

PARTICULARIDADES DEL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN CHILE

 MIGUEL LIRIA PLAÑOL

Abogado ()*

1. INTRODUCCIÓN

El gobierno de las sociedades cotizadas o abiertas, según la terminología legal chilena, tiene en Chile una serie de particularidades que recomienda su estudio detallado para cualquier posible inversor en sociedades de esta naturaleza.

En concreto, las sociedades cotizadas chilenas se ven condicionadas por dos circunstancias que han motivado la promulgación de normas que pretenden regular sus efectos en el gobierno de estas sociedades; a saber: (i) La existencia de socios de control que son propietarios de significativos porcentajes del capital social con derecho a voto (no siendo infrecuente encontrar socios de control que son propietarios del 50, 60 ó 70% del capital con derecho a voto)¹; y (ii) la sujeción de algunas sociedades cotizadas al Decre-

to Ley número 3500, de 1980 de Régimen de Previsión Social Derivado de la Capitalización Individual («DL 3500»), como consecuencia de la presencia en su accionariado de Administradoras de Fondos de Pensiones («AFP») (adquiriendo la condición de lo que se conoce como «*afepeable*»)².

En este artículo expondremos algunas de las normas legales más significativas que se han promulgado como consecuencia de la existencia de estos condicionantes y que demuestran como éstos influyen notoriamente en el gobierno de las sociedades cotizadas. Específicamente, nos ocuparemos de su incidencia en los siguientes aspectos:

a) En el régimen de oferta pública de adquisición de acciones y como el concepto de «control» (o «controlador», como lo define la Ley Chilena) se ve

* Destacado en la Oficina de Uría & Menéndez en Santiago de Chile.

¹ Esta circunstancia es más llamativa, si cabe, para empresas cotizadas en otros mercados, donde es usual que los controladores ostenten «exiguos» porcentajes del capital social —al menos en su variable porcentual, que no en la de su valoración económica— o, incluso, donde no existan controladores claros y sus administradores tengan exclusivamente la condición de «gestores» y no la de «propietarios» o «socios de control».

² Esta circunstancia necesita, empero, de una explicación, puesto que la presencia de AFPs en las sociedades cotizadas de cualquier mercado es de carácter casi obligado, precisamente porque estas sociedades tienen como función el administrar fondos de terceros, para lo que necesitan realizar inversiones financieras, entre otras. La peculiaridad de su presencia en el mercado chileno viene determinada por la circunstancia de que una parte muy significativa del sistema de pensiones en la República de Chile está en manos privadas y, por tanto, que de la solvencia de las AFPs depende el porvenir previsional de una inmensa parte de su población. (Como ejemplos diremos que a diciembre de 2003 las AFPs contaban con 6.979.351 afiliados —según el Centro de Estudios Latinoamericanos, la población de Chile en 2002 era de 15,6 millones de habitantes—, y que a esa fecha las distintas AFPs eran propietarias de activos por valor de 29.176.611.000.000 pesos, un cifra equivalente al 40% del PIB de la República de Chile —fuente: Superintendencia de AFPs.—) La importancia de este hecho ha motivado la promulgación del DL 3500, y otras normas, precisamente para asegurar la solvencia y el comportamiento de las AFPs.

influido por la existencia de estos accionistas y, por ende, como determina la interpretación de los supuestos en los que será necesaria la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA); y

b) En el régimen de las mayorías exigibles para la adopción de determinados acuerdos sociales. Dentro de este apartado nos referiremos, a su vez, a tres hechos que se deben tener en cuenta:

- (i) La Ley 18046 sobre Sociedades Anónimas («LSA») exige una mayoría muy cualificada (los dos tercios del capital con derecho a voto) para la adopción de acuerdos relevantes para una sociedad;
- (ii) Dada la importancia de ser propietario o no de esta mayoría del capital con derecho a voto, por la capacidad que otorga para aprobar acuerdos de gran relevancia sin el concurso del resto de los accionistas, existen mecanismos de protección para estos accionistas minoritarios si el socio de control alcanza dicha mayoría del capital social;
- (iii) Las sociedades que queden sometidas al régimen del DL 3500 y pasen a tener la condición de «afepeables» impiden a sus socios de control alcanzar la citada mayoría en el capital social con derecho a voto, lo cual condiciona fuertemente su gobierno.

