

REGULACIÓN SOBRE LA “VENTA DEL CONTROL” EN LA LEY DE OPAS: ¿UN CASO DE INIQUIDAD O SIMPLEMENTE UN ERROR?

Enrique Alcalde Rodríguez

Profesor de Derecho Civil de la Facultad de Derecho
de la Pontificia Universidad Católica de Chile

I. FINALIDAD DE ESTAS NOTAS

En el ámbito del derecho comercial, uno de los temas que más se han debatido en el último tiempo lo constituye la normativa sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS), incorporada a nuestra legislación a partir de la Ley N° 19.705. Desde que se iniciara su prolongado y azaroso estudio, diversos actores manifestaron sus reparos o elogios a la nueva iniciativa; siendo, sin embargo, sus principales comentaristas, no precisamente los miembros del estamento académico, sino más bien las cúpulas empresariales y políticas. Estas últimas, aunque puedan aparecer inspiradas en propósitos legítimos, carecen muchas veces de los conocimientos especializados que les permitan abordar el tema con la perspectiva técnica adecuada.

Entre los distintos factores o elementos cuya discusión suscitara esta iniciativa legal, quizás el principal aspecto fue aquel vinculado con la enajenación del control de las sociedades anónimas, el cual, hasta ese momento, quedaba regido por los principios generales de nuestra legislación mercantil y civil. Para nadie es un misterio que el tratamiento que en definitiva recibió esta materia en particular –la más sensible del nuevo marco legal– resultó ser el fruto de un acuerdo político que, si bien permitió desempantanar el proyecto, dista bastante de la aspiración que pudo tenerse en orden a contar con una normativa coherente y respetuosa de las garantías constitucionales envueltas en su diseño y aplicación. Lamentablemente, advertimos así y una vez más, que nuestra clase política ha sucumbido a la tentación de inmolar, en el altar de la “utilidad pública”, principios que son esenciales al Estado de Derecho que rige en el país.

A través de estas notas se quiere llamar la atención respecto de algunos aspectos que se relacionan con la enajenación del control y que, a nuestro juicio, dejan de manifiesto una cierta inconsistencia de nuestro legislador, a la par que una flagrante violación de garantías constitucionales.

2. OBLIGATORIEDAD DE LA OPA. IMPRECIIONES DEL CONCEPTO

De acuerdo con lo dispuesto por el artículo 199 que se agregara a la Ley de Valores en virtud de la Ley N° 19.705, salvas las excepciones que el mismo precepto señala, se hace imperativo observar el procedimiento de OPA en el caso de las siguientes adquisiciones de acciones emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas:

- a) Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad;
- b) La oferta que el controlador deba realizar de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 69 de la Ley N° 18.046, siempre que en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad o de la serie respectiva, y
- c) 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 consolidado, en cuyo evento debe efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control.

Por de pronto, cabe advertir que ya una primera consideración acerca de la legislación de OPAS obliga a plantear una *interrogante esencial* y que, *paradójicamente*, tiene que ver con el supuesto mismo que determina la aplicabilidad de sus normas. Según lo previene el artículo 198 de la ley se entiende por *oferta pública de adquisición de acciones* (OPA) “aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones ...”. A su turno, el artículo 199, al consagrar las hipótesis en que resulta obligatorio efectuar una OPA, alude a las adquisiciones de acciones “emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas” (los subrayados son nuestros).

De la lectura de uno y otro precepto se infiere, sin lugar a equívocos, que el primer elemento que exige la ley a fin de forzar la realización de una OPA consiste en que las acciones que se trata de adquirir hayan sido emitidas por una compañía que hace oferta pública de sus acciones. Por su parte, la misma ley, en su artículo 4°, define *oferta pública* de valores como *aquella “dirigida al público en general o a ciertos sectores o a grupos específicos de este”*. Sin embargo de lo dicho, existen numerosas sociedades –y entre ellas algunas de las que tienen mayor presencia bursátil– que actualmente y desde hace ya bastantes años, *no hacen oferta pública* de sus acciones pues no cuentan con una emisión de capital vigente y cuya suscripción esté pendiente. En otras palabras, se da el caso de importantes compañías que no obstante cotizar diariamente sus acciones en las bolsas de valores, a la luz de los conceptos definidos en la ley, no calificarían como emisores de títulos afectados por el sistema de una OPA imperativa. Con todo, atendida la difusión que la propia autoridad realizara respecto de la nueva normativa, así como de los ejemplos que ella misma propusiera para explicar sus alcances, ignoramos si efectivamente pretendió excluir o no a este grupo de sociedades del mecanismo de OPA obligatoria o bien si, como en otras ocasiones, se trata de un error producto de una actividad legislativa improvisada y desprolija.

2.1. *Justificación de un tratamiento diferente entre accionistas controladores y minoritarios*

En términos generales, aquellos que tienden a aproximarse al derecho desde la perspectiva de la *ingeniería social* más que apoyados en la realidad de las cosas, suelen pasar por alto el sustrato fáctico que se trata de regular. En el ámbito que aquí nos ocupa, pensamos que una buena parte de los argumentos que consideró el legislador al aprobar la denominada “Ley de OPAS” precisamente adoleció de una falta de cabal comprensión de los hechos que se proponían normar. Junto a ello, pensamos que también primó un deseo más o menos consciente por *igualar* los distintos intereses que se hallan en juego en este tipo de procesos; pero sin advertir que la justicia en muchas ocasiones no solo aconseja sino que exige reconocer y respetar las diferencias, así como las consecuencias que se derivan de estas. Y en este intento, quizás coadyuvieron algunos economistas –incluso otrora calificados de *ortodoxos*– que evidentemente no tuvieron debidamente en cuenta el marco constitucional que rige en nuestro sistema jurídico.

Es innegable que en la moderna sociedad anónima se advierte una clara y cada vez más pronunciada separación entre la propiedad y la administración de la compañía o, en palabras de otros, de una división entre el capital de control y el capital de ahorro, la cual, en razón de ser

legítima y justificada, a nuestro entender requería de un reconocimiento normativo¹. Como bien dice un autor, hoy en día el mando en la sociedad ha dejado de pertenecer a la junta de accionistas y está en manos de los administradores y del grupo de control², originándose, en definitiva, una suerte de "revolución de los managers" que, en verdad, corresponde más bien a una "tecnocratización" de la anónima, siendo lo clave la gestión del capital antes que su propiedad³.

En nuestra opinión, la realidad descrita no es más que el reflejo de otra situación igualmente evidente y que arranca su origen de la distinta clase de *intereses* que persiguen quienes adquieren acciones de una sociedad. Por un lado, nos hallamos con aquellos que buscan una inversión de largo plazo y cuyo principal interés consiste en la obtención de una renta periódica, segura y estable. Una segunda clase de accionistas la constituyen individuos animados por un mero afán especulativo, que procuran una ganancia rápida mediante la compra y venta del título, y que son verdaderos transeúntes en la vida de la sociedad. Finalmente, encontramos el grupo que actúa inspirado principalmente por una motivación empresarial, y para los cuales lo esencial es dirigir los destinos de la compañía a través de su administración, siendo determinante en este sentido la titularidad y mantención del control⁴.

2.2. Sentido y Valor del Control

Pueden ser muchas, y de muy variada naturaleza, las motivaciones que inducen a que determinados accionistas se planteen como objetivo el poseer el control de una sociedad, desde la finalidad de dar vida y conducir la idea o proyecto empresarial que los anima en su carácter de fundadores, hasta inspiraciones meramente subjetivas y personales como, por ejemplo, el mantener un determinado negocio en manos de una misma familia.

Analizado el tema desde una perspectiva jurídica –y adicionalmente al control directo que otorga el contar con la mayoría en el capital social– son también múltiples los instrumentos que contempla el ordenamiento legal a objeto de permitir la concreción de tales iniciativas. Entre las principales se pueden mencionar las siguientes: (i) Una estructura societaria de carácter *piramidal*, lo cual supone contar con una cadena de compañías subordinadas a una última "holding"; (ii) La división del capital social en distintas series, estableciendo las denominadas "*acciones sin voto*" o "*con derecho de voto limitado*"⁵; y finalmente, (iii) La

¹ PORFIRIO C., Leopoldo, "*Las acciones sin voto en la Sociedad Anónima*", Ediciones La Ley, Madrid, 1991, pág. 17.

