

## INFORME EN DERECHO SOBRE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

*Carlos Peña González*

Decano

Escuela de Derecho Universidad Diego Portales

Profesor de derecho civil Universidad de Chile

El presente informe en derecho, intenta dilucidar si acaso la adquisición de un paquete accionario ascendente al 50% de una sociedad que, por su parte, tiene el control de otra, genera o no la obligación de practicar una OPA.

En el caso que me ha sido consultado, IRSA es dueña directa de más del sesenta por ciento del capital accionario con derecho a voto de CCU. IRSA, por su parte, cuenta con dos únicos socios: FHI Finance Holding International, Paulaner Salvador Thomasbrau A.G. o Grupo Schörghuber (en adelante, Paulaner) y Quiñenco S.A. (en adelante Quiñenco). Cada uno de esos socios cuenta con el 50% del capital accionario de IRSA. Paulaner decide enajenar sus acciones en IRSA a Heineken International B.V. (en adelante Heineken). Heineken sustituiría a Paulaner en el cincuenta por ciento del capital accionario de IRSA y, asimismo, sería sucesor de Paulaner en el Pacto de Accionistas que mantiene con Quiñenco.

El problema acerca del que versa el presente informe se plantea porque la ley (artículo 199, letra c de la ley de Mercado de Valores) exige la realización de una OPA:

“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 el caso en análisis, se trata de dilucidar si Heineken, al adquirir el 50% de la propiedad de IRSA (controladora de CCU) bajo un pacto de actuación junto con el propietario del restante 50%, toma o no su control, y si, en consecuencia, corresponde o no efectuar una OPA. En contra de esa posibilidad, se ha esgrimido el artículo 97 de la misma ley (que distinguiría, sometiéndolos a reglas diversas, entre controlador y miembro de un controlador) y el artículo 99, letra a que establecería una excepción que obraría a favor de Heineken, en la medida que en IRSA existiría “otra perso-

na, u otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que control(a) (...) un porcentaje igual o mayor”.

La cuestión que cabe entonces dilucidar es si se aplica la letra c) del artículo 199 de la ley de Mercado de Valores a la transacción efectuada entre Paulaner y Heineken referida al ingreso de esta última al control de CCU.

Se trata, en este caso, y como se viene diciendo, de dilucidar dos problemas relacionados, pero distintos:

Si el cambio de un miembro controlador en ese caso específico, equivale o no a un cambio de control que genere la obligación de practicar una OPA. El problema se suscita porque el artículo 199 letra c de la ley de Mercado de Valores, expresa que debe haber oferta pública si una persona pretende adquirir el control de una sociedad que tiene, a su vez, el control de otra. No cabe duda que IRSA tiene el control de CCU: ¿cuándo Heineken adquiere el cincuenta por ciento de IRSA, está tomando su control y cayendo así en la hipótesis de la letra c del artículo 199 citado? La letra de la ley es en este caso insuficiente para resolver el problema. En efecto, el artículo 97 de la ley de Mercado de Valores parece llamar controlador al grupo de personas que con acuerdo de actuación conjunta, y directa o indirectamente, tiene el poder de realizar las actuaciones que allí se indican (inciso primero del artículo 97). Bajo esa definición los dueños de IRSA son controladores supuesto que tengan un acuerdo de actuación conjunta. Cada uno de ellos es, simultáneamente, un miembro del controlador (bajo el penúltimo inciso del

artículo). El problema se plantea cuando se trata de decidir si acaso la transferencia de propiedad de un miembro del controlador a un tercero que lo subroga en los acuerdos previos, debe considerarse o no un “cambio de control” a los efectos de aplicar la regla contenida en el artículo 199, letra c de la misma ley.

Por otra parte, se trata de averiguar también si estamos aquí en presencia de la excepción que establece el artículo 99, letra a de la misma ley antes citada. En otros términos, se trata de averiguar si Heineken cuando accede al cincuenta por ciento de IRSA está influyendo decisivamente o no en su administración. *Prima facie*, la excepción supone que hay otra persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta con un porcentaje igual o superior.

Acerca de todo lo anterior versa el presente informe.

El informe ha sido solicitado por encargo de Anheuser Busch International Holdings, Inc. Chile II Limitada. A fin de emitir su opinión, el informante ha tenido a la vista los siguientes antecedentes: la solicitud de consulta dirigida por Anheuser Busch International Holdings, Inc. Chile II Limitada, al señor Superintendente de Valores y Seguros; la comunicación emitida por la Superintendencia de Valores y Seguros, donde consta la resolución en la que se da respuesta a la precedente consulta; los escritos presentados ante la Iltma. Corte de Apelaciones de Santiago en los que se reclama, por parte de Anheuser Busch International Holdings, Inc. Chile II Limitada, la precedente resolución, el tras-

lado que evacuó la Superintendencia y los escritos en que FHI Finance Holding International B.V. y Heineken International B.V. y Heineken Americas B.V., se hacen parte del litigio trabado como resultado de esa reclamación. El informante ha revisado esos antecedentes y, sin compromiso previo, ha emitido una opinión provisional. Conocida esa opinión, Anheuser Busch International Holdings ha decidido encargar el presente informe.