2. INCIDENCIA EN LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

2.1. Supuestos de Oferta Pública de Adquisición de Acciones

El régimen de la oferta pública de adquisición de acciones se encuentra regulado en los artículos 198 y siguientes de la Ley 18.045 de Mercado de Valores («LMV»)³. Esta regulación establece los supuestos en los que será obligatorio proceder a la formulación de una OPA.

En concreto, la LMV, en su artículo 199, establece la obligatoriedad de lanzar una OPA en los siguientes supuestos:

- (i) Adquisiciones que permitan tomar el control de una sociedad;
- (ii) Adquisición por un accionista de un porcentaje igual o superior a los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto⁴;
- (iii) Cuando se pretenda adquirir el control de una sociedad que tenga a su vez el control de otra sociedad anónima abierta, siempre que la participación en esta última represente al menos el 75% del valor del activo consolidado de la primera; en este caso, se deberá lanzar una OPA previa sobre la segunda sociedad por un porcentaje de acciones no inferior al que permita obtener su control⁵.

³ Esta regulación fue reformada mediante la Ley 19.075, de 20 de diciembre de 2000, que introdujo notables modificaciones al régimen existente con anterioridad.

⁴ De este supuesto de OPA obligatoria nos ocuparemos en otro apartado de este artículo, por ser distinto su fundamento y alcance.

⁵ Los supuestos de formulación obligatoria de una OPA se encuentran excepcionados en determinados casos; siendo los más significativos: (i) adquisiciones procedentes de un aumento de capital con emisión de acciones de pago; (ii) adquisiciones al accionista controlador, siempre que las acciones tengan presencia bursátil y se paguen en dinero a un precio que no sea sustancialmente superior al de mercado —circunstancia que define la propia Ley y la Superintendencia de Valores y Seguros—; (iii) adquisiciones que se produzcan como consecuencia de una fusión; y (iv) adquisiciones que provengan de enajenaciones forzadas. Como puede observarse, todas estas excepciones están contemplando supuestos en los que el incremento de participación se produce como consecuencia de un acto no deseado del controlador o nuevo controlador (pe. como consecuencia de un aumento de capital social en el que el controlador aumenta su participación debido a la falta de suscripción del resto de los accionistas) o si este cambio de control no produce un perjuicio patrimonial al resto de los accionistas, por cuanto la venta se realiza a un precio no sustancialmente superior al de mercado (esta excepción, a su vez, se encontraba excepcionada en una disposición transitoria de la Ley 19.075 de 20 de diciembre de 2000, en la que se establecía que los controladores de sociedades anónimas abiertas al momento de la promulgación de esta ley podían enajenar su participación de control a un precio sustancialmente superior al de mercado sin necesidad de que el adquirente lanzara una OPA, siempre que la operación (i) tuviera lugar dentro de un plazo de 3 años, contados desde el primer día del mes siguiente al de aprobación de la Ley, y (ii) fuera aprobada por una Junta Extraordinaria de Accionistas de la sociedad. No obstante, esta excepción caducó por lo que ya no es aplicable).

2.2. Concepto de Control o Controlador

Como podemos observar la LMV, al formular dos de los supuestos de OPA obligatoria, no se refiere a casos de adquisición de determinadas mayorías de capital social (como es usual en otras legislaciones, como, por ejemplo, la española), sino que se refiere al concepto de «control».

Este hecho se produce por cuanto, si bien es cierto que la toma de control de una sociedad cotizada implica necesariamente ser propietario de una parte significativa de su capital social, en Chile podremos encontrar supuestos en los que la adquisición de porcentajes muy significativos de capital social no signifiquen una toma de control y queden excluidos de una OPA obligatoria.

La LMV⁶ define al «controlador» de una sociedad como a «toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: (i) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedad anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos en otro tipo de sociedades; o (ii) influir decisivamente en la administración de una sociedad».