² ALBORCH B., Carmen "*Las acciones sin voto*", Anuario de Derecho Civil, Vol. XXVII, Madrid, 1974, pág. 645.

³ Considerando lo dicho, creemos que el actual escenario ha superado las antiguas concepciones acerca de la sociedad anónima, cuyo funcionamiento, aunque en último término fundado en la riqueza o en el capital ("*una acción, un voto*") se pretendía fuera el espejo de una "democracia". De un tiempo a esta parte, tales nociones han cedido su puesto a formas de gobierno que a nuestro entender se asemejan más a una "aristocracia" basada en el talento y en la experiencia. Mayores reflexiones en torno a este tema pueden verse en nuestro trabajo "*Los Acuerdos de Actuación Conjunta, el Control y el Derecho de Voto en la Sociedad Anónima*". Estudio publicado en la Revista "Actualidad Jurídica", Año I, N° 2, julio 2000.

⁴ Al referirnos a este grupo pensamos en sujetos comprometidos realmente con la suerte y destinos de la empresa atendida la propia participación –ya sea en razón de poseer un interés patrimonial directo o bien a través de los usuales mecanismos de *stock option*– que estos tienen en el valor económico (no necesariamente reflejado de manera matemática en el capital accionario) de la misma. Por tanto, no cabe confundir a este grupo con aquel conformado por los llamados "*directores profesionales*", que postulan a convertir su integración a tales órganos en su verdadero oficio o profesión, colocándose en una suerte de "limbo empresarial" ajeno, absolutamente, a cualquier tipo de relaciones con todo grupo de interés o de accionistas. Asimismo, tampoco se identifican con las concepciones "publicistas" que se han formulado respecto de los grupos económicos, v.gr. la llamada "*teoría de Harvard*" de E. Merin Dodd, para la cual los directores de las grandes sociedades anónimas han de considerarse fideicomisarios, no solamente de los accionistas, sino también de toda la comunidad, incluyendo los acreedores, los trabajadores, los clientes, el Estado, etc., transformándose así en una especie de "servidores cuasi públicos". MARTORELL, Ernesto, "*Los grupos económicos y de sociedades*", Ad Hoc. S.R.L., Buenos Aires, 1991, pág. 59.

⁵ Esta especial clase de acciones, cuando es creada una vez funcionando ya la sociedad anónima, sirve también a los propósitos de capitalizar la compañía a través del aporte de recursos frescos que no suponga un riesgo, para el grupo dominante, de enajenar el control e influencia que ejerce sobre la sociedad.

celebración de “*acuerdos de sindicación de acciones*” o “*sindicatos de voto*”, es decir, convenciones de naturaleza parasocial o extrasocietaria, que acuerdan los accionistas para el ejercicio de los derechos emanados de la acción o de su calidad de socio⁶.

Según lo expresa Ricardo Paredes⁷, el valor del control de una sociedad, reflejado a su vez en el “*premio*” que un tercero estará dispuesto a pagar por su adquisición, puede fundarse en diversas consideraciones que nada tienen de ilegítimas o ilegales. Entre ellas destaca las siguientes:

- a) El grupo controlador suele aportar un insumo de gran valor, cual es el *monitoreo*. En este sentido, el valor del control sobre la sociedad puede justificarse en el hecho de evitar el problema de abuso que surge con los accionistas minoritarios, quienes no invierten en actividades de monitoreo y control. Si tales actividades son, pues, ejecutadas por el controlador, ello debe ser reflejado en un pago o premio que retribuya esta gestión, independientemente de las remuneraciones que tengan derecho a percibir en razón de sus cargos al interior de la administración, supuesto que los tuvieren⁸.
- b) En segundo lugar, y lo que es aún más importante, el valor del control en una sociedad anónima también se fundamenta y explica en función de la *inversión en capital humano específico* que pueda realizar el grupo controlador. Si el control de la sociedad está bloqueado, los ejecutivos de la empresa miembros del grupo controlador tienen un mayor incentivo para invertir en capital humano que es específico a la organización, el cual –apunta– sería fácilmente expropiable si este grupo no tiene bloqueado el acceso al control de la sociedad.

Refiriéndose a la situación particular que presentan aquellas compañías en las cuales existe una serie de acciones con preeminencia en el control, el mismo Paredes afirma que “la legitimidad de una mayor valoración por el control es particularmente clara cuando, como en una gran cantidad de casos, las empresas originalmente se conciben con acciones de distinto tipo en términos de su capacidad de decidir el futuro de la empresa. Para entender cómo una empresa puede llegar a firmar un pacto en el cual se “cede el control”, o accionistas que están dispuestos a tener una participación igualitaria en los dividendos pero no acceder al control,

⁶ SOLARI C, Osvaldo, “*Breves propuestas sobre la sindicación de acciones*”, Ad Hoc, Buenos Aires, 1998, pág. 69. Otras definiciones pueden consultarse, en la misma obra, en los trabajos de Ricardo OKS (“*La sindicación de acciones*”) y de Ricardo A. NISSEN (“*Sindicación de Acciones*”) y en el estudio de Lorenzo MOSSA (“*Los sindicatos de acciones*”, Revista de Derecho Privado, Madrid, 1948, pág. 2. BEBCHUCK, KRAAKMAN y TRIANTIS (“*Stock Pyramids, CrossOwnership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*”, NBER Working Paper, 1999), identifican tres formas contractuales que permiten separar el control de una organización de los derechos sobre los excedentes que ella genera, de suerte tal que un grupo de accionistas tenga la capacidad de mantener y cerrar el acceso al control de una empresa a pesar de poseer menos de la mayoría de los flujos de caja asociados a los títulos emitidos por la sociedad. Ellos son el “control piramidal”, el “control cruzado” y las “acciones de distinta clase”. En particular, se destaca, como la modalidad más simple y transparente para crear una estructura de control minoritario, la emisión de acciones de distinta clase, donde en forma explícita y directa se produce una separación del control de la empresa respecto de los derechos sobre los excedentes que ella genera. PAREDES, Ricardo, “*Causas y Consecuencias del Control Corporativo: El Caso de las Sociedades “Chispas”*”, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad de Chile, 1999, pág. 8.

⁷ Sobre este particular puede verse el acucioso e interesante trabajo de este connotado profesor y Decano de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, citado en la nota anterior.

⁸ Cabe considerar, por otra parte, que así como no resulta lícito confundir la existencia de un *premio* en la venta de acciones que otorgan el control con la *remuneración* a que tiene derecho un administrador de la compañía –toda vez que uno y otra obedecen a conceptos completamente distintos– tampoco corresponde confundir los derechos y limitaciones que afectan a una persona en razón de su calidad de accionista con aquellos que se vinculan a su condición de administrador. En caso contrario, se podría arribar a absurdos lógicos y jurídicos como, por ejemplo, estimar que los directores de una sociedad anónima, por ese solo hecho, se encuentran impedidos de enajenar sus propias acciones.

debe señalarse que el mercado asigna un valor a ese control. El sentido común así lo señala; un accionista controlador puede hacer lo mismo que un accionista no controlador y más. En efecto, el accionista que tiene la posibilidad de controlar la empresa, si lo desea, puede ser pasivo. Por su parte, ello no dependerá de un accionista que no tiene el tipo de acciones o la participación accionaria suficiente para ejercer su control. Consecuentemente, la ventaja que obtienen los accionistas no controladores es que, para su aporte de capital, ellos adquieren una proporción mayor de los dividendos que los que obtendrían si es que sus acciones no tuvieran restricciones de acceso al control"⁹.