Dilucidar el precedente problema, exige, en primer lugar:

- I. Referirse en general a los principios que el derecho vigente establece para la interpretación de la ley. De esos principios se sigue que el intérprete, a fin de elucidar los casos inciertos, debe fijar el sentido de la ley y, a la luz de él, fijar la extensión de la letra (artículos 19 y 23 del *Código Civil*).
- II. Establecido lo anterior, se hace luego necesario establecer el sentido que posee el título xxv –agregado por la ley 19.705– de la ley de Mercado de Valores. La doctrina está de acuerdo en que el sentido de la OPA es la protección del principio de igualdad de trato de los accionistas y la protección de su propiedad, establecido que el accionista tiene propiedad sobre un flujo futuro que depende del gobierno de la corporación. Si el gobierno de la corporación cambia –porque el control se desplaza– entonces, y éste es el sentido de la ley, los accionistas tienen derecho a hacer uso de la prima de control, juzgando si el nuevo controlador tiene intereses convergentes con los suyos o, en cambio, divergentes.
- III. Una vez dilucidado el sentido del título xxv de la ley de Mercado de Valores, el informe analiza el concepto de control que esa ley utiliza. El informe concluye que la ley no contiene una definición legal de control, motivo por el cual el intérprete debe, con arreglo a los artículos 20 y 21 del *Código Civil*, fijar su significado. El informe concluye que la palabra ‘control’ alude a la posibilidad que un grupo de personas tenga la posibilidad efectiva de dirigir los negocios sociales, aunque, desde el punto de vista de la propiedad, los activos no le pertenezcan de manera íntegra. El control incluye, en consecuencia, no sólo la propiedad sino, también, el poder de coalición, es decir, la capacidad efectiva y lograda de los accionistas –mediante pactos– para hacer converger sus intereses.
- IV. Aquí el informe analiza si, en particular, y a la luz de los antecedentes previamente analizados, puede sostenerse que en el caso que le ha sido consultado existe o no obligación legal de efectuar una OPA. El informe argumenta en el sentido que esa obligación existe porque –como se habrá mostrado ya en el precedente apartado– hay toma de control efectivo y no se verifican las excepciones previstas en el artículo 99 de la ley de Mercado de Valores.
- V. Aplicados esos principios, debe concluirse que en el caso planteado existe la obligación legal de efectuar una OPA.

## I

Al revés de lo que suele creerse, el principio que enuncia el artículo 19 del *Código Civil* está muy lejos de ser una mera sujeción a la letra de la ley. Si bien, hacia fines del siglo XIX comenzó a generalizarse –por parte de quienes enseñaban entonces *Código Civil*– la opinión según la cual la regla básica de interpretación era la interpretación literal (a veces llamada judaica o mosaica), lo cierto es que el *Código Civil* recoge una vieja tradición interpretativa que en vez de dar primacía a la letra de la ley, subordina la letra al sentido de la ley. Cuando el artículo 19 del *Código Civil* prescribe que no se debe desatender el tenor literal de la ley, lo hace a condición de que el sentido resulte claro. En cualquier otra hipótesis –si el sentido no es claro– entonces ya no es el caso que el intérprete deba someterse a la letra de la ley. Ese principio que declara el artículo 19 del *Código Civil*, debe entonces complementarse con la regla que, por su parte, enuncia el artículo 23: la extensión que deba darse a toda ley, se determinará por su genuino sentido.

Así entonces, la interpretación de la ley debe ser estricta si es el caso que su sentido coincide con la letra; extensiva si es el caso que el sentido exorbita la letra; restrictiva en el caso que el sentido alcance a menos casos que la letra.

De ahí que, como se acaba de recordar, el artículo 23 del *Código Civil* establezca que la extensión que deba darse a toda ley se determinará según su genuino sentido. En otras palabras,

el sentido de la ley –lo que los antiguos llamaban *sensus* o *intellectus legis*– determina la extensión que ha de darse a la letra de la ley –lo que solía llamarse *littera, verba, scriptura legis*. Si el sentido es más amplio que la letra, entonces la interpretación debe ser extensiva; si el sentido es más estricto que la letra, entonces la interpretación ha de ser restrictiva; si, en fin, el sentido coincide con la letra, la interpretación ha de ser estricta.

Lo anterior se sigue de las fuentes ideológicas que influyeron en el *Código Civil* en materia de interpretación. Como es bien sabido, la fuente inmediata de las reglas de interpretación es el *Código de la Luisiana* de 1825, que era una revisión de otro de 1808. Por su parte, el *Código de la Luisiana* estuvo influido por la codificación francesa y, en particular, por uno de sus proyectos, el de 1800. Este proyecto de *Código Civil Francés* (que influyó en el de la *Luisiana*, el que, por su parte, sirvió de fuente al chileno) contaba con reglas de hermeneútica tomadas de Domat y de su libro *Las leyes civiles en el orden natural*. En esta obra, Domat –según era habitual en la tradición– distingue entre el tenor literal y el sentido y establece que es este último el que fija la extensión, es decir, los casos, a que la ley se aplica. Buscar, por su parte, el sentido cuando él no resulta claro, supone, sugería Domat, echar mano al espíritu de la ley (*esprit*), expresión que vuelve a recoger nuestro artículo 19.

El espíritu de la ley no es más que lo que los antiguos llamaban *ratio legis*, esto es, la finalidad de la ley. La finalidad de la ley (su espíritu o *ratio legis*) ha

servido siempre para resolver los casos ambiguos, difíciles, los *casus non decisis* por la letra de la ley. Es bien sabido que el espíritu o *ratio legis* debe buscarse en la propia ley (echando mano a lo que se ha llamado los elementos lógico y sistemático) o en la historia fidedigna de su establecimiento (*ratio scripta*)<sup>1</sup>.