Asimismo, la LMV⁷ establece la presunción de que es controlador de una sociedad toda persona o grupo de personas que controle, al menos, un 25% del capital con derecho a voto o de su capital, si no es una sociedad por acciones, salvo, entre otros supuestos: a) que exista otra persona o grupo de personas que controle un porcentaje mayor o b) que esta persona o grupo de personas no controlen más del 40% del capital con derecho a voto o de su capital, si no es una sociedad por acciones, y que simultáneamente el porcentaje controlado sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital.

2.3. Conclusión

En definitiva, observamos que la obligación de formular una OPA como consecuencia de la adquisición de una participación significativa en una sociedad cotizada en Chile debe determinarse cuidadosamente a la luz de numerosas consideraciones, puesto que las definiciones de control pueden generar diversas interpretaciones y no atienden exclusivamente a razonamientos puramente numéricos.

Como ejemplo de la complejidad de los supuestos posibles, podemos mencionar el caso de la adquisición de Compañía Cervecerías Unidas S.A. («CCU») por la sociedad Heineken Internacional BV («Heineken»). En este caso, la CCU, sociedad cotizada, estaba controlada en un 61% por la sociedad holding Inversiones y Rentas S.A. («IRSA») que, a su vez, era propiedad de dos accionistas, quienes ostentaban cada uno un 50% de su capital social y quienes regían la sociedad de forma conjunta a través de un pacto de accionistas. Uno de estos accionistas, como consecuencia de un acuerdo transaccional en un proceso arbitral, vendió su participación en IRSA (el 50%) a Heineken.

Uno de los accionistas de CCU, Anheuser Bush Internacional Holdings Inc. Chile II Limitada, consideró que procedía la formulación de una OPA por parte de Heineken por cuanto la compra realizada por ella del 50% de IRSA quedaba encuadrada dentro de uno de los supuestos de OPA obligatoria, dado que Heineken había adquirido el control de una sociedad que tenía, a su vez, el control de otra sociedad anónima abierta, que representaba al menos el 75% del valor del activo consolidado de la primera.

Pues bien, la Superintendencia de Valores y Seguros⁸, consideró que «atendido lo prescrito en los artículos 97, 98 y 199 letra c) de la Ley de Mercado de Valores y del mérito de lo expuesto precedentemente, esta Entidad Fiscalizadora concluye en la especial que no es aplicable lo prescrito en el artículo 199 letra c) del citado cuerpo legal, por cuanto la operación en análisis a efectuarse entre el Grupo Sch [uno de los accionistas de IRSA, a través, a su vez, de otra sociedad holding] y Heineken Internacional BV y el Pacto en cuestión no permite a este último

⁶ Art. 97 de la LMV.

⁷ Art. 99 de la LMV.

⁸ Oficio Ordinario de la Superintendencia de Valores y Seguros de fecha 14 de abril de 2004.

obtener el control de Inversiones y Rentas S.A. y por su intermedio el de Compañía Cervecerías Unidas».

Esta opinión fue posteriormente ratificada en vía judicial por la Corte de Apelaciones de Santiago⁹, quien indicó que: «Del estudio pormenorizado de los antecedentes de autos se desprende: a) IRSA S.A. y no Sch era la controladora de CCU [...]; c) Atendida la distribución accionaria señalada en la letra anterior no es posible considerar que a la fecha de la operación cuestionada, alguno de los socios individualmente considerados tuviera influencia decisiva en la administración de esa sociedad, y tal como lo sostiene la recurrida en su Informe [...], ambas sociedades coexistían y ninguna de la dos podía decidir de forma separada sobre el control, d) que de esta manera se concluye que la persona jurídica denominada IRSA S.A. no tenía controlador pero, efectivamente, esta sociedad era controladora de CCU. Que, aunque se aceptare que Sch actuaba en IRSA a través de su filial [...], no pueden confundirse los conceptos de controlador con miembro del controlador [...]. En el caso de autos, al vender cualquiera de los socios su participación accionaria en IRSA S.A. no se produce un cambio de controlador de la sociedad CCU, sino que tan sólo un cambio de un miembro del controlador de aquella sociedad. Que, con lo expuesto, debe concluirse que Sch nunca tuvo el control de Compañía Cervecerías Unida, por lo cual [...] es imposible considerar que en virtud de la operación celebrada [...] y posterior enajenación de las acciones de FHI Finance Holding Internacional BV [la sociedad holding de Sch a través de la cual mantenía el 50% de IRSA] a Heineken, haya esta empresa adquirido el control de la empresa cervecera tantas veces señalada».

