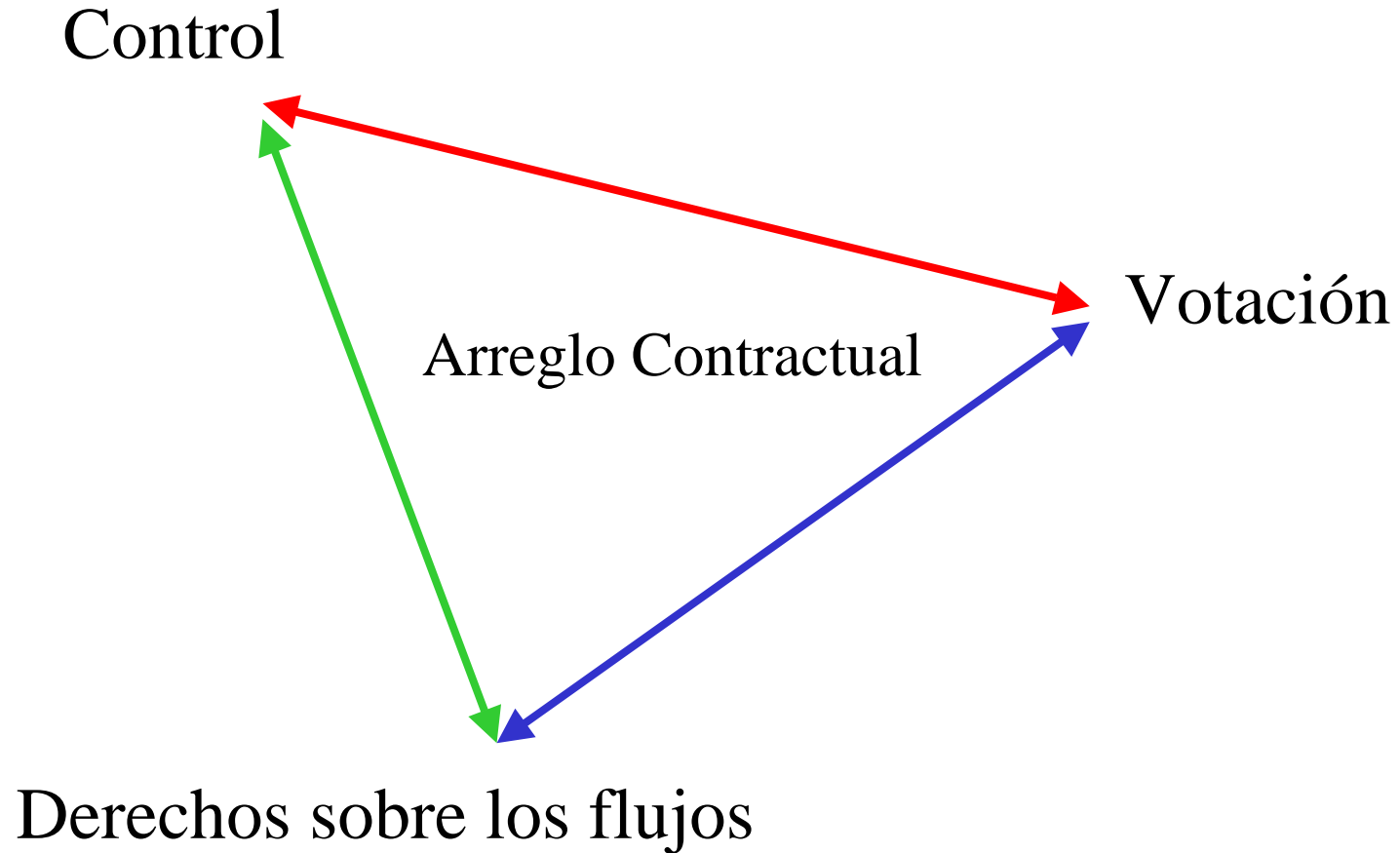
- Empresa familiar
- Sociedad de responsabilidad limitada
- Sociedad anónima (abierta o cerrada)
- Empresa de propiedad de los empleados
- Empresa de propiedad estatal

Tipos de Inversionistas

- Inversionistas de corto plazo, de un carácter más especulativo, que no están necesariamente interesados en la gestión de la compañía.
- Inversionistas que sin estar interesados en la gestión de la compañía, están interesados en el desempeño de largo plazo de ella.
- Inversionistas - empresarios que estando interesados en el desempeño de largo plazo de la compañía, están interesados en la gestión de ella.
- Inversionistas especulativos - empresarios, que no estando interesados en el desempeño de largo plazo de la compañía, están interesados en la gestión de ella.
- Inversionistas institucionales