Nada de esto conduce, por supuesto, a la extrema inseguridad. Como ha sido sugerido muchas veces, está en la índole de la interpretación legal concluir que existen casos claramente cubiertos por la ley; casos claramente no cubiertos y, en fin, casos inciertos en los que, *prima facie*, no es posible saber si están o no imperados por la ley que se trata de interpretar. Respecto de estos últimos casos, el sentido de la ley –como expresa el artículo 23 del *Código Civil*, que es derecho vigente en Chile– determina la extensión que ha de darse a la ley. Estos principios deben ser tenidos en cuenta al resolver el asunto que me ha sido consultado.

Porque el problema de si acaso la compra del cincuenta por ciento de la

propiedad de un controlador (IRSA respecto de CCU) está o no sujeta a la obligación de una oferta pública de acciones es, en opinión de este informante, un caso incierto para cuya dilucidación se hace imprescindible indagar en lo que el *Código Civil* llama el “sentido de la ley”. Se trata de un caso incierto porque, como se insistirá luego, la Ley de Mercado de Valores no define legalmente lo que debe entenderse por “control” (una definición legal requiere ser expresa y específica, cuestión que en este caso no ocurre); y porque debe decidirse si la compra del cincuenta por ciento de la propiedad de un controlador está cubierta por la regla general del inciso primero del artículo 99 de la ley de Mercado de Valores (caso en el cual debiera haber una OPA) o, en cambio, en una de sus excepciones (caso en el cual no debiera haberla).

Dilucidar el sentido de la ley en este caso, exige recordar algunos de los principios que subyacen al mecanismo de la oferta pública de acciones. Identificar esos principios permitirá fijar lo que en hermenéutica legal se denomina *ratio legis* o espíritu de la ley. La *ratio legis* se dilucida recurriendo a sus propios preceptos o a la *ratio scripta* (la historia fidedigna de su establecimiento). Al fijar la *ratio legis* se cuenta con un precioso elemento que permite dilucidar el sentido de la ley y, por esa vía, la extensión de su letra.

En lo que sigue, se ofrece evidencia para sostener que la *ratio legis* al tiempo de establecer la OPA fue la protección de la propiedad de los accionistas minoritarios e institucionales impedidos de alcanzar el gobierno de la so-

<sup>1</sup> Para todo lo anterior, vide GUZMÁN BRITO, A. “La historia dogmática de las normas sobre interpretación recibidas por el Código Civil de Chile”, en *Interpretación, integración y razonamiento jurídicos*, Santiago, Jurídica, 1992; GUZMÁN BRITO, A. “Acerca de la Interpretación de la Ley”, en *Estudios sobre reformas al Código Civil y Código de Comercio*, Santiago, Jurídica, 1999; GUZMÁN BRITO, A., *Historia de la interpretación de las normas en el derecho romano*, Santiago, Ediciones del Instituto de Historia del Derecho Juan de Solórzano y Pereira, Biblioteca Juan de Solórzano y Pereira, 2.000, vol. I; VERNENGO, R., *La interpretación literal de la ley*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1971.

ciudad. Ello porque la constitución no sólo protege la titularidad sobre la acción sino, también, protege el bien sobre el cual ella recae, los flujos de utilidades, que dependen del gobierno social. Siendo ésa la *ratio legis*, no puede sostenerse que en este caso exista un mandato de interpretación restrictiva del mecanismo de las OPAS.

## II

Las OPAS son ampliamente conocidas en el derecho comparado, anglosajón y continental<sup>2</sup>. La ley 19.705 que reguló la OPA en el ordenamiento jurídico nacional, recogió parte de esa experiencia y de ello quedó constancia en las respectivas actas –*ratio scripta*– donde consta la tramitación de la ley. El conocimiento acumulado respecto de este mecanismo, puede, entonces, contribuir a dilucidar su sentido y, por esa vía, favorecer una adecuada interpretación de la ley 19.705.

Uno de los rasgos más acusados de la moderna sociedad de capitales, está dada por el hecho que en ella existe una separación entre la propiedad, por una parte, y el control por la otra. Mientras la propiedad está diluida en miles de accionistas, la administración de los nego-

cios sociales se encuentra inevitablemente concentrada. Quien tiene la propiedad de la sociedad o la empresa, no tiene necesariamente el control, de manera que el destino jurídico o material de los negocios sociales puede no estar en manos de todos los propietarios o accionistas. Es éste un fenómeno ampliamente reconocido que, hasta cierto punto, se aparta de las clásicas concepciones de la propiedad. En la propiedad clásica sobre cosas corporales o incorporales, el dueño tiene siempre la facultad de decidir el destino jurídico o material de la cosa sobre la que su dominio recae (*jus abutendi*). En la moderna sociedad de capitales, el accionista carece, en rigor, de esa facultad.

Si bien el accionista es dueño de un derecho personal contra la sociedad, desde el punto de vista económico su propiedad recae sobre un flujo futuro –las utilidades– cuyo monto dependerá de cómo se gestionen los negocios sociales. Para el conjunto de los accionistas, en consecuencia, no es indiferente cómo se administren los negocios sociales: a fin de cuentas el valor presente de las acciones y de los activos sociales, depende de quien tenga el control y, en consecuencia, la administración de la sociedad. La evidencia muestra que la propiedad sobre un paquete accionario –que no alcanza la totalidad– puede conferir el control y la administración social. En ese caso, hay accionistas minoritarios que carecen de la posibilidad de controlar los activos sociales sobre los que, sin embargo, tienen propiedad.