3. INCIDENCIA EN EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

El segundo aspecto en el que inciden los condicionantes objeto de análisis es en el gobierno de las sociedades y el sistema legal que afecta al régimen de adopción de acuerdos de las sociedades cotizadas.

3.1. Mayorías necesarias para la toma de acuerdos en las juntas de accionistas

La LSA establece un régimen de mayorías reforzado a las juntas de accionistas de las sociedades anónimas

(cotizadas o no) para la adopción de determinados acuerdos. En concreto, se exige una mayoría de dos tercios del capital social con derecho a voto (la regla general es que los demás acuerdos deben aprobarse con la mayoría absoluta de los votos presentes).

El objeto de esta mayoría reforzada no es otro que el garantizar los derechos de los accionistas minoritarios de una sociedad anónima cuando alguno de estos acuerdos deba aprobarse, en la asunción que la mayoría exigida no será propiedad del socio de control y, por tanto, que éste deberá contar con la aprobación de aquéllos. Como es lógico, la mayoría exigida es muy notoria, precisamente porque no es infrecuente que existan socios de control con mayorías muy cercanas a la señalada y, desde luego, muy superiores a lo que es usual en otros mercados.

En concreto, se exige esta mayoría de dos tercios del capital social con derecho a voto para la adopción de acuerdos tales como: (i) fusión, transformación o división de la sociedad; (ii) la disolución anticipada de la sociedad; (iii) el cambio de domicilio social; (iv) la modificación del plazo de duración de la sociedad, si lo hubiere; (v) la aprobación de aportes y estimación de bienes no consistentes en dinero; (vi) la disminución del capital social; (vii) la modificación de las facultades reservadas a la junta de accionistas o de las limitaciones a las atribuciones del directorio; (viii) la disminución del número de miembros del directorio; (ix) la enajenación del 50% o más del activo y pasivo de la sociedad o del total de su activo, sea que incluya o no su pasivo; como, asimismo, la formulación o modificación de cualquier plan de negocios que contemple la enajenación de activos que supere el porcentaje antedicho; etc.¹⁰.

La exigencia de contar con esta mayoría para la aprobación de estos acuerdos implica, por tanto, dos cosas:

- (i) Que el accionista que controle una mayoría superior a dos tercios del capital social es un controlador absoluto de la sociedad, por cuanto no necesitará del concurso del resto de los

⁹ Corte de Apelaciones de Santiago, Recurso 3078/2003, resolución 160268, Secretaría Civil, 22 de diciembre de 2003.

¹⁰ Art. 67 de la LSA

accionistas para tomar cualquier acuerdo, ni siquiera aquellos de mayor relevancia como los señalados¹¹;

- (ii) Lógicamente, que aquellos controladores que no posean esta mayoría del capital social deberán contar con el concurso de todos o algunos de los accionistas minoritarios de la sociedad para poder aprobar alguno de estos acuerdos.

3.2. Existencia de un supuesto Oferta Pública de Adquisición de Acciones como protección de los accionistas minoritarios

Como hemos observado, el hecho de que un socio de control adquiera o sea propietario de una mayoría de capital social con derecho a voto superior a los dos tercios del capital social no es una cuestión baladí, por cuanto siendo propietario de esta mayoría el socio de control pasa a tomar un control absoluto de la sociedad. Naturalmente, no es raro encontrar sociedades cotizadas en Chile en las que sus socios de control son propietarios de estas mayorías o se encuentren muy próximos a serlo.

Esta circunstancia ha determinado en las sociedades cotizadas la existencia de un régimen de OPA obligatoria muy estricto encaminado a asegurar la protección de los accionistas minoritarios de la sociedad, permitiéndoles la salida de ella en caso de que consideren inadmisibles estar sometidos a la voluntad de un socio de control que puede imponerles cualquier decisión.