La literatura extranjera existente en torno a estas materias también reconoce que "el hecho que una acción pertenezca a un *bloque controlador* hará en general que dicha acción tenga un valor muy superior al que posee aquella otra acción que forma parte de un paquete de acciones sin poder de control sobre la sociedad". La razón de ello, conforme lo señalan Solomon, Schwartz & Bauman, radica en que una persona que posee el control tiene las "llaves del tesoro de la empresa", sin que ello suponga que el valor o premio que le asigne el mercado deba explicarse en función de una pretendida intención de hacer usos inadecuados o ilícitos de tal poder o posición. En este sentido, se cita el ejemplo de aquel inversor que es un hombre de negocios hábil que ha tenido éxito comprando compañías en dificultades y "transformándolas", mediante un cambio en su estrategia. Si este inversor comprara un interés no controlador en la "Empresa Objetivo", no podrá influenciar en su estrategia, debiendo por tanto contentarse con el manejo y gestión de aquella tal como existe en la actualidad y cifrando sus esperanzas en que logre recuperar su inversión. En cambio, si tiene la posibilidad de adquirir el control de la "Empresa Objetivo", estará en condiciones de modificar las pautas de gestión de la sociedad, instando, por ejemplo, por la venta de sus activos, la diversificación de sus actividades y la ejecución de otras acciones susceptibles de influir directamente en su futuro. Entonces no tiene nada extraño o ilegítimo de su parte querer pagar un precio superior por cada acción, para obtener un interés controlador sobre la sociedad, comparando con las desventajas que acarrearía para él la compra de un interés no controlador¹⁰. La misma consideración lleva a concluir que si bien el *fundamento* o la *razón* que se tenga para asignar un "valor" al control puede, en definitiva, beneficiar a todos los accionistas —incluidos naturalmente los minoritarios—, v.gr. merced de la mayor eficiencia que se logre en la administración de la sociedad, ello en modo alguno transforma en ilegítimo el "premio" que se esté dispuesto a pagar por las acciones que permiten adquirirlo, como tampoco permite desprender que aquel premio deba ser compartido por todos los accionistas sin distinción.

A partir de lo expuesto en precedencia, se deduce, entonces, que el control corporativo no tiene que ver necesariamente con acceder a posibilidades de conductas o comportamientos injustos o ilícitos, para favorecer, por ejemplo, a los accionistas controladores en detrimento

⁹ PAREDES, *op. cit.*, págs. 24 y 25. En el mismo estudio ya citado, el destacado académico comenta y justifica plenamente la diferencia de precios entre las acciones serie A y serie B de las sociedades "Chispas" que tuvo lugar con motivo de la OPA de Endesa España el año 1997. De este modo contradice la opinión de quienes, como PFEFFER URQUIAGA, Francisco ("*Nuevas Regulaciones en las Tomas de Control y Oferta Pública de Adquisición de Acciones*", Revista Chilena de Derecho, Pontificia Universidad Católica de Chile, Vol. 28, N° 1, pág. 117, nota N° 14), han pretendido ver un ilícito en dicha diferenciación de valor. Este último también ha criticado lo que identifica como un "*compromiso*" de los ex ejecutivos de Enersis de ejercer el control "*en beneficio*" de Endesa España. Para una completa y razonada refutación de estas y otras afirmaciones del profesor de la Universidad Central, puede consultarse el libro "*Buscando el Control Corporativo: El Ingreso de Endesa España a la Propiedad de Enersis*", del doctor en Economía y Jefe del Departamento de Ingeniería Industrial y de Sistemas de la Escuela de Ingeniería de la Pontificia Universidad Católica de Chile, Ricardo RAINERI B., Ediciones Universidad, Santiago, 1999.

¹⁰ "*Corporations*", de STEVEN L., Emanuel, escrito con la colaboración de Gregory Patchen y cuya segunda edición fue preparada con la ayuda de Marilyn Macchia, Emanuel Law Outlines, Nueva-York 1992-1993, en un capítulo no numerado titulado "*The Duty of Loyalty*", págs. 175-188. En igual sentido, Paredes apunta que si el grupo controlador goza de inmunidad a una toma de control, entonces es él quien tiene la "llave" que permite materializar el beneficio que resulta de un cambio de aquel. *Op. cit.*, pág. 12.

de los no controladores. Asimismo, y según se verá más adelante, la existencia de un "mercado" para el control, que no contemple severas trabas o restricciones a su transferencia, favorece no solo a los controladores, sino que a los minoritarios y al propio sistema societario en su conjunto.

Considerando el objetivo propuesto en estas notas, no corresponde comentar aquí la definición de "control" que se contiene en nuestra legislación vigente. Con todo, en razón de su importancia para los aspectos que se abordarán al tratar del derecho de propiedad sobre este tipo de bien, conviene consignar que más allá del concepto que explícitamente se recoja en la ley (por lo demás con contornos bastante imprecisos) aquella reconoce la posibilidad de tener un control de *hecho*, *fáctico* o *efectivo* sobre una sociedad anónima, el cual no coincide necesariamente con su propia definición en el tema. En efecto, esta especie de control puede resultar no ya de una determinada participación en el capital ni tampoco debido a la existencia de un acuerdo de actuación conjunta, sino que ser producto de la situación particular que ocupa en la sociedad un determinado accionista o grupo de accionistas y que se traduce en la capacidad de administrar la compañía y dirigir sus destinos, independientemente de la porción de capital que se posea en la misma o de que forme parte de un pacto de accionistas. En este sentido, el sistema norteamericano, menos proclive a encasillarse en definiciones legales rígidas o que no se condicen con la realidad de la empresa, reconoce que la existencia de un interés controlador es una *cuestión de hecho*, lo cual precisamente se revela cuando estamos en presencia del denominado "*paquete de control efectivo*"¹¹.

En el contexto de que tratamos, una de las vías que permiten acceder a la titularidad de este control que hemos denominado *fáctico* —y que, no está de más recordarlo, constituye un bien plenamente *comerciable* desde la perspectiva jurídica, pese a lo precario o inestable que pueda ser— se relaciona con aquello que en el derecho anglosajón se conoce como *corporate proxy machinery* y que comprende todos los instrumentos materiales, v.gr. servicios postales, campañas de recolección de poderes, etc, obtenidos ora gratuita ora remuneradamente, con el fin de obtener delegaciones de voto suficientes para asegurarse un control efectivo sobre la compañía¹². Frente a esta posición, algunos han sostenido que no corresponde hablar de un control "legal" y de otro diferente como aquel que llamamos "efectivo" o "fáctico". Primeramente, porque la normativa pertinente no menciona más que un tipo de control, sin que sea por tanto lícito distinguir donde la ley no lo hace y, adicionalmente, en razón que una tal distinción carecería de toda utilidad¹³.

Haciéndonos cargo de la primera objeción, es oportuno recordar los peligros que entraña el adagio o aforismo en que se apoya la crítica. De aceptarse en la literalidad de sus términos, no solo se podría llegar a profundas injusticias sino que negaríamos de entrada toda posibilidad de lograr un progreso del derecho (el que no coincide necesariamente con la "ley") e, incluso, supondría desconocer la existencia misma de la ciencia jurídica, la cual, precisamente, consiste y exige "distinguir". Sin embargo, estimamos que para confirmar nuestra tesis basta con esgrimir razones susceptibles de satisfacer al más entusiasta de los seguidores de Kelsen. Ocurre, simplemente, que no es cierta la afirmación según la cual la ley no ha hecho distinciones al referirse al control. Así, por ejemplo, mientras en su artículo 97 alude al

¹¹ Este último se caracteriza por conferir a quien lo posee el "poder de utilizar los activos de una empresa de la manera que estime conveniente", *Solomon, Schwartz & Bauman*, cit. Steven L. Emanuel, pág. 175.

¹² Según observa Eisenberg, este mecanismo "es imprescindible en las sociedades anónimas modernas para procurar la participación del accionista en la actividad decisoria fundamental." PAZ AREZ R., José, "*Reflexiones sobre la distribución de poderes en la moderna Sociedad Anónima*", Revista de Derecho Mercantil. N° 143-146, Madrid, 1977, pág. 575.

¹³ En este sentido se pronuncia PFEFFER URQUIAGA, *op. cit.*, pág. 124. Sin perjuicio de los argumentos que consignaremos a fin de responder esta crítica, no deja de ser paradójica que el mismo Pfeffer, en su citado artículo, se refiera explícitamente al "*control de hecho*" de la sociedad anónima al referirse al porcentaje de participación en su capital que otras legislaciones estiman razonable para ejercer un "*control efectivo*" sobre ella. (Así, por ej., en *op. cit.*, pág. 116).