En razón del fenómeno que se acaba someramente de describir, en el

<sup>2</sup> Por vía ejemplar, y para lo que sigue, puede consultarse: GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Madrid, Civitas, 1996; LÓPEZ ANTÓN, F., “Ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios”, en *Revista de Derecho Mercantil*, N<sup>os</sup> 175-176, enero-junio, 1985, p. 203 y ss.; BERGER, K.A., “Comparative analysis of takeover regulation in European Community”, en *55 Law and Contemp. Probs.*, N<sup>o</sup> 4, 1992, p. 53 y ss.

derecho comparado es posible observar un conjunto de mecanismos tendientes a proteger a los accionistas minoritarios. Así, por ejemplo, es posible observar una amplia regulación acerca de grupos de sociedades (es el caso del derecho alemán) o una muy fina regulación de los deberes fiduciarios que obligan al accionista mayoritario a gestionar la sociedad sin traicionar los intereses o expectativas de los minoritarios (es el caso del derecho estadounidense). Otro mecanismo para proteger los intereses de los accionistas minoritarios en presencia de la concentración del control en pocas manos, es la regulación de las OPAS.

Desde el punto de vista económico, la propiedad sobre un paquete accionario que confiere el control de una sociedad tiene un valor económico adicional. Todas las acciones poseen un precio que refleja la capacidad de los activos para producir un flujo efectivo futuro de ingresos. Con todo, y como se acaba de decir, las acciones que permiten adquirir el control de la sociedad, tienen, todavía, un valor adicional, un valor agregado<sup>3</sup>.

En ese caso, se plantea el problema relativo a quién tiene derecho a apropiarse ese valor adicional. El mecanismo de OPA que consagra la ley

19.705, obliga a poner ese mayor valor, en principio, al alcance de todos los accionistas, incluidos los minoritarios.

El mecanismo de la OPA, evita que quienes quieran tomar el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, negocien directamente con los actuales controladores el precio de sus acciones y evita, asimismo, que éstos se apropien en exclusiva el plusvalor proveniente del control. A cambio de eso, los obligan a dirigir una oferta a todos los accionistas. Es fácil apreciar el sentido del mecanismo. Una vez formulada la oferta pública, los accionistas minoritarios deben decidir si hacen suyo de inmediato el mayor precio de las acciones o si, en cambio, se mantienen en la sociedad confiando en quienes toman, ahora, su control. Los accionistas minoritarios gozan así de una ventaja a cambio de carecer del control: podrán compartir el plusvalor proveniente del control (v.gr., si, como producto de la oferta, venden) o podrán participar de la mejora en la gestión (si retienen su posición y advierten que sus intereses coinciden con los de los controladores). En presencia del mecanismo de la OPA, los accionistas minoritarios quedan protegidos, aun, cuando no puedan incidir de manera

<sup>3</sup> Desde el punto de vista estrictamente económico, eso genera lo que se ha llamado un “mercado del control”. En otras palabras, y en principio, siempre es posible “comprar” el paquete accionario que permite tomar el control de la sociedad. Los tenedores de ese paquete tienen incentivos para venderlo (logran vender sus acciones a un precio superior a aquéllas que no tienen el control) y los adqui-

rentes tienen también incentivos para ofrecer comprar (por un precio que está en un rango que va desde el valor de la acción hasta el mayor valor que la acción tendrá una vez que quien la compra la administre). Las OPAS, como se verá de inmediato, constituyen un mecanismo para distribuir entre todos los accionistas por igual el mayor precio del control, impidiendo que se lo apropien, nada más, los controladores.

directa en el gobierno de la corporación. Esto resulta particularmente relevante sobre todo cuando, como ocurre en Chile, los inversionistas institucionales –v.gr., las Administradoras de Fondos de Pensiones– tienen impedido legalmente tomar el control de la sociedad cuyos títulos poseen.

En el derecho comparado es posible observar varias modalidades de la OPA. El sistema puede consagrarse como un mecanismo voluntario u obligatorio o, por su parte, como un mecanismo que permita las ofertas totales o parciales. En el caso del sistema consagrado por la ley 19.705 que se ha venido explicando, el sistema presenta la característica de ser obligatorio.

Se han esgrimido variadas consideraciones de carácter económico en contra de la eficiencia del mecanismo de las OPAS. Los controladores de una sociedad, se ha dicho, incorporan conocimiento especializado y capital humano a la sociedad y disminuyen, a su costa, los costos de información o de monitoreo que el conjunto de los accionistas no puede llevar a cabo por sí mismo. Así, el control de una sociedad beneficiaría a todos los accionistas. Se trataría de una especie de bien público y la prima de control permitiría la obtención de ese bien del que todos obtienen una parte. Estas consideraciones son, sin embargo, ajenas al derecho vigente, el que optó por considerar que las OPAS eran el mejor mecanismo para asegurar el principio de igualdad de trato y la propiedad de todos los accionistas.

Establecido lo anterior, cabe ahora preguntarse qué relación media entre

el mecanismo que se acaba de describir –la OPA– y el derecho de propiedad consagrado, en el ámbito constitucional, en nuestro ordenamiento. Ocuparse de este aspecto del problema reviste particular importancia, a juicio de este informante, para la interpretación de la ley. Si este mecanismo importa, sin más, una limitación al derecho de propiedad de las acciones de quienes tienen el control, entonces la interpretación de las reglas que la ley 19.705 introdujo a la ley de Mercado de Valores, deberá ser restrictiva. Ese efecto restrictivo no se produciría, en cambio, si el referido título de la ley de valores tiene por objetivo proteger la propiedad de los accionistas, en este caso, minoritarios.