En concreto, la LMV establece la obligatoriedad de formular una OPA en caso de aquellas adquisiciones que permitan a un accionista alcanzar o superar los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a

voto. En este supuesto, se deberá formular una oferta por todas las acciones restantes de la sociedad, dentro del plazo de 30 días desde que se alcanzaron los mencionados 2/3 y a un precio no inferior al que resulte de aplicar las normas sobre derecho de retiro¹². De no formularse la OPA, se concede a los accionistas el derecho de retirarse de la sociedad¹³.

Como podría esperarse, la trascendencia de esta norma ha motivado en el pasado algunas discusiones sobre su alcance e interpretación.

Por ejemplo, con ocasión de la toma de control de una conocida sociedad cotizada en Chile, en la que tanto el anterior controlador como el nuevo adquirente (como consecuencia de la adquisición consultada) eran propietarios de una mayoría superior a los dos tercios del capital social; se consultaron a la Superintendencia de Valores y Seguros¹⁴ dos extremos en relación con este supuesto de OPA obligatoria; a saber:

- (i) Si la adquisición por un accionista de una mayoría de dos tercios de forma directa, existiendo previamente un accionista controlador, propietario de esa mayoría, que hubiera ya formulado la OPA correspondiente, eximía al nuevo controlador adquirente de la formulación de una OPA, en el entendido que los accionistas minoritarios de la sociedad ya tuvieron ocasión de salir de ella con la llegada del primer controlador total o absoluto de la sociedad y que la situación no se agravaba con la llegada del nuevo socio de control que, en definitiva, ostentaría las mismas facultades que el anterior.

A este respecto, la Superintendencia de Valores y Seguros fue muy clara al resolver que la existencia de una OPA anterior no eximía a los

¹¹ Si bien este hecho es cierto en la mayoría de las sociedades anónimas, sobre todo aquellas que no cotizan, debemos aclarar que la LSA y otras leyes especiales (como el DL 3500, que se analiza también en este artículo), exigen mayorías aún más calificadas para la toma de determinados acuerdos especiales. Por poner únicamente dos ejemplos de la LSA: (i) el art. 79 de la LSA exige la unanimidad de las acciones emitidas para que una sociedad abierta (cotizada) no quede sujeta a la obligación de repartir, al menos, un 30% de las utilidades líquidas del ejercicio; o (ii) el art. 111 de la LSA que también exige esta unanimidad para formar una comisión liquidadora que no esté formada por los tres miembros dispuestos legalmente.

¹² La Ley sobre Sociedades Anónimas concede a los accionistas el derecho de retirarse de la sociedad en caso de que se adopten determinados acuerdos por la Junta General (básicamente, transformación, fusión, enajenación sustancial de activo y pasivo o de todo el activo, creación de series de acciones preferentes o el cierre de una sociedad abierta, esto es su salida de bolsa). En estos casos, la sociedad debe recomprar las acciones de los accionistas que se retiren, al valor de mercado de las mismas determinado según las reglas del Reglamento de Sociedades Anónimas.

¹³ Este supuesto de OPA obligatoria se regula en los arts. 199 LMV y 69. 3.º de la LSA.

¹⁴ Oficios Reservados de la Superintendencia de Valores y Seguros, núms. 77, de 14 de abril, y 228, de 18 de noviembre de 2004. Dado el carácter reservado de los oficios no se cita el nombre de las sociedades involucradas.

nuevos controladores de la sociedad a formular nuevas OPAs si éstos adquirirían o superaban una participación igual a los dos tercios del capital social.

- (ii) La segunda consulta formulada por el nuevo controlador de la sociedad cotizada fue si el término «superar» a que se refiere el artículo 69.ter de la LSA (que remite, a su vez, al artículo 199.b) de la LMV), exige formular una OPA únicamente cuando se adquiere o supera en una primera ocasión el porcentaje indicado en el artículo o, si por el contrario, la obligación de formular la OPA existe siempre que un accionista controlador, ya propietario de una mayoría superior o igual a los dos tercios del capital social, adquiera nuevas acciones.

La Superintendencia de Valores y Seguros, sobre este particular consideró que el supuesto recogido en los artículos 69.3.º de la LSA y 99 de la LMV únicamente contemplaban el caso de una primera adquisición que implicara alcanzar o superar la mayoría de los dos tercios, pero que no eran de aplicación en ulteriores adquisiciones¹⁵.