"control" a secas o sin otro apelativo, en el artículo 203, letra a) –referido al prospecto en que constan los términos y condiciones de una OP– se exige individualizar los "*controladores efectivos*" del oferente¹⁴. Considerando lo anterior, cabe entonces preguntarse, si para el legislador solo hay un concepto de control, ¿qué sentido tiene la mención a un control "efectivo"? A nuestro juicio, la referencia a esta especie de control nos estaría indicando que junto con aquel que se define expresamente –y que puede emanar de la propiedad sobre el capital de la compañía o bien de la existencia de acuerdos de actuación conjunta, o de una combinación de una y otros– existe un control que no cabe dentro de la estrecha definición de la ley y que se vincula con la capacidad de conducir los negocios de la sociedad, independientemente de cuál sea el origen o fuente de la cual deriva tal condición (v.gr. la obtención masiva de poderes que otorgan los accionistas en función del mérito personal de un empresario).

Relativa a la segunda crítica, la cual supone atribuir ninguna utilidad a la distinción que analizamos, creemos que no se requiere de una especial agudeza para desprender la singular importancia práctica que aquella conlleva. En efecto, si se niega entidad jurídica a esta modalidad del control, será fácil desconocer tanto la procedencia de asignarle un determinado valor económico como la facultad de disponer de él. Dicho en otros términos, no aceptar nuestra posición –corroborada, según se dijo, por la misma Ley de Valores y por los principios generales del derecho común– pavimenta el camino hacia cualquier expoliación de los derechos que cabe reconocer al titular del control efectivo de una sociedad; y ello, sobre la base del simple y pueril argumento de rechazar la posibilidad que aquel pueda ser concebido como un bien comerciable y susceptible, como tal, de ser amparado a través de la garantía constitucional que protege el dominio.

3. AUTONOMÍA PRIVADA Y ORDEN PÚBLICO ECONÓMICO

Decíamos, poco más arriba, que hasta la promulgación de la Ley N° 19.705, tanto los hechos jurídicos como los actos conducentes a la enajenación del control quedaban en general entregados a la libre voluntad de las partes intervinientes en la pertinente operación. De esta manera, la anterior normativa no hacía sino respetar la observancia del principio de la *autonomía privada* que desde antiguo inspira la legislación civil y comercial¹⁵.

Si bien es cierto las instituciones deben demostrar su capacidad de adaptarse a los cambios, pensamos que ello no puede hacerse a costa de sacrificar los fundamentos que han dado origen a su propia existencia, y sin los cuales, a la postre, se corre el evidente peligro de consagrar una verdadera involución o retroceso de las conquistas que en el ámbito de la

¹⁴ Cabe agregar que en el artículo 54 del proyecto de ley primitivamente enviado por el Ejecutivo a tramitación legislativa se incluía también una alusión explícita a este control efectivo, más tarde sustituida por la norma ya comentada. En concreto, al tratar sobre el contenido del aviso de toma de control, dicho precepto requería individualizar quién sería el "*controlador efectivo*" de la sociedad para el evento de perfeccionarse la operación.

¹⁵ La *autonomía privada* supone el respeto a la persona y el reconocimiento de sus fines, siendo dentro de este marco donde el hombre puede realizarse plenamente, constituyendo, además, un deber del Estado contribuir a crear las condiciones sociales que así lo permitan (art. 1° de la C. P. de la Rep.). Por tal razón, la supresión de la autonomía privada como principio general de derecho llevaría consigo la total anulación de la persona y su conversión en un puro instrumento de la comunidad. También debido a ello, destaca su rol de criterio inspirador de la labor interpretativa, con lo que se quiere significar que todas las normas jurídicas deberán interpretarse en la forma que resulte más conforme al principio general y de modo que aquellas que representen una excepción a él, reciban siempre una aplicación restrictiva. DÍEZ-PICAZO y GULLÓN, "*Sistema de Derecho Civil*", Vol. I, (1989), Tecnos, Madrid, pág. 391. A este mismo respecto, Rescigno observa que el reafirmar la autonomía de los sujetos privados y la libertad como "el principio" o "la regla" del sistema no es, sin embargo, un planteamiento puramente ideal, privado de valor práctico, toda vez que su sentido concreto radica en que las limitaciones, singularmente y consideradas en su conjunto, son y deben ser la excepción. Citado por FERNÁNDEZ SESSAREGO, Carlos, "*El Supuesto de la denominada "Autonomía de la Voluntad"*", en Instituciones de Derecho Privado, "Contratación Contemporánea. Teoría General y Principios", Palestra Editores, Lima-Perú y Editorial Temis S.A., Bogotá-Colombia, 2000, pág. 228.

libertad tanto esfuerzo han demandado a través de la historia¹⁶. Es precisamente este riesgo el que advertimos en iniciativas que, como aquella que ahora comentamos, se han pretendido revivir en nuestro medio a partir de la última década.

En este sentido, nos parece que muchos de los embates que se dirigen en contra de los derechos de la persona por parte del poder público, principalmente en el ámbito económico que examinamos, importan desconocer o bien confundir cuál es, primero, el origen y naturaleza de la facultad que asiste a los particulares para "autonormar" sus relaciones jurídicas y, segundo, los límites que no ya los privados, *sino que la misma autoridad*, deben observar en este campo. De igual modo, y debido a la mayor sutileza que encierran sus argumentos, notamos que existe una forma de invasión de la órbita de actuación privada que se revela como particularmente peligrosa. Consiste esta en la apelación a pretendidas "razones" de "bien común" o de un supuesto "interés superior de la sociedad" —o incluso también del propio "mercado"— merced de lo cual se han llegado a vulnerar derechos esenciales de la persona, como si fuera ella, y no la sociedad o el Estado, el ser meramente "accidental"¹⁷. Así pues, ya casi no asombra ver cómo en ocasiones se invocan, prescindiendo de su real contenido y efectos, conceptos como el de *orden público económico*, que la práctica ha demostrado son enormemente eficaces para justificar violaciones a garantías fundamentales del individuo¹⁸.

Aplicados los conceptos anteriores a la normativa que nos ocupa, y si atendemos a los objetivos que inicialmente se propuso el legislador al abordarla, creemos que este siguió una alternativa equivocada. En efecto, si se pretendía precaver abusos del controlador en desmedro de los accionistas minoritarios, debió tenerse presente que el ámbito en el cual tales conductas reprobables podían hallarse no se vincula precisamente con la transferencia del control sino que, más bien, con otras acciones tales como la enajenación de activos o flujos económicos subvaluados a personas relacionadas al controlador o las adquisiciones de bienes o contratación de servicios sobrevalorados con esas mismas personas. Para la consecución de estos fines, existían evidentemente otros mecanismos, referidos, por ejemplo, a mayores re-

¹⁶ En lo que se refiere a sus múltiples manifestaciones, la autonomía privada encuentra un cauce natural de expansión y desarrollo, aunque no el único, en el ejercicio de la iniciativa que asiste a los particulares en materia económica. De ahí, entonces, que el constituyente, junto con explicitar su primacía (art. 1° de la C. P. de la Rep.) y restringir la intervención estatal en este plano (art. 19 N° 21, inc. 2° de la C. P. de la Rep.), haya también consagrado una garantía individual destinada a asegurar una de las formas concretas en que esta se expresa (art. 19 N° 21, inc. 1° de la C. P. de la Rep.). Tal vez su principal paradigma viene a ser la libertad contractual, la cual se revela como la vía que en mejor medida permite que los particulares participen en la creación del derecho, generando y a la vez regulando sus relaciones jurídicas, al tiempo que con ello se fomenta una mayor aceptación y prestigio de aquel dentro de la comunidad. En este orden, principios generales tan evidentes como el *pacta sunt servanda*, precisamente arrancan su fuerza —adicional a la emanada del imperativo moral que obliga a respetar la palabra empeñada— del hecho que el contrato, por un lado, siempre ha de ser el resultado de una libre determinación de las partes (*libertad de contratar*) y, del otro, que al contratar estas han aceptado libremente —y a menudo elegido y concordado— el contenido de la convención celebrada (*libertad contractual*). En este sentido puede verse, v.gr. MESSINEO, Francesco, "Manual de Derecho Civil y Comercial", Tomo I, Ediciones Jurídicas Europa-América, Buenos Aires, 1979, págs. 51 y 52.