A primera vista, el mecanismo de la OPA constituiría una limitación al derecho de propiedad de quien desea enajenar o transferir sus acciones. Los titulares de las acciones que permiten el control, tendrían la propiedad de esas acciones y, en consecuencia, la facultad, inherente al dominio, de disponer con libertad y sin restricciones de ellas. Se ha argumentado que el dominio sobre las acciones –incluso sobre aquellas cuya posesión permite el control– incluiría como una de sus facultades inherentes, la de disponer de ellas mediante negociaciones entregadas a la libre voluntad del propietario. El mecanismo de la OPA, limitaría, *prima facie*, el derecho de disposición.

Siendo así –podría sostenerse– el mecanismo de las OPAS debiera ser interpretado restrictivamente, extendiéndolo, dentro de la ley que lo establece, a los menores casos posibles. En

otras palabras, el carácter limitativo del dominio que revestirían las OPAS, permitiría derivar, en caso de duda, un mandato de interpretación restrictiva de su ámbito de aplicación. Desde el punto de vista del derecho civil convencional ésa parece ser una explicación correcta. Si un sujeto de derecho es accionista, incluso mayoritario, entonces podría en ejercicio del *jus abutendi* (la facultad de disposición inherente al dominio) disponer mediante un acuerdo voluntario de su paquete de acciones sin ninguna restricción. El valor de ese paquete estaría dado por la disposición voluntaria a pagar del adquirente. El titular, como propietario de las acciones, debiera, entonces, hacer suyo (“internalizar”) el precio que el tercero pagó por ellas. En caso de duda –podría argumentarse– el intérprete debiera, en homenaje a la propiedad, dar primacía a ese principio general.

Ocurre, sin embargo, que el mecanismo de las OPAS debe ser visto como un mecanismo de protección de la propiedad que viene impuesto por la índole de la sociedad por acciones. Las acciones son una propiedad sobre un flujo futuro (que el accionista, cuando transa su acción, trae a valor presente) entonces reglar el control (o gobierno) de las sociedades es una forma de protección de la propiedad de quienes teniendo el dominio sobre activos sociales carecen, sin embargo, del control. En términos convencionales, el gobierno de las corporaciones es también un tema de propiedad desde que la propiedad clásica incluye el control del activo a que se refiere o, en términos civiles, los frutos a que, por la accesión,

tiene derecho el propietario. Como es bien sabido, la protección de la propiedad bajo el derecho vigente en Chile, incluye la titularidad, el bien sobre que recae y las facultades inherentes al derecho de dominio. Ahora bien, las acciones son un título sobre flujos futuros, de manera que el bien sobre el cual recae el dominio accionario no es el título, sino el flujo de utilidades futuras a que tiene derecho el accionista que es, desde otro punto de vista, la prestación a que la sociedad está obligada. Las OPAS constituyen, así, un mecanismo de protección de una facultad inherente al dominio de los minoritarios (el *jus fruendi*) o, si se prefiere, un mecanismo de protección del bien sobre el que esa propiedad recae. Ese control tiene un valor económico que explica que los adquirentes de un paquete accionario que confiere el control, lo valoran más que la suma de acciones individualmente consideradas (una manifestación de que todas estas operaciones, como suele decirse, son *intuitu pecuniae*). Sobre esto hay amplio acuerdo en la literatura<sup>4</sup>. Una versión de este

<sup>4</sup> Las fusiones y adquisiciones –uno de los fenómenos más habituales en los mercados modernos– muestran que las empresas compradoras (*bidding firms*) están dispuestas a pagar una prima sobre el valor justo (*fair value*) de los activos de la empresa adquirida (*target firm*). El *fair value* de los activos equivale a la capacidad económica que poseen para generar flujos efectivos futuros. En principio, el *fair value* debiera reflejarse en el precio de las acciones. Sin embargo, al momento de una toma de control, el precio de las acciones de la compañía *target* refleja el pago de una prima. Esto muestra que la capacidad de los activos para producir

principio de propiedad que justificaría las OPAS, lo constituye el principio de igualdad de trato de los accionistas.

El derecho vigente en Chile –en particular, la carta constitucional– consagra, según es bien sabido, una amplia protección al derecho de propiedad. Un examen de la manera en que ese derecho aparece consagrado, justifica las precedentes afirmaciones, esto es, que las OPAS, una vez que se las entiende en el contexto del derecho vigente, un mecanismo de protección de la propiedad, de tal manera que no existe, respecto de la ley que las establece, un mandato de interpretación restrictivo. En efecto, la Constitución ampara, como se dijo ya, no sólo la titularidad del dominio sino, también, el bien u objeto sobre el cual recae y las facultades que le son inherentes; aunque estas últimas pueden ser reguladas por ley siempre que no se las afecte en su esencia. Ahora bien, la propiedad sobre una acción representa, como es bien sabido, la propiedad sobre una parte *alícuota* del capital social y la propiedad sobre los flujos futuros –utilidades– del negocio. Como esas utilidades o flujos futuros dependen de la gestión o de la administración social, parece obvio, entonces, que el mecanismo de las OPAS son una forma de protección de la propiedad en vez de ser una limitación de ella.