3.3. El gobierno de las sociedades cotizadas sometidas al DL 3500

Como hemos señalado anteriormente, el DL 3500 tiene como objetivo el controlar fuertemente el comportamiento y solvencia de las AFPs.

Así, este decreto ley, entre otras normas, establece un régimen de gobierno especial que será de aplicación a aquellas sociedades cotizadas que libremente se acojan a él, y que tiene como fin el permitir a las AFPs una mayor inversión en dichas sociedades, en el entendido que al quedar sometidas éstas a este régimen de gobierno especial la solvencia de la inversión queda mejor garantizada. Por ello, no es en absoluto

raro encontrar sociedades cotizadas que, con el objeto de atraer la inversión de las AFPs, admiten voluntariamente quedar sometidas al régimen de DL 3500.

En concreto, el DL 3500 establece en su Título XII el régimen especial al que podrán quedar sometidas de forma voluntaria las sociedades anónimas cotizadas; y que establece, entre otras, las siguientes limitaciones para ellas:

- (i) Ninguna persona, directamente o por intermedio de otras personas relacionadas, podrá concentrar más de un sesenta y cinco por ciento del capital con derecho a voto de la Sociedad. A estos efectos, ningún accionista podrá ejercer en la junta de accionistas una mayoría de voto superior a la señalada, aún cuando fuera propietario de ella (el DL 3500 establece a estos efectos un régimen transitorio de venta obligatoria de las acciones que se posean en exceso del límite señalado);
- (ii) Los accionistas minoritarios deberán poseer al menos el diez por ciento del capital con derecho a voto; y
- (iii) Al menos el 15 % del capital social con derecho a voto deberá estar suscrito por más de cien accionistas no relacionados entre sí, cada uno de los cuales deberá ser dueño de un mínimo equivalente a una determinada cuantía.

Estas limitaciones deberán constar en los estatutos sociales y se requerirá para su modificación o denegación una mayoría de, al menos, el 75 % del capital social.

Como podemos observar estas limitaciones están encaminadas a impedir que los socios de control de una sociedad «*afepeable*» puedan controlar absolutamente la sociedad por ser propietarios de una mayoría superior al 65 % del capital social y, por tanto, que la adopción de las materias reflejadas en el artí-

¹⁵ En concreto, la Superintendencia de Valores y Seguros declaró que: «En atención a su presentación del antecedente, en la que consulta si tendría aplicación lo dispuesto en el art. 69 ter de la Ley núm. 18046 [LSA] para el caso que el actual controlador de la sociedad de su gerencia, quien actualmente controla directa e indirectamente a través de distintas personas jurídicas y naturales el 79,2044% de las acciones emitidas suscritas y pagadas con derecho a voto de la sociedad, adquiera en el futuro un paquete accionario que eleve su actual control, cumpla con informar lo siguiente: En vista de lo expuesto en su presentación, respecto a que el controlador X posee más de 2/3 del total de las acciones emitidas con derecho a voto en la sociedad, la adquisición de acciones que consulta no estaría afecta a lo dispuesto en el art. 69. 3.º de la Ley 18046, por cuanto dicha adquisición no se encontraría en los supuestos descritos por dicha norma, atendido que en la actualidad el controlador ya posee más de los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto en la sociedad. Sin perjuicio de lo anterior, se hace presente que en el caso que alguna persona, ya sea natural o jurídica, alcance o supere, individualmente los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto de la sociedad, deberá darse cumplimiento a lo dispuesto en el art. 69. 3.º de la Ley núm. 18046».

culo 67 de la LSA, antes citado, deba realizarse con el concurso de una parte de los accionistas minoritarios, presumiblemente las AFPs¹⁶.

Asimismo, se observa que la única manera de poder eliminar este régimen será contando con, al menos, un 10 % de los votos de los accionistas minoritarios (suponiendo que el socio de control sea propietario del 65% de las acciones con derecho a voto), presumiblemente las AFPs que en ese momento sean accionistas de la sociedad¹⁷.