¹⁷ Apreciamos, asimismo, que luego del fracaso del socialismo y las doctrinas estatizantes que le sirvieron como fieles esbirros, el nuevo "Leviathan" que amenaza la libertad y dignidad del hombre ha optado por utilizar el ropaje de una exorbitante "regulación". Esta última, a su vez, suele acompañarse de un deseo por buscar una reglamentación estatal "justa y equilibrada" y que a la larga conduce a que las normas cuya fuente debiera estar radicada en la autonomía privada se vean peligrosamente desplazadas. De esta suerte, aquella ya no tendría que respetarse por estar íntimamente vinculada a la naturaleza de la persona como ente racional y libre, sino en cuanto sirva a los fines o intereses de la colectividad. ALCALDE R., Enrique, "Persona Humana, Autonomía Privada y Orden Público Económico", revista Actualidad Jurídica, Año II, N° 4, Facultad de Derecho, Universidad del Desarrollo, 2001 En un sentido similar se pronuncia también DE CASTRO, Federico, "El Negocio Jurídico", Instituto Nacional de Estudios Jurídicos (1971), Madrid, pág. 15.

¹⁸ En este sentido y especialmente a propósito del significado y límites del concepto de *orden público económico*, puede verse FELIÚ S., Olga, "El Ejercicio de la libertad económica y las facultades de los organismos antimonopolios", Revista "Actualidad Jurídica", Facultad de Derecho, Universidad del Desarrollo, año I, N° 1, enero 2000; así como nuestro artículo citado en la nota precedente.

querimientos de información y publicidad que pudieron haberse reforzado –apuntando de un modo inmediato y directo a la prevención deseada– antes que recurrir a expedientes que, además de no guardar relación con tales materias, suponían violentar derechos esenciales del controlador y privar incluso a los propios accionistas minoritarios de los beneficios que deriven de una transferencia del control. Con respecto a esto último, cabe consignar que una legislación que facilite, en vez de entorpecer, los cambios de controlador, no solo representa un buen mecanismo de mercado para la mejor y más eficiente autorregulación de las sociedades, sino que constituye también una atractiva posibilidad para que los accionistas minoritarios obtengan ganancias a partir de un cambio en el control. Así, por ejemplo, ante una tal transferencia pueden verse favorecidos por la vía de recibir un precio mayor al de mercado, aunque no sea igual al percibido por el controlador que enajena o, incluso, resulte sustancialmente inferior a aquel¹⁹. De otra parte, también pueden resultar beneficiados aquellos accionistas que deciden mantener su inversión ante un cambio de controlador. Así, por ejemplo, es dable suponer que aquel que esté interesado en pagar una "prima" por adquirir el control de una compañía lo hace en razón de la confianza que tiene en su futura gestión. Desde este punto de vista, entonces, el minoritario que desee "apostar" por el nuevo controlador, podrá, a su vez, reportar beneficios de las políticas exitosas impulsadas por él, v.gr., a través de una mayor eficiencia en la administración, la apertura de nuevos mercados, la venta de activos "inútiles", la reorientación del negocio, el logro de sinergías, el hecho de contar con un mayor respaldo financiero, etc.

Si se examina el tema desde la perspectiva general sobre el funcionamiento del mercado y de las sociedades anónimas, nos parece que concurren varias y buenas razones para estimar inapropiado el establecimiento de un sistema de OPA imperativa. Veamos por qué.

- a) Al inicio de esta notas nos referimos a los distintos *intereses* susceptibles de ser identificados en una sociedad anónima, los cuales, a su vez, permiten y justifican reconocer diferencias entre los accionistas que participan en ella. El legislador, por su parte, debiera tener en cuenta tal realidad al momento de regular la materia, procurando determinar, por ejemplo, cuáles son los objetivos que guían a los pequeños accionistas cuyos intereses desea proteger. En este sentido, pensamos que la principal finalidad que motiva a estos últimos a invertir no consiste en la expectativa de obtener una futura y eventual ganancia como consecuencia de su participación en una prima de control; de hecho, comúnmente esta clase de accionistas ni siquiera se representa tal posibilidad al momento de adquirir sus acciones. Lo que normalmente les animará será el propósito de contar con un "portfolio" de inversiones que sea lo suficientemente diversificado como para conseguir una rentabilidad que, en su conjunto, resulte apropiada. Desde este punto de vista, parece evidente que mientras mayores sean las limitaciones y restricciones que afecten las transferencias accionarias, menor será el dinamismo del mercado, lo cual, a su turno, se traducirá también en una menor rentabilidad para quienes participan en él.
- b) El hecho de que el control de una sociedad anónima únicamente pueda obtenerse adquiriendo el 50, 1% o más de su capital produce, como efectos naturales, por un lado restringir la posibilidad de que surjan *nuevos* grupos económicos y, por el otro, favorecer el que se consoliden los ya existentes. De este modo, el tipo de restricciones que se comentan actúa precisamente en el sentido inverso de aquel postulado por quienes persiguen una menor concentración del ingreso y del poder económico.

¹⁹ Un claro ejemplo de ello lo suministra el denominado caso Chispas, donde los accionistas no controladores (socios de la serie A), obtuvieron un retorno de su inversión ascendente a un 43.968% (cuarenta y tres mil novecientos sesenta y ocho por ciento) –si se trataba de un accionista "original" o fundador de la sociedad a julio de 1987) y de un 340% (trescientos cuarenta por ciento)– si las acciones fueron adquiridas directamente en la bolsa de valores 4 años antes de la OPA (marzo de 1993).

- c) La imposición de restricciones para la libre transferencia del control, más que favorecer el desarrollo del mercado de capitales puede producir precisamente el efecto inverso, especialmente en mercados no demasiado profundos como el nuestro. Así pues, tratándose de una sociedad anónima cerrada, la natural reacción de los accionistas controladores será la de mantener la compañía en esa condición y, si es abierta, existirá la tendencia opuesta. Una y otra, sin embargo, llevarán al mismo resultado, es decir, a la falta de incentivos para una incorporación creciente de sociedades a dicho mercado y la consiguiente inducción a una mayor concentración de la propiedad.
- d) Dados los mayores costos que para el interesado en adquirir el control puede significar la obligatoriedad de la OPA, lo probable es que aquella sea solo parcial y no se formule por el total de las acciones de la compañía "objetivo". En tal evento, la experiencia enseña que las acciones que queden en poder de los anteriores accionistas después de operado el pertinente prorrateo, al menos en el mediano y corto plazo, disminuirán su valor. A consecuencia de ello, las ganancias que se hayan obtenido con ocasión de la venta del control, pueden, a la larga, verse sustancialmente mermadas en razón de una pérdida de liquidez que sufrirá su inversión remanente.
- e) Por último, tampoco nos parece tan cierto que un sistema de OPA forzosa proteja a los miles de pequeños ahorrantes que a diario invierten sus recursos en las distintas compañías que operan en el mercado de capitales nacional. De hecho, desde un punto de vista de "política" legislativa, el mecanismo de OPA imperativa a la postre puede resultar casi *neutro* para tales accionistas. En efecto, si aquellos han diversificado sus inversiones y comprado, por tanto, títulos de varias sociedades, los eventuales beneficios que se sigan de su condición de sujetos pasivos de una futura OPA, se verían "anulados" con los mayores costos que tendrán que soportar si, al mismo tiempo, son también accionistas de la compañía que decide formular una OPA.

Frente a los inconvenientes que se han reseñado, y retomando nuestra apología por la autonomía privada como principio esencial del derecho privado, nos asiste la convicción de que hubiera sido preferible establecer un sistema de OPA con mayores espacios de libertad, donde fueren los propios individuos –y no la ley– quienes pudieren en definitiva adoptar las decisiones. En este contexto, podría haberse creado un mecanismo que permitiera a las sociedades definir en sus propios estatutos –los cuales son públicos– cuál será el régimen aplicable a sus accionistas en el caso que terceros tuvieran interés en obtener el control.

4. PROPIEDAD SOBRE EL CONTROL. INCONSTITUCIONALIDAD E INCONSECUENCIAS DE LA NUEVA LEY

De acuerdo con los principios y normas constitucionales que imperan en nuestro país, se asegura a toda persona el derecho de propiedad en sus diversas especies, sobre cualquier clase de bienes, sean estos corporales o incorporales. Asimismo, dicha protección se extiende tanto a las atribuciones como a las facultades esenciales del derecho de dominio, entre las cuales se encuentra, como es sabido, la facultad de disposición.