Lo anterior quedó dicho con elocuencia en el mensaje con que se inició

el proyecto de ley que regula las OPAS y establece régimen de gobierno corporativo<sup>5</sup>. Son tres, entre otros, los principios básicos que se esgrimieron en el mensaje para promover el mecanismo de las OPAS: en primer lugar –se dijo– la ley tiene por objetivo proteger los intereses de los accionistas minoritarios para asegurarles un retorno razonable y “evitar que sean expropiados” (el destacado es del informante) por los administradores o por el grupo controlador de una sociedad; en segundo lugar, el proyecto perseguía acabar con las diferencias en el manejo de información (asimetrías) entre los grupos controladores y el mercado; en tercer lugar, el proyecto tiene por finalidad asegurar un trato igualitario entre los accionistas que al poseer “idénticos derechos de voto y de reparto sobre los dividendos, impiden las redistribuciones de riqueza a favor de ciertos grupos de accionistas”. Como se ve, en concepto del órgano colegislador, cuya voluntad se manifiesta en el mensaje, el mecanismo de las OPAS se instituye como un mecanismo para proteger la propiedad de los accionistas minoritarios e institucionales sobre el “retorno” o flujo de sus títulos y sobre la cuota a que tienen derecho en el reparto de dividendos. Estos conceptos fueron compartidos durante el debate del referido proyecto de ley en la Cámara de Diputados<sup>6</sup>.

---

flujos futuros efectivos depende de quien posea el control sobre ellos: la diferencia entre el *fair value* de los activos y la capacidad generada por la nueva administración, reflejaría el valor del control corporativo.

---

<sup>5</sup> *Boletín* N° 2289-05, también en Cámara de Diputados, sesión 30, martes 5 de enero de 1999.

<sup>6</sup> Así, v.gr., la intervención del diputado Dittborn: “La compra a prorrata de las acciones que poseen los accionistas a que obliga el proyecto que hoy nos ocupa es una norma

Los antecedentes que se acaban de analizar, autorizan afirmar que la naturaleza de las OPAS no permiten derivar la afirmación según la cual ellas constituyen una limitación al derecho de propiedad. Al revés de eso, las OPAS constituyen un mecanismo de protección del derecho de propiedad de los accionistas, minoritarios e institucionales, que en caso de tomas de control de la sociedad pueden ver amenazados los flujos futuros sobre el cual tienen derecho los que, como se ha explicado ya, son dependientes de la administración social.

En conclusión, no puede sostenerse, a juicio de este informante, que exista un principio de interpretación restrictiva de las reglas que establecen el mecanismo de OPA.

### III

Establecido lo anterior, cabe preguntarse ahora bajo qué condiciones –desde el punto de vista de la ley de Mercado de Valores– procede una OPA. Como es sabido, esas condiciones se regulan en el título xxv de la ley de Mercado de Valores (introducido por la ley 19.705) y, en especial, en el artículo 199. En el caso en análisis, la letra c) del artículo 199 subordina la obli-

---

positiva, no tanto porque distribuye en forma igualitaria el premio por control (...) sino porque distribuye en forma más igualitaria el premio del precio pagado sobre el valor bolsa (...). Es de toda justicia que este premio lo obtengan tanto los controladores como los accionistas minoritarios”. *Vid.* Cámara de Diputados, sesión 31, martes 17 de agosto de 1999.

gación de practicar una OPA a la previa toma de control.

El precepto, varias veces citado, establece:

Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas:

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, deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control.

A *contrario sensu* del precepto, si no hay toma de control, entonces el mecanismo no resulta obligatorio.

Por su parte, el artículo 203, letra a) de la misma ley, al tratar del contenido del prospecto donde consta la OPA, establece que él debe contener: ...una descripción financiera, jurídica y de los negocios del oferente o de sus controladores efectivos y finales, según fuere el caso... (el énfasis es del informante).

Parece obvio, a la luz del precepto que se acaba de citar, que el control al que subordina la OPA puede ser un control efectivo y final.

Por otra parte, se encuentran los artículos 97 y 99 de la citada ley. El primero de ellos establece que es controlador de una sociedad: toda persona o grupo de personas con acuerdo

de actuación conjunta que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:

- a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o representante legal o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades o
- b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta (...) cada una de ellas se denominará miembro del controlador.

El segundo, por su parte, esto es, el artículo 99, establece en qué casos ha de entenderse que se influye decisivamente en la administración o el control de una sociedad, y establece, entre otras excepciones, la que sigue:

- a) que exista otra persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que controle, directa o a través de personas naturales o jurídicas, un porcentaje igual o mayor.

Un somero análisis de las reglas precedentes, permiten alcanzar la siguiente y obvia conclusión: bajo la regla del artículo 199, letra c), la adquisición del control desencadena la obligatoriedad de una OPA. Ese control, a la luz de los requisitos del prospecto que enuncia el artículo 203, puede ser efectivo (concepto que la ley no define) o revestir la forma de un cambio de controlador bajo la regla del artículo

97, entendiéndose por tal quien tiene influencia decisiva en la administración de la sociedad cuyas acciones deberán ofertarse mediante una OPA. *Prima facie*, el cambio de controlador equivale a la adquisición del control, salvo los casos previstos en el artículo 99. En el caso en análisis se trata de saber si Heineken al incorporarse a IRSA, sucediendo en el pacto de accionistas a Paulaner, adquiere o no el control efectivo de CCU o si tiene influencia decisiva en su administración. O si, en cambio, se encuentra en las excepciones del artículo 99.