Estructuras de Control



Estructuras de Control

Separación del control de los “derechos” sobre los flujos de caja de una sociedad

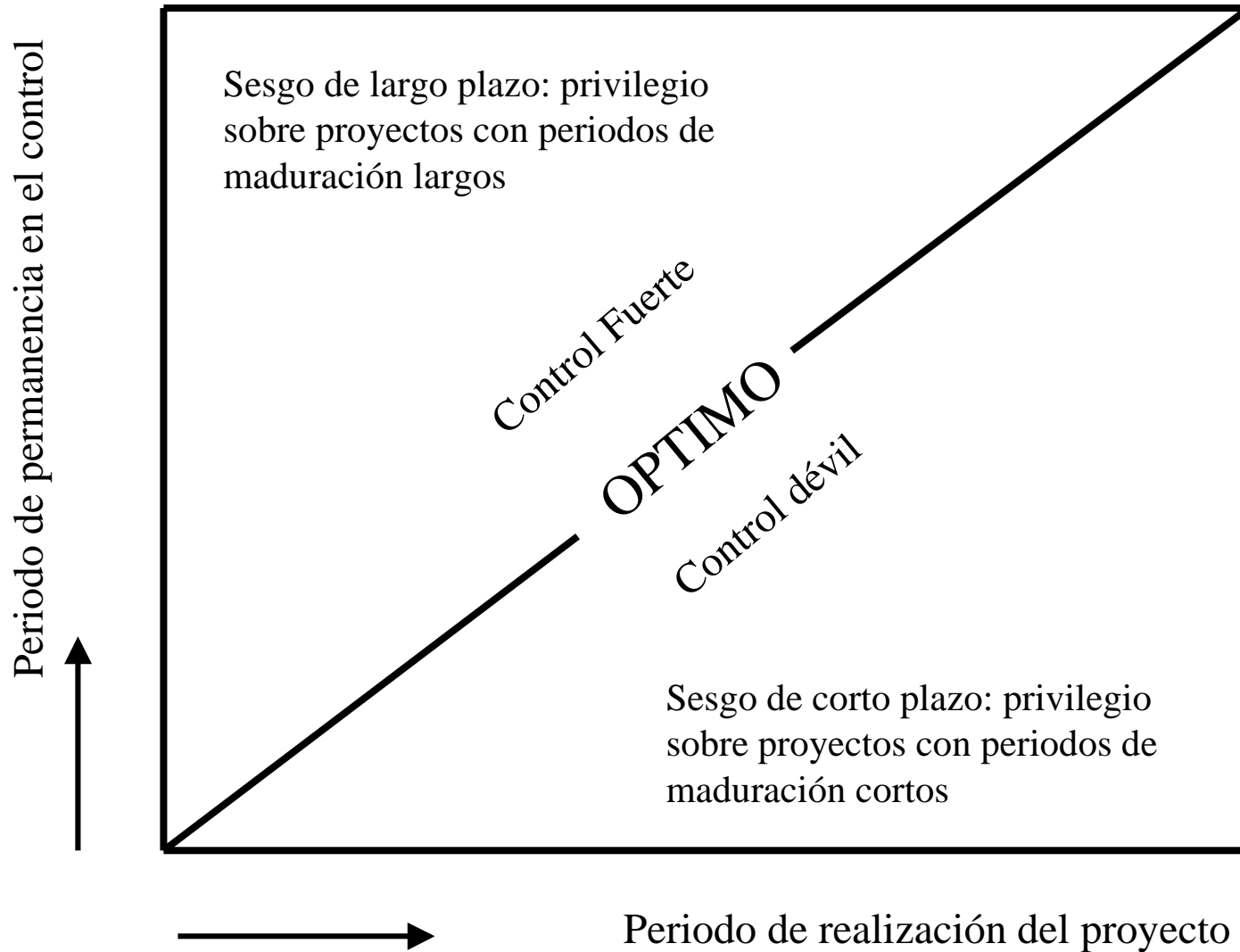
- Estructuras de control mayoritaria
- Estructuras de control minoritarias
 - Acciones de distinta serie
 - Estructuras de control piramidal
 - Estructuras de control entrelazadas
 - Provisiones estatutarias
 - Acuerdos de actuación conjunta
 - Control de hecho o fáctico v/s de derecho
 - Control gerencial y paracaídas dorados