Los preceptos de la nueva legislación afectan gravemente el derecho de propiedad de aquellos accionistas que adquirieron el control de una sociedad bajo la vigencia de la anterior normativa, y lo hacen bajo diversos capítulos o conceptos.

4. Primeramente, se lesiona la facultad de disposición que tales accionistas tienen sobre las acciones que le confieren la titularidad del control. Desde este punto de vista, el hecho de sujetar su transferencia a un mecanismo de OPA obligatoria claramente vulnera el derecho de propiedad que tienen sobre este bien²⁰.

²⁰ Nos parece que no constituye salvaguarda alguna la disposición que se contiene en el artículo 10° Transitorio de la ley, toda vez que entrega a un tercero (la junta de accionistas) –diverso del propietario del respectivo bien– la decisión sobre si la compañía se acoge o no a los nuevos preceptos.

4.2. Enseguida, la ley también desconoce el derecho que poseen los controladores para hacer suyo el mayor valor inherente a las acciones que les atribuyen esta condición. Ello, por la vía de obligarlos a "compartir" su importe -cualquiera que fuere su monto- con los accionistas minoritarios.

Si bien algunos han pretendido negar la legitimidad que implica asignar a los paquetes controladores un valor superior al de mercado —o incluso la existencia misma de un premio o mayor valor— tanto la experiencia nacional como extranjera han reconocido su procedencia y justificación²¹. Así, por ejemplo, Paredes hace ver que el "premio por control" asociado a las inversiones realizadas por el grupo controlador en actividades de monitoreo y asociado a la inversión que realiza el grupo controlador en capital humano específico, buscan proteger *ex post* una inversión específica con carácter de costo hundido y de fácil expropiación. Desde este punto de vista, el beneficio del premio por control actúa de la misma forma como lo hacen las patentes de invención que tienen como objeto proteger la inversión en investigación y desarrollo realizada en bienes con características de "bien público"²². Por otro lado, reconocer la existencia de beneficios para la organización por las inversiones específicas realizadas por el grupo controlador significa reconocer que el grupo controlador tiene el legítimo derecho a reclamar un premio por el control que ejerce en la sociedad. Este premio, acota, de ninguna manera va en desmedro de los accionistas no controladores, los cuales, por la inversa, cuentan con un incentivo perverso para renegar de las inversiones específicas realizadas *ex ante* por el grupo controlador.

"Visto de esta manera —agrega el mismo autor— la pugna por el control corporativo puede ser la consecuencia de un comportamiento oportunista postcontractual por parte de los socios que no tienen el control. En efecto, son socios que cedieron el derecho al control (explícita o implícitamente), y que así accedieron a la sociedad en un porcentaje mayor de acciones al que hubieran tenido. Así, pretender un cambio en las condiciones a través de la invalidez del contrato (disolución de la sociedad) es, en este caso, muestra de un comportamiento oportunista postcontractual"²³. En similar sentido se pronuncian Cabrera, De la Cuadra, Galetovic, Quintana y Zurita cuando descartan, como figura de expropiación de los derechos del minoritario, aquellos casos en los cuales una diferencia en el acceso a los flujos o beneficios a favor del controlador obedece a una estipulación que de antemano se ha estipulado en los estatutos de la empresa²⁴.

Si atendemos al derecho norteamericano, concluiremos que la regla general consiste en reconocer que el accionista que dispone del poder de control pueda vender su paquete de acciones representativo de aquel a cambio de un sobreprecio, estimándose en principio legítimo que guarde para sí mismo este último²⁵. Un ejemplo de tal doctrina podemos hallar en el caso Zetlin v. Hanson Holdings, Inc., 397 N.E. 2º 3987 (N.Y. 1979)²⁶. De otra parte, también

Muy
uso
por el
control

²¹ Nuestra propia historia económica nos muestra hasta dónde puede llegar la imaginación de los espíritus reguladores cuando se ha tratado de desconocer y atropellar el derecho de propiedad. Piénsese, por ejemplo en el cúmulo "ingeniosos" argumentos a los cuales se echó mano para justificar el proceso de reforma agraria o la negativa para reconocer eficacia a los "contratos leyes" bajo el imperio de la Constitución Política que precedió a la actual.

²² Es decir, el premio por control se puede conceptualizar en forma análoga a cuando se presenta un problema de eficiencia *ex ante* versus eficiencia *ex post*. PAREDES, *op. cit.*, pág. 11.

²³ *Ib. id.*, pág. 25. En lo que toca a nuestro medio, se corre el riesgo de incentivar este tipo de comportamientos cuando se acepta, sin ninguna clase de aprensión, el llamamiento y posterior reclutamiento —incluso a través de internet— de accionistas minoritarios dispuestos a iniciar acciones judiciales que, en definitiva, no les supondrán mayores costos.

²⁴ "Regulación de las Transferencias de Control Corporativo: Discusión Teórica e Implementación Empírica", junio 2000.

²⁵ STEVEN, *op. cit.*, pág. 178.

²⁶ "Los D y familia son dueños colectivamente del 44% de las acciones de Gable Industries, Inc. Los D venden sus derechos a Flintkote Co. Por \$ 15 por acción en un momento en que la cotización de Gable en el mercado abierto es ligeramente superior a \$ 7 por acción. P, un pequeño accionista, sostiene que los accionistas minoritarios

la jurisprudencia de dichos tribunales se ha pronunciado en orden a que un "precio excesivo" no constituye, *per se*, un índice que permita atribuir una intención ilícita o el ánimo de defraudar a los minoritarios a quien pretende obtener el control de la compañía (*Clagett v. Hutchison*, 583 F. 2d 1259 (4th Cir. 1978))²⁷. Como se comprenderá fácilmente, la referida presunción de legitimidad de las primas por control no podría amparar aquellos casos en los cuales el accionista vendedor actúe inspirado en función de un interés no tutelado por la ley, v.gr., cuando pretende apropiarse de un negocio que corresponde a la sociedad. Determinar si la enajenación del control aparece animada por una intención ilícita o conduce a un resultado ilegítimo exigirá, pues, un análisis pormenorizado de la respectiva situación y sus circunstancias. Lo que no resulta lógico ni jurídicamente procedente será afirmar, sin más, que el mero hecho de vender la posición controladora, percibiendo por ello un mayor valor que aquel que tuviere en el mercado la acción individualmente considerada —por significativo que fuere— constituye un comportamiento reprobable, o bien da cuenta de la apropiación indebida de una oportunidad comercial que pertenece a la compañía y no al accionista que enajena²⁸.

4.3. Un tercer aspecto del tema que aquí analizamos y en el cual también advertimos la inconstitucionalidad de la ley se refiere a la hipótesis de obligatoriedad de la OPA a que alude la letra c) de su artículo 199. Considerando que dicho supuesto —según pretendemos demostrarlo a continuación— no solo violenta el derecho de propiedad de ciertos accionistas sino que constituye una evidente inconsistencia del legislador, llama la atención el hecho de que no se haya reparado suficientemente en su real contenido y alcances.

La norma citada exige realizar una OPA en aquellos casos en los cuales se quiera 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 consolidado— en cuyo evento se debe efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última, por una cantidad no inferior al porcentaje que permita obtener su control. Así, por ejemplo, si una determinada compañía, v.gr. una sociedad de inversiones, tiene como principal activo acciones de otra compañía (p. ej. una sociedad "operativa") los accionistas de la primera se hayan impedidos de enajenar privadamente sus acciones, forzándose a quien pretende obtener su control a adquirir directamente, y a través de una oferta pública, acciones de la segunda y en un número que sea, además, suficiente para controlarla. Y nótese que no se trata únicamente de desconocer la facultad de disponer de sus bienes a los accionistas controladores de la sociedad inversora, sino que también a sus accionistas minoritarios, los cuales se verán imposibilitados de vender sus títulos en conjunto con aquellos aun cuando el tercero interesado estuviere dispuesto a tal adquisición.

En la situación planteada, corresponde entonces preguntarse: ¿en qué condición queda el derecho de dominio que tienen sobre sus acciones los accionistas de la sociedad inversora?, ¿tal restricción no afecta, acaso, la facultad de disposición inherente al derecho de propiedad y que las Constitución asegura a "toda" persona en su artículo 19 N° 24? ¿no se trataría, en

deberían haber tenido derecho a parte de este sobreprecio (al parecer, haciendo que los D no vendan todas sus acciones y autorizando a los accionistas minoritarios a vender parte de las suyas a Flintkote). La justicia resolvió a favor de los D: "A falta de un despojo de los activos de la sociedad, de frustración de una oportunidad para la sociedad, de fraude o de otros actos de mala fe, un accionista controlador es libre de vender, y un adquirente es libre de comprar este poder de control por un precio bonificado". Ib. Id., pág. 177.