Resulta, entonces, imprescindible, darse a la tarea de dilucidar qué ha de entenderse por control para fijar correctamente el sentido de las precedentes reglas, establecido que una vez fijado el sentido, es posible fijar la extensión de la ley<sup>7</sup>.

Respecto del concepto de control que utiliza el artículo 199, letra c que a la ley 18.045 introdujo la ley 19.075, cabe preguntarse si existe o no una definición legal de control a la que el intérprete deba, sin más, someterse; o si, en cambio, al no existir esa definición legal resulta inevitable arribar a ella mediante los diversos elementos de interpretación.

El *Código Civil*, como es bien sabido, establece tres reglas que el intérprete ha de tener en consideración al tiempo de asignar un significado a las palabras de la ley. Hay coincidencia en la doctrina –y fluye del propio texto del *Código*– que esas reglas son tres y poseen cierto orden de prelación entre

<sup>7</sup> Artículos 19 y 23 del *Código Civil*, cfr. *supra* 1.

ellas. Ante todo, si el “legislador las ha definido expresamente para ciertas materias” entonces ha de dársele a las palabras su significado legal<sup>8</sup>. A falta de una expresa y específica definición legal, y constatado que se trata de una palabra técnica perteneciente a una ciencia o arte las palabras

“se tomarán en el sentido que les den los que profesan la misma ciencia o arte a menos que aparezca claramente que se han tomado en sentido diverso”<sup>9</sup>.

En fin, y en caso de no poderse aplicar las reglas precedentes, “las palabras de la ley se entenderán en su sentido natural y obvio, según el uso general de las mismas palabras”<sup>10</sup>.

Pues bien, a la luz de las precedentes reglas, cabe, ante todo, preguntarse si la palabra ‘control’ posee o no definición legal. Para ello son necesarios dos requisitos, a saber: a. que el legislador haya definido “expresamente” esa palabra; b. que ello haya sido “para ciertas materias”. La definición legal, para ser tal, debe, en consecuencia, ser expresa y específica. Ninguno de esos caracteres es posible observarlos en la ley de Valores respecto de la palabra ‘control’. En efecto, la ley cuando define expresamente ciertas palabras lo da a entender de manera inequívoca sirviéndose de diversos giros de carácter imperativo. Así, el artículo 25 del *Código*

*Civil* respecto de las palabras hombre, persona, niño, adulto (“...se entenderán..”); infante o niño en el artículo 26 (“...llámase...”); playa de mar en el artículo 594 (“...se entiende por...”). Ninguno de esos giros, u otros semejantes, es posible encontrarlos en la citada ley de Mercado de Valores respecto de la palabra ‘control’. Tampoco se encuentra –aunque a la luz de lo dicho resulta irrelevante– una expresa definición de “control” respecto de la OPA.

Cabe entonces preguntarse, ¿acaso se trata de una palabra técnica, perteneciente a una ciencia o arte, en cuyo caso habrá que darle el sentido que le den los que profesen dicha ciencia o arte?

Si bien la palabra ‘control’ es un término de amplio uso en el derecho de sociedades (lo que en el derecho anglosajón suele denominarse *Corporate Law*) y, si bien suele emplearse con profusión en la amplia literatura existente sobre el denominado “gobierno corporativo”; no puede estimarse, a juicio de este informante, que a la dicha palabra pueda asignársele un sentido unívoco de carácter técnico. Con todo, y a efectos de ilustrar su comprensión, sí puede señalarse que en la literatura la palabra ‘control’ alude a la posibilidad de que un grupo de personas tenga la ocasión efectiva de dirigir los negocios sociales, aunque, desde el punto de vista de la propiedad, los activos no le pertenezcan de manera íntegra. El tema del control aparece tempranamente en la literatura, en efecto, para designar el fenómeno que se produce en la moderna sociedad por acciones en la que la propiedad está di-

<sup>8</sup> Segunda parte, del artículo 20 del C.C.

<sup>9</sup> Artículo 21 del C.C.

<sup>10</sup> Primera parte del artículo 20 del *Código Civil*.

luida en muchas manos (los accionistas) y el control en unas pocas, debido al hecho que quienes administran responden a quienes tienen la propiedad de un cierto paquete accionario<sup>11</sup>. Dicho en términos más técnicos, el concepto de control debe ser entendido sobre el fondo de lo que la teoría económica denomina un problema de agencia; éstos surgen cuando el principal (en el caso de la sociedad anónima, la junta de accionistas) carece de la posibilidad efectiva de hacer valer su voluntad ante el agente (los administradores que en vez de responder a la junta de accionistas, responden ante quienes tienen la titularidad del paquete accionario que confiere el control).

El significado que surge de las disciplinas técnicas coincide, por otra parte, con el sentido natural y obvio que posee la palabra ‘control’ el que –como ha declarado largamente la práctica jurisprudencial– se encuentra registrado en el *Diccionario de la Real Academia de la Lengua*<sup>12</sup> donde ‘control’ significa “mando o preponderancia” o “mando o dispositivo de regulación”.

Todo lo anterior coincide con la manera en que el concepto es usado en la ley. Por supuesto, el hecho que la ley no defina expresamente el control, no quiere decir que carezca de un concepto de control que el intérprete deba fijar en caso de controversia. Desde luego, el artículo 97 usa un concepto implícito de control sometiéndolo a las

condiciones que allí se establecen<sup>13</sup>. Pero ese uso no parece agotar el concepto de control que utiliza la ley de mercado de valores desde que –como se dijo ya– el artículo 203, letra a) parece utilizar un concepto distinto cuando, refiriéndose al prospecto en que constan los términos y condiciones de una OPA, exige que se individualicen los “controladores efectivos y finales”. Como es obvio, la mención de un “control efectivo y final” no se explicaría si en la ley existiera nada más un concepto unívoco de control<sup>14</sup>.