	Poder de Votación Disperso	Poder de Votación Concentrado
Propiedad Dispersa	<p>I</p> <ul style="list-style-type: none"> · Estados Unidos · Inglaterra · Chile · Posible en una muestra de 49 países 	<p>II</p> <ul style="list-style-type: none"> · Estados Unidos (los administradores obtienen la votación) · Europa Continental · Chile · Posible en una muestra de 49 países
Propiedad Concentrada	<p>III</p> <ul style="list-style-type: none"> · Algunas compañías en países que permiten restricciones sobre los derechos de votación · Chile (provisiones estatutarias , ej. límites de concentración) 	<p>IV</p> <ul style="list-style-type: none"> · Europa Continental · todas las empresas Americanas e Inglesas después de una toma de control; algunas compañías en forma permanente (incluso compañías que son listadas en la bolsa) · Chile · Posible en una muestra de 49 países

Beneficio por el Control Corporativo

- Beneficios pecuniarios y no pecuniarios (prestigio y/o poder).
- Beneficio por servicio de monitoreo, organización y control, lo que evita el abuso de los accionistas minoritarios que no invierten en dicha actividad. Beneficio por la inversión en capital humano específico que pueda realizar el grupo controlador (otra alternativa al premio por control lo dan los “Golden Parachutes”).
- Beneficio por el derecho a poder influir decisivamente en la gestión y desarrollo de la sociedad, aprobando o rechazando estrategias.
- Sinergías con el surgimiento de un probable nuevo controlador. La división de dicho beneficio queda determinada por la probable competencia que pueda surgir entre empresas oferentes sobre dicho control como también por la facilidad de acceso que existe sobre este.

- Beneficios por tomas de control disciplinarias sobre la actual administración
- Beneficio por la extracción de rentas sobre accionistas minoritarios
- Si se considerará a los conglomerados en países en vías en desarrollo, el valor del control corporativo sobre un holding estaría dado por quienes generán dentro de la logística compleja del holding la *infraestructura blanda* que viene a suplir las carencias del mercado formal.



Impacto de un Cambio de Control

- Efectos sobre los accionistas de la empresa oferente
- Efectos sobre los accionistas controladores de la empresa objetivo que venden sus acciones
- Efectos sobre los accionistas no controladores de la empresa objetivo que venden sus acciones
- Efecto sobre los accionistas controladores de la empresa objetivo que no venden sus acciones
- Efecto sobre los accionistas no controladores de la empresa objetivo que no venden sus acciones
- Efecto sobre accionistas institucionales

Experiencia Internacional

Tabla 2: Resumen Características Tomas de Control en E.E.U.U, Bélgica y Francia

	E.E.U.U ^a		Bélgica ^b		Francia ^c	
<i>Tipo de Negociación</i>	<i>Oferta Directa (tender offer)</i>	<i>Oferta Directa (tender offer)</i>	<i>Oferta Privada previa y posterior Tender Offer</i>	<i>Oferta Directa (tender offer)</i>	<i>Oferta Privada previa y posterior Tender Offer</i>	<i>Minority Buyout</i>
<i>Período Muestra</i>	7/63 -12/84	1/70- 12/85	1/70 -12/85	1/70-12/82	1/72 -12/82	1/66-1/82
<i>Tamaño Muestra</i>	236	40	46	34	93	29
<i>% Prop. en manos del oferente, antes de la oferta</i>	9,80%	46,90%	15,10%	23,00%	12,60%	79,50%
<i>% Prop. comprado por el oferente</i>	60,40%	35,00%	70,50%	59,00%	59,00%	24,10%
<i>Premio Ofrecido</i>	30,00%	40,50%	52,10%	73,30%	27,40%	38,30%
<i>CAR Empresa Objetivo</i>	31,80%	27,00%	45,60%	28,50%	8,50%	23,20%
<i>% Empresas con CAR Positivo</i>	95,00%	85,50%	-	79,20%	54,80%	79,60%
<i>CAR Empresa Oferente</i>	0,90%	-3,20%	2,90%	-0,10%	0,90%	-4,60%
<i>% Empresas con CAR Positivo</i>	47,00%	84,00%	-	41,70%	53,30%	36,00%