²⁷ Ib. Id., *op. cit.*, pág. 179.

²⁸ En este sentido, la solución por la que optó nuestro legislador —prohibir sin más la venta, por el riesgo de verificarse un abuso— no puede dejar de recordarnos aquel chiste que tiene por protagonista la popular caricatura nacional sobre el criterio germano: la venta del sofá para evitar que en él se consuma el adulterio del cónyuge. Conforme lo destacamos más atrás, estimamos que lo conveniente hubiera sido recurrir a otros mecanismos (y no la prohibición de venta), referidos, por ejemplo, a mayores requerimientos de información y publicidad que pudieran haberse reforzado, apuntando así de un modo inmediato y directo a la prevención deseada.

la especie, de una ley que infringe abiertamente la disposición del artículo 19, N° 26 de la Carta Política en cuanto prohíbe al legislador afectar "en su esencia" una garantía constitucional, o imponer condiciones o requisitos que impidan su "libre ejercicio"²⁹. ¿Puede acaso, aun a pretexto de un supuesto interés superior de la sociedad o del "buen" funcionamiento del mercado, expropiarse un derecho a determinados accionistas sin que se les indemnice por ello conforme lo ordena nuestra Ley Fundamental?

Sin embargo, el problema no termina en lo dicho. Pensemos en los efectos que se producen cuando existe una organización societaria basada en una estructura "piramidal" que contempla la existencia de diversas compañías. Para este objeto, imaginemos que existen cuatro sociedades (Sociedades I, II, III y IV), todas las cuales caen dentro del supuesto de la disposición legal que se comenta y que el interesado en adquirir el control preferiría realizar únicamente una OPA sobre la primera, adquiriendo el 90% de su capital.

Aplicando la norma legal que se analiza a la hipótesis propuesta, cabe consignar las siguientes conclusiones:

(i) La ley impide que aquel interesado en adquirir el control de la "Sociedad I" pueda comprar directamente las acciones que le otorgan tal condición, obligándolo a formular, primero, una OPA sobre las acciones de "Sociedad II" que le permita adquirir su control. No obstante, tampoco sería factible que este tercero adquiriera, aun mediante una OPA, las acciones que confieren el control de la "Sociedad II", toda vez que el mismo precepto le exigiría formular una OPA para obtener el control de la "Sociedad III". Con todo, también se hallaría vedada esta última posibilidad, pues sería necesario efectuar una OPA por las acciones de la "Sociedad IV".

(ii) En la situación del ejemplo, nos hallamos ante una serie ininterrumpida de violaciones al derecho de propiedad que poseen los titulares de las acciones de las distintas sociedades que se han distinguido. Supuesto que el tercero esté igualmente interesado en adquirir el control de la Sociedad "IV" y no directamente el de la Sociedad "I", su planteamiento sirve también para dejar de manifiesto la expoliación que sufren los accionistas minoritarios, presuntamente "protegidos" con la nueva normativa; en este caso, los que tienen tal calidad en las Sociedades I, II y III. Ello, por la vía de prohibirles enajenar una mayor cantidad de acciones que aquella que presumiblemente estaría dispuesto a adquirir el oferente si no existiera la obligación de realizar una OPA sobre las sociedades que se encuentran "aguas abajo". Se podrá replicar diciendo que, desde un punto de vista económico, en estos casos los accionistas de cada sociedad quedan en igualdad de condiciones, puesto que si bien reciben una menor cantidad de dinero que aquella que pudieron obtener de no existir la OPA forzada, mantienen todavía un porcentaje de acciones luego de concluido el proceso y que, sumando ambos conceptos, todos han sido equiparados. Frente a tal argumento, cabe responder señalando que los inconvenientes de iliquidez de los accionistas minoritarios que la ley pretendió evitar con el establecimiento de OPAS imperativas, resultan en definitiva agravados y multiplicados mediante la creación de incentivos para realizar OPAS *parciales* sobre cada una de las sociedades que integran la cadena. Lo anterior, a su vez, determina que el presunto beneficio que tales accionistas tendrían al participar del precio del control, puede resultar negativamente compensado con la disminución de valor que experimentarán las acciones que no fueron vendidas a consecuencia de una mayor pérdida de liquidez.

²⁹ A propósito de esta norma constitucional, calificada por la doctrina como "garantía de las garantías", nuestro Tribunal Constitucional ha declarado "que mucho podría decirse sobre la "esencia" de un derecho, desde el punto de vista de la filosofía del derecho. Sin embargo, no es esa nuestra misión. La esencia del derecho debemos conceptuarla, desde el punto de vista del ordenamiento positivo y dentro de este ámbito precisar el alcance de la norma constitucional en los términos más sencillos, para que sea entendido por todos y no solo por los estudiosos de la ciencia jurídica. Desde esta perspectiva, debemos entender que un derecho es afectado en su "esencia" cuando se le priva de aquello que le es consustancial de manera tal que deja de ser reconocible y que se "impide el libre ejercicio" en aquellos casos en que el legislador lo somete a exigencias que lo hacen irrealizable. lo entran más allá de lo razonable o lo privan de tutela jurídica". (Rol N° 43, fallo de 24.2.87, Consid. 21°).

(iii) Súmese a lo anterior que la pregonada “extracción de riqueza” que harían los controladores sobre los minoritarios, y que suele enarbolarse como argumento para imponer un sistema de OPA obligatoria –aun cuando en determinadas situaciones pudiera producirse– en estos casos se ve agudizada, privilegiando a unos accionistas minoritarios en desmedro de otros. En efecto, en ejemplos como el propuesto se sabe, ya de antemano, que debido a una determinada decisión legislativa se priva al accionista minoritario de la posibilidad de obtener una legítima ganancia. En otras palabras, el perjuicio eventual que se pretendió precaver se ha convertido en un daño patrimonial cierto y real para el presuntamente amparado. Y ello sin considerar que el tercero interesado en la adquisición puede, en definitiva, renunciar a la misma dado los costos que le puede significar. Asistimos, así, al resultado natural que se sigue del “ideal” que anima al planificador estatista: Ante el riesgo de que un particular cometa un abuso e incurra en una “extracción de riqueza”, consagremos mejor –y para todos– la “prohibición o privación de cualquier expectativa de riqueza”, aun cuando esta pueda reconocer un origen plenamente legítimo³⁰.

(iv) En síntesis, creemos que la norma citada, junto con vulnerar garantías constitucionales básicas, deja en evidencia algo que es usual cuando el poder político opta por tomar él las decisiones económicas en vez de entregárselas al individuo: el anhelo proteccionista del regulador termina por asfixiar a sus propios destinatarios.

5. CONCLUSIONES

5.1. Los principios en que aparece inspirada la nueva ley suponen, a nuestro juicio, un punto de partida equivocado. En efecto, el hecho de consagrar, por un lado, un sistema de OPA obligatoria para transferir el control y, por el otro, exigir que el premio que se pague por aquel se “comparta” entre todos los accionistas, implica desconocer tanto la facultad de disposición inherente al derecho de dominio, como privar a su titular de una parte del valor de aquella cosa que, perteneciéndole, ha optado por enajenar. De este modo, tratando de equiparar por ley aquello que es naturalmente diferente, se escoge la vía de privilegiar las transferencias de riqueza desde sus legítimos dueños (accionistas controladores) a quienes no poseen esta condición (accionistas minoritarios) y, además, sin que ello importe sacrificio pecuniario alguno para estos últimos. Agréguese a lo anterior, el hecho de que los reguladores –en el mejor de los casos víctimas de un inexcusable candor– suelen no advertir que muchas veces la pugna por el control corporativo puede ser la consecuencia de un comportamiento oportunista postcontractual por parte de los accionistas minoritarios.