Esta circunstancia se ve condicionada, asimismo, por el hecho de que el DL 3500, en su artículo 45 bis, exige a las AFPs concurrir a las juntas de accionistas y pronunciarse sobre las materias que se traten en ellas, debiendo dejarse constancia de sus votos en las actas correspondientes; lo cual determina generalmente que un voto en contra de las AFPs determine la imposibilidad de tomar alguno de estos acuerdos y que el voto de éstas «arrastre» el voto de muchos accionistas minoritarios. Asimismo, esta circunstancia se ve agravada por el hecho de que usualmente las AFPs suelen votar en forma uniforme, al ser sus intereses similares; lo que hace extremadamente difícil el conseguir un voto disconforme entre ellas¹⁸.

En definitiva, observamos que en las sociedades «*afepeables*» determinadas operaciones deberán contar con el voto de las AFPs para poder tomar los acuerdos pertinentes, lo que sin duda ha generado una interesante casuística que debe ser tenida en cuenta.

Como ejemplo, vamos a exponer dos casos recientes de gran importancia en el mercado chileno, que demuestran que en las sociedades «*afepeables*» el accionista controlador necesariamente debe contar con el concurso de los accionistas minoritarios, presumiblemente las AFPs, para lle-

var a cabo operaciones en modo alguno inusuales o infrecuentes.

Primer caso. Una de las mayores sociedades de Chile realizó un aumento de capital social en marzo de 2003 por un importe aproximado de dos mil millones de dólares de los EE.UU., el más grande llevado a cabo hasta entonces en la República de Chile.

Una de las dificultades mayores de la operación era el hecho de que se preveía, en atención a la situación del mercado en ese momento, una suscripción limitada de acciones por parte de los accionistas minoritarios (previsión luego no confirmada, puesto que se suscribieron la práctica totalidad de las acciones emitidas); lo que podría haber provocado que el socio de control (que sí iba a suscribir la totalidad de su prorrata para dotar a la sociedad de los recursos que le eran necesarios) pasara a ser propietario de un porcentaje del capital social superior al 65%, extremo, como se ha visto, prohibido por el DL 3500.

Ante esta eventualidad —que se produjo durante un tiempo, puesto que el aumento de capital tuvo varios periodos de suscripción, quedando el accionista controlador tras alguno de ellos como propietario de más del porcentaje señalado—, se solicitó el modificar los estatutos sociales de la sociedad cotizada y eliminar su carácter de «*afepeable*», con el objeto de permitir la presencia de un socio de control que fuera propietario de un porcentaje superior al 65% del capital social, para lo que fue necesario obtener el voto de al menos el 75% del capital social, así como estructurar la operación de tal manera que fuera atractiva para todos los accionistas minoritarios y las AFPs, especialmente afectadas por la eventual pérdida de esta condición de la sociedad, lo que podría haber afectado a sus límites de inversión en ella¹⁹.

¹⁶ Como puede observarse hay una pequeña discordancia entre el DL 3500 y la LSA, por cuanto el primero limita la propiedad máxima de un accionista al 65% del capital social, cuando el art. 67 de la LSA establece una mayoría de dos tercios del capital social, que es ligeramente superior a la primera.

¹⁷ Se señala que presumiblemente será necesario el voto de las AFPs por cuanto es usual en las sociedades cotizadas «*afepeables*» que estas mayorías difícilmente puedan alcanzarse sin su concurso. No obstante, el DL 3500 únicamente exige el voto de la mayoría señalada sin calificar quién deberá emitir el voto, por lo que, hipotéticamente, se podría eliminar la condición de «*afepeable*» de una sociedad si el accionista controlador contara con los votos necesarios y sin el concurso de las AFPs que, en su caso, fueran accionistas asimismo de la sociedad.

¹⁸ En el mercado chileno esta actitud se denomina «efecto manada» y ha motivado casos muy interesantes como el que se estudia posteriormente. En este sentido, no obstante, debemos señalar que el DL 3500 prohíbe a las AFPs su actuación concertada.