Experiencia Nacional

Toma de Control							
Objetivo	Oferente		Porcentaje Adquirir	Precio Cierre \$	Precio Ofrecido	Mecanismo	Premio Ofrecido Máximo
Banco de Santiago	Banco O'Higgins	A		12	12	OPA 25,55%	0%
		B	25,55%	14	22		55%
		C		40	40		0%
		D (B. O'Higgins)	-	-	-		-
		E (B.C.)	-	-	-		-
Lord Cochrane	RR Donnelley & Sons Company	Controlador	13,25%	72	104*	Neg. Priv.	44%
		General	12%	72	134	OPA - Telepregón	86%
Banco BHIF	Banco Bilbao Vizcaya	Controlador	10%	650	851	Neg. Priv.	31%
		General	10%	650	851	OPA - Telepregón	31%
Campos Chilenos	Azucarera Ebro Agricola S.A.	Controlador	38,23%	38	133	Neg. Priv.	249%
		General	12,77%	38	133	OPA - Prorrata	249%
Chispas	Endesa España	B	100%	-	189.540	Neg. Priv.	-
		A empleados	100%	177	260	OPA	47%
		A general	100%	177	220	OPA	24%
Luz S.A.	Endesa España	B	100%	-	422.252	Neg. Priv.	-
		A empleados	100%	380	580	OPA	53%
		A general	100%	380	490	OPA	29%
Enersis	Endesa España	General	21,79%	235	320	OPA (Chile) Prorrata	36%
		ADR's	10,22%	235	320	OPA (USA) Prorrata	36%
Endesa	Endesa España	General	30%	153	360	OPA (Chile) Prorrata	135%
		ADR's	4,70%	153	360	OPA (USA) Prorrata	135%

En negritas aparece el premio ofrecido y realizado dado que el precio fue sobre el total de las acciones requeridas y ofrecidas por el grupo.

En no-negritas el premio es el premio máximo ofrecido, el premio finalmente obtenido dependio del número de acciones vendidas y del sistema de compra.

Ley de OPAS y Gobiernos Cooperativos

- La ley 18.045 conoce de la existencia de grupos controladores (art. 96-99).
- Las modificaciones a dicha ley también conocen de la existencia de dichos grupos controladores (mod. art. 12).

¿Tiene algún valor el control de una S.A.?

Si

Análisis de los principales temas del Proyecto de Ley que regula la Oferta Pública de Adquisición de Acciones y los Gobiernos Corporativos.

OFERTA PUBLICA DE ACCIONES

OFERTA PUBLICA DE ACCIONES	OPAS Obligatorias	Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad.
		Cuando con la adquisición el comprador llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto.
		Si una persona pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, y que represente un 75% o más del valor de su activo.
	Ofertas que se eximen de ser OPAS obligatorias aunque cumplan las condiciones antes descritas	Adquisiciones provenientes de un aumento de capital, mediante la emisión de acciones de pago de primera emisión, que por el número de ellas, permita al adquiriente obtener el control de la sociedad.
		Cuando el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado. El proyecto define precio de mercado como aquel que resulte de calcular el promedio ponderado de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre noventa y treinta días anteriores a la fecha en que deba efectuarse la adquisición. Precio sustancialmente superior al de mercado, se define como aquel que exceda el precio de mercado en un porcentaje que determinará una vez al año la Superintendencia, y que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 15%.
		Las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de una fusión.
		Las adquisiciones por causa de muerte.
		Las que provengan de enajenaciones forzadas.
		Accionistas pueden retirar sus acciones hasta el día de cierre de la oferta.
		Ofertas dirigidas a una serie de acciones, deberán ser hechas en iguales condiciones para los accionistas de dicha serie.
	Definición detallada de OPAS	Define en lo que se entiende por una OPA, “ se entenderá que oferta pública de adquisición de acciones es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.”
		En caso de cualquier conflicto se designará un juez arbitro.
		Vigencia de la oferta no podrá ser inferior a 20 días ni superior a 30 días, pudiendo prorrogarse por un plazo máximo de 15 días y mínimo de 5 días.