5.1. Creemos que en el trasfondo de iniciativas legales como la comentada, subyace una visión maniquea acerca del bien singular de la persona y el bien común de la sociedad, como si se tratara de dos aspectos irreconciliables, en constante pugna y colisión. Ello se traduce en la generalizada creencia –también anclada en el sentir de algunos jueces– de que el “regulador” sería el sujeto titular del interés público y altruista frente a los intereses particulares y egoístas de los individuos, de lo cual, a su vez, se seguiría que los segundos deben subordinarse ante el primero³¹. Sin embargo, semejante posición olvida que antes que examinar la

³⁰ Los propios defensores de la “Regla de la Igualdad de Condiciones” –que se opone a la “Regla de Mercado”– reconocen que ella implica asumir el costo de impedir transferencias de control eficientes que pueden favorecer a los propios accionistas minoritarios. Así, por ejemplo, puede leerse en Cabrera, De la Cuadra, Galetovic, Quintana y Zurita, ya citados.

³¹ GONZÁLEZ PÉREZ, Jesús, “Justicia Administrativa”, en “El Derecho Público de Finales de Siglo, Una Perspectiva Iberoamericana”, Civitas, S.A., Madrid, 1997, pág. 688. En relación con el tema, se advierte también que entre los diversos presupuestos del totalitarismo, generalmente subyace una visión finalista y optimista del poder como bueno o, en todo caso, dotado de valor ético gracias a la fuente de legitimación de quien lo posee. En un sentido semejante, pero desde la perspectiva de las ciencias penales, puede verse FERRAJOLI, “Derecho y Razón. Teoría del Garantismo Penal”, editorial Trotta, 1997, Valladolid, con prólogo de Norberto Bobbio, pág. 885.

calidad de los intereses o la extensión general o particular del que el ciudadano intenta hacer valer, lo esencial es determinar, primero, su posición jurídica como titular de derechos fundamentales; en la especie, *el derecho de propiedad*. Porque si resulta que el particular es titular de derechos fundamentales, por más que con ellos se pretenda hacer valer meros intereses individuales, la invocación ritual del interés general contrario (en nuestro caso, supuestamente el de la sociedad, del propio mercado o de los mismos accionistas minoritarios) no servirá absolutamente para nada, pues estos cederán a la primacía de aquellos³².

5.2. Llevando el tema a un plano muchísimo más general, el comportamiento que a ratos se advierte en los poderes públicos nos conduce a plantearnos una duda todavía más inquietante, y que alcanza los cimientos mismos de aquello que hoy se comprende en el concepto de la economía de libre mercado. Se trata, en resumidas cuentas, de la ausencia que advertimos de un criterio unívoco en torno a si tal sistema constituye un valor (lo que por cierto no se opone a que lo consideremos un "medio" y no un fin en sí mismo) que debe ser preservado en razón de exigirlo la *libertad* de las personas, o bien porque su observancia deriva de una consideración *técnico política* que se traduce en un mayor "beneficio" para la comunidad³³. Con esta observación, quereamos poner de relieve el imperativo que existe, en situaciones de ordinaria ocurrencia, de aproximarse a la solución del asunto considerando previamente cuál ha de ser el principio último cuya vigencia debe salvarse. Sobre esta base, cabría entonces preguntarse: Si la libertad económica, en cuanto valor de naturaleza moral, se tiene por *fundamento* de una economía de mercado ¿no serían mayores las limitaciones de la autoridad para regular un determinado sector o actividad que aquellas que enfrentaría, en cambio, si el criterio a aplicar consistiera en la mera conveniencia o utilidad práctica que en determinado momento esta representa para la comunidad?³⁴.

5.3. Según se dijo, la incoherencia legal alcanza incluso los supuestos en los cuales se ha pretendido establecer la obligatoriedad de las OPAS. De este modo, nos encontramos con numerosas sociedades, con importante presencia bursátil, que *no hacen ni están haciendo oferta pública* de sus acciones –en los términos que define la ley– y cuya adquisición de acciones se pretende, no obstante, incluir en este mecanismo.

5.4. Nos parece indudable que algunos de los preceptos de la Ley de OPAS que se han comentado suponen una violación de garantías constitucionales fundamentales, como asimismo, una manifiesta inconsecuencia a la hora de identificar los intereses merecedores de tutela jurídica. En este sentido, cabe considerar que aun quienes postulan la conveniencia de establecer restricciones como las incorporadas en la nueva legislación reconocen, sin embargo, que no necesariamente el controlador que enajena a un valor superior no compartido con los accionistas minoritarios incurre, por este hecho, en un ilícito³⁵. De otro lado, la circunstancia

³² GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo, "*Hacia una Nueva Justicia Administrativa*", Civitas S.A., Madrid, 1989, págs. 46 y 47. Entre nosotros, tales premisas arrancan de la noción de "bien común" adoptada por el constituyente, en cuanto previene que su prosecución deberá, en todo caso, sujetarse al pleno respeto de los derechos y garantías que la propia Constitución consagra.

³³ Por cierto que tal "beneficio", tanto en lo que respecta a su definición como en lo tocante a los medios que permiten alcanzarlo, muchas veces son determinados de un modo casi sacramental por el burócrata de turno, quien, además, suele carecer de toda experiencia en relación con la materia que se le encomienda regular.

³⁴ Lo anterior nos recuerda aquella sabia observación de un ilustre administrativista, cuando hace ver que la Administración es un pésimo legislador, toda vez que le falta una visión serena y general de las situaciones sociales que le permita situarse en esa superioridad de posición que se requiere para acometer la definición abstracta de un orden justo; y ello motivado "por la parcialidad de sus respectivas especialidades técnicas y por la dialéctica propia de las disfunciones burocráticas, consustanciales a su misma existencia". GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo, "*La Lucha contra las Inmidades del Poder en el Derecho Administrativo*", Civitas S.A., Madrid, 1993, págs. 81-83.

³⁵ Así, por ejemplo, la expropiación de los minoritarios por parte de los controladores se dará cuando después de haberse adquirido las acciones por estos en igualdad de condiciones con el mayoritario, el controlador abusa de su posición. De este modo, no hay tal extracción de riqueza si, p. ej., las acciones de unos y otros, desde un inicio, era sabido que gozaban de distintos derechos. En esta línea puede verse Cabrera, De la Cuadra, Galetovic, Quintana y Zurita, antes citados.

de que la ley imponga una serie de trabas y restricciones a la transferencia del control, priva a sus propios “protegidos” –los accionistas minoritarios– de la oportunidad de obtener los beneficios que de ello se pueden derivar.

5.5. Desde una perspectiva práctica, estimamos que la nueva ley, al establecer una suerte de “impuesto” a las transferencias accionarias, sustituir la voluntad de las personas por la decisión legal y privar de la posibilidad de crear mecanismos lícitos y públicos que permitan mantener el control de una compañía (v.gr. series o clases de acciones con preeminencia en el control o definición, en los propios estatutos de la empresa, del régimen que se aplicará en los supuestos de cambio de controlador³⁶), conducirá, a la postre, a desincentivar el mercado de capitales nacional, ya desde hace tiempo deprimido no solo por factores económicos sino que en buena parte también debido al errático comportamiento de los agentes estatales. Así, no parece difícil pronosticar que al poco tiempo de entrar en vigor la nueva normativa, terminemos encontrando numerosas sociedades anónimas abiertas que han optado por cerrarse al mercado, así como otras que, pudiendo abrirse al público en general, decidieron mantener su condición de cerradas.

5.6. Con lo dicho, también queda de manifiesto que si el legislador buscaba favorecer la desconcentración del poder económico, evitando barreras de entrada para que surjan nuevos grupos económicos, las normas aprobadas parecen apuntar en el sentido inverso, incentivando la consolidación de los grupos ya existentes y promoviendo tal concentración al inducir a controlar solo por la vía de acceder al control mayoritario del capital de una sociedad.

5.7. Por último, y retomando la pregunta que nos sirviera de título para estas notas, nos inclinamos por pensar que no existe en realidad la disyuntiva que en aquella se plantea. Desafortunadamente, la conclusión es peor y resulta de constatar que en gran parte de la regulación que comentamos han concurrido, a un mismo tiempo, la iniquidad y el error.

³⁶ Se podrá advertir que no constituye precisamente un incentivo a estos respectos el que se restrinja ahora a un máximo de 5 años la posibilidad de establecer series de acciones con *preeminencia* en el control (art. 20, Ley N° 18.046 actualmente vigente).