¹⁹ De hecho, el socio de control se obligó a restaurar nuevamente la condición de «*afepeable*» de la sociedad en caso de que,

En este caso, además, se dio la circunstancia que el aumento de capital se realizaba mediante una doble opción de suscripción en dinero o mediante capitalización de créditos (tanto créditos intragrupo, como bonos nacionales); lo cual determinaba admitir y valorar aportaciones en especie, extremo que exige la aprobación de la junta de accionistas con una mayoría de dos tercios, según hemos visto obliga el artículo 67 de la LSA. Por lo tanto, el voto de los accionistas minoritarios no sólo fue necesario para derogar la condición de «afepeable» de la sociedad, sino también para aprobar los aportes realizados (entre los que se encontraba el del socio de control).

Segundo caso. Otra de las mayores sociedades cotizadas chilenas acordó recientemente la venta de una de sus divisiones a otra empresa de su grupo.

Este acuerdo se encontraba condicionado por el hecho de que varios de los directores de la sociedad cotizada se encontraban inmersos bajo el régimen de operaciones entre partes relacionadas (artículo 44 de la LSA), por tener interés en la operación. Como consecuencia de este hecho, el directorio acordó, en conformidad con lo señalado en ese artículo, solicitar la emisión de un dictamen pericial que determinara que los términos de la venta se realizaban en condiciones de equidad como las que usualmente prevalecen en el mercado, condición exigida por la LSA. A su vez, también según lo señalado en el artículo 44 de la LSA, la emisión de este informe pericial permitió a un grupo de accionistas minoritarios de la sociedad cotizada, propietarios de un 5 % de su capital social, exigir la aprobación de este dictamen en junta de accionistas, aprobación que exigía una mayoría de dos tercios del capital social.

Naturalmente, en este caso se daba también la circunstancia de que la sociedad cotizada tenía la condición de «afepeable» y, por tanto, el socio de control de la sociedad nunca podría tener por sí mismo la mayoría requerida. De hecho, el socio de control era propietario de una mayoría bastante alejada a los dos tercios del capital social, lo que determinaba necesariamente el concurso de accionistas minoritarios, en su mayoría AFPs.

Lo más interesante de este caso es que el socio de control no sólo consiguió la mayoría necesaria

para la aprobación del dictamen pericial (y toda la operación), sino que esta mayoría se consiguió al reunirse el voto favorable de dos AFPs únicamente, rompiéndose por primera vez el voto uniforme que usualmente las AFPs realizaban (el resto de las AFPs presentes en el accionariado votó en contra por no estar conformes con el informe emitido y con otras circunstancias).

4. CONCLUSIONES

Como hemos podido ver, la toma de control y el gobierno de las sociedades cotizadas en Chile se encuentra notoriamente influenciado por la presencia en su accionariado de socios de control propietarios de participaciones muy significativas de capital social, por su eventual sujeción al DL 3500 y la presencia en sus accionariados de las AFPs.

El primero de los condicionantes determina la promulgación de unas normas e interpretaciones jurisprudenciales muy interesantes para determinar cuándo se produce una toma de control en una sociedad cotizada y, por ende, cuándo procede formular una OPA por parte del nuevo socio de control. También determina la existencia de normas que imponen mayorías reforzadas para la toma de decisiones en modo alguno inusuales en una sociedad, como puede ser una disminución de capital social o la de realizar aportaciones en especie o una fusión; y supuestos de protección adicionales de los accionistas minoritarios, como es la existencia de un supuesto de OPA obligatoria para el caso de alcanzarse la mayoría legalmente dispuesta.

Por último, hemos observado como algunas sociedades cotizadas chilenas, acogidas al régimen del DL 3500, como consecuencia de la presencia de AFPs en su accionariado, constriñen la actuación de sus socios de control al limitar su participación en el capital social de la sociedad y, por tanto, su capacidad de alcanzar fácilmente y por sí solos las mayorías necesarias para la toma de acuerdos de gran relevancia.

En definitiva, se trata de particularidades que deberán tomarse cuidadosamente en consideración por aquéllos que pretendan invertir en sociedades cotizadas chilenas o tomar su control.

una vez finalizada la suscripción de acciones, resultara propietario de un porcentaje menor al 65% del capital social de la sociedad; extremo que así sucedió y que motivó la nueva modificación de los estatutos sociales y su vuelta al régimen del DL 3500.