OFERTA PUBLICA DE ACCIONES

Compra a prorrata	En caso que el número de acciones sea mayor a las que se ofreció comprar el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes.
Precio	Si alguna persona relacionada con el oferente o éste compra acciones de la sociedad a un precio más beneficioso, en un plazo 90 días antes y 120 días después deben pagar el precio más alto pagado a las personas que participaron de la OPA.
OPAS En el Extranjero	Las disposiciones de este proyecto se aplican sólo a transacciones realizadas en Chile, permite a las sociedades anónimas que pueden hacer OPAS a registrar sus acciones en el extranjero.
Cambios en la OPA	En caso que no se alcance el porcentaje mínimo establecido por el oferente al principio de la OPA, se invalida la oferta. El oferente tiene la opción de reducir sus pretensiones y comprar las acciones que aceptaron la oferta. Las ofertas sólo podrán modificarse para mejorar el precio de la oferta o para aumentar el número máximo de acciones que se ofrece adquirir.
Participación de AFP	Hasta ahora no podían participar en las OPAS, con este proyecto pueden participar con todos los derechos de cualquier accionista.
Información al mercado	Debe dar a conocer al mercado intenciones de tomar control de la sociedad mediante la oferta* Nuevo controlador debe informar al mercado la toma de control, si no debe hacer una OPA por el 20% de las acciones restantes Oferente debe entregar un informe con descripción financiera, jurídica y de los negocios del oferente o de sus controladores, además del detalle de la oferta, el precio, vigencia como financiará la compra. Número de acciones para considerar OPA exitosa.
Restricciones durante la Oferta	Durante la vigencia de la oferta no se podrán adquirir acciones de propia emisión, resolver la creación de filiales, vender más del 5% del activo e incrementar el endeudamiento en más del 10%.
Vacíos	No existe la posibilidad de squeeze out en caso de cierre de la S.A.

GOBIERNOS CORPORATIVOS

GOBIERNOS CORPORATIVOS	Responsabilidad de los Ejecutivos Principales y a los Administradores	Define ejecutivos principales como cualquier persona que tenga la facultad de representar a la sociedad en materias propias del giro o de tomar decisiones de relevancia en el mismo, independientemente de cualquier denominación que se les otorgue.
		Deben informar a la Superintendencia acerca del número de acciones que posean en la sociedad.
		La Superintendencia llevará registro de ambos.
	Responsabilidad del directorio	Los directores de la sociedad que se hace una OPA y las sociedades controladas por ésta deberán realizar un informe de la conveniencia de la oferta para tomar control
		Todos los directores deben hacer una declaración jurada si participa o esta relacionado de cualquier forma con la toma de control.
	Información privilegiada	Castiga su uso para un beneficio pecuniario Se puede entregar a las personas a cargo de realizar la OPA
	Series de acciones con distintos derechos políticos	Sociedades que actualmente tienen distintos tipos de series de acciones respecto al control pueden conservarlo
		Se podrán formar sociedades con distintos tipos de series de acciones con preferencias en el control sólo por un plazo máximo de cinco años, pudiendo prorrogarse por acuerdo de la junta extraordinaria de accionistas.
	Decisiones del directorio	Para contratos que signifiquen más del 1% del patrimonio social de la sociedad se debe recurrir a informes externos en caso de condiciones que no se ajusten al mercado.
		Altas multas en caso de infringir la ley.
		Quórum calificado para la venta de 50% o más de los activos y adquisición de acciones de propia emisión.
		Derecho a cualquier accionista que represente al menos 5% de las acciones emitidas de la sociedad demandar la indemnización de perjuicios.

GOBIERNOS CORPORATIVOS

Designación de un comité de directores

Compuesto por tres personas, al menos dos independientes del controlador, esto es al sustraer los votos del controlador también hubiera sido electo

Examinan informes de auditores para informar a accionistas, proponen auditores al directorio

Examinan transacciones con empresas relacionadas con los controladores y hacer informe

Examina sueldos de directores, ejecutivos principales y gerentes

Transacciones con personas relacionadas

En caso que no se pueda determinar si la transacción se ajusta a condiciones de mercado, el directorio con la abstención del director o directores de interés, podrán aprobar o rechazar la operación.

Comentarios Finales

- No existe consenso a nivel internacional de que un sistema es mejor que otro. EEUU en particular, por medio de regulaciones locales promueve la competencia de sistemas.
- La ley debe buscar la competencia de estructuras de propiedad y control alternativas.
- Chile presenta una estructura de propiedad y control concentrada
 - Las propuestas de la autoridad podrían llevar a cerrar las S.A. abiertas,
 - Las nuevas empresas podrían no encontrar atractivo el mercado de valores doméstico,
 - Se puede producir un paraguas que aisle a los actuales controladores de tomas de control hostil por el elevado precio que hay que pagar.
 - Altos costos sobre los directores.
 - Falta de precisión en numerosas materias que dejan abierta una ventana para arbitrariedades por parte de la autoridad
 - Mayor participación de la Superintendencia en el mercado.

OPAS Y GOBIERNOS CORPORATIVOS

Ricardo Raineri Bernain

rraineri@ing.puc.cl

Depto. Ing. Industrial y de Sistemas

Pontificia Universidad Católica de Chile

Santiago, Noviembre 2000