A la luz de lo anterior, parece indispensable, a fin de elucidar el sentido de la ley, y fijar así su alcance –como lo exigen los artículos 19 y 23 del *Código Civil*, según se explicó ya– detenerse en las características que reviste el concepto de control en el derecho de sociedades. Esta averiguación podrá contribuir a fijar luego el alcance que ese concepto posee bajo las reglas del derecho vigente en Chile.

El control posee características particulares que es útil tener en cuenta. La capacidad de control de una sociedad

<sup>13</sup> Es obvio, con todo, que el artículo 97 no contiene una definición legal de control. Por supuesto, podría sostenerse que “control” es lo que tienen los “controladores” a que se refiere el artículo. Pero se trataría de una definición circular que incluye el *definiendum* (lo definido) en el *definiens* (lo que define). Antiguos manuales de lógica, es sabido, proscriben por falaz ese tipo de definición circular.

<sup>14</sup> Cfr. ALCALDE, E. “Regulación sobre la venta de control en la ley de OPAS: ¿Un caso de iniquidad o simplemente un error?”, en *Revista Chilena de Derecho*, N°3, vol. 28, 2001, Sección Estudios, pp. 599-614.

<sup>11</sup> Cfr. BERLE, “Control” in *Corporate Law*, en: 58 *Colum. L. Rev.*, 1958, p. 1.212 y ss.

<sup>12</sup> Vigésima segunda edición, 2.001.

por acciones, es función del poder de coalición de un conjunto de personas o del nivel de propiedad que poseen, a fin de alinear al ente controlado con sus propios intereses.

En otras palabras, y en principio, la capacidad de control depende de cualquiera de las dos siguientes variables, según lo enseña el derecho de sociedades y la teoría económica:

Primera, del grado de propiedad que una persona tenga sobre el capital social y, en consecuencia, los flujos futuros. Si una persona cuenta con el 30% de las acciones, en tanto el resto de la propiedad está diluida en pequeños accionistas, entonces esa persona posee el control, es decir, la capacidad de gobierno de la sociedad. Es cierto que si los pequeños accionistas se reunieran, podrían tomar el control, pero ocurre que frecuentemente no lo hacen por los altos costos que eso supone<sup>15</sup>.

Segunda, del poder de coalición o, en otras palabras, de la facilidad que tenga un grupo de personas que individualmente no tiene el control, para asociarse, alcanzar acuerdos y así lograr la

capacidad de gobierno. Es sabido que en materia de sociedades el control es difícil porque tiene costos de coalición altos. Como la propiedad puede estar diluida en miles de pequeños accionistas, hay grandes dificultades para ponerlos de acuerdo y alcanzar el gobierno de la sociedad. Esas dificultades o costos de coalición disminuyen si disminuye el número de personas involucradas. En otras palabras, si existen pocas personas, es más fácil que se pongan de acuerdo para tomar el control que si hay muchas. Esto explica que no es igual la situación de trescientos accionistas que en conjunto tienen el 40%, que la situación de dos accionistas que en conjunto tienen nada más el 30%. Los primeros suman más votos, pero para ello deben primero ponerse de acuerdo lo que, atendida la dispersión de intereses, es difícil. Los segundos, en cambio, tienen menos propiedad, pero su poder de coalición es mayor: tienen menos dificultades para ponerse de acuerdo. El resultado probable, enseña la evidencia empírica, es que los segundos (que tienen menos propiedad) tomarán el control.

De ahí que si varias personas cuentan ya con un acuerdo (ya internalizaron los costos de coalicionarse) entonces constituyen un controlador. Si dos personas —en el caso en análisis Paulaner y Quiñenco— alcanzaron ya un acuerdo de actuación conjunta (ya superaron los costos de coalicionarse) y sobre la base de él controlan la sociedad X (en este caso IRSA), entonces si un tercero (en el caso en análisis, Heineken) sustituye a uno de los que alcanzaron el acuerdo (en el caso en análisis, Paulaner) enton-

<sup>15</sup> La teoría económica y el *Law and Economics*, denomina a esos costos “costos de transacción” o, más precisamente, “costos de coalición”. Son, para decirlo sencillamente, las dificultades que tiene un gran número de personas, con intereses dispersos para ponerse de acuerdo. Los “costos de coalición” son, en general, directamente proporcionales a la cantidad de personas (y de intereses) que deben ponerse de acuerdo. Esto explica que si las personas son pocas puedan —aunque no tengan la mitad más uno de las acciones— tomar el control de una sociedad: sus costos de coalición son más bajos que los de la mayoría.

ces adquiere el control de X (en el caso analizado, IRSA). Como lo muestra la evidencia empírica y los conceptos previamente analizados, el control efectivo (al que alude la ley en el artículo 203 que se citó ya) depende, a fin de cuentas, de la capacidad ya lograda de alcanzar coaliciones. En una sociedad con miles de pequeños accionistas la mayoría, como se viene diciendo, puede tener altos costos para coalicionarse, de donde se sigue que a veces una minoría consistente –con bajos costos de coalición– podría tomar el control de una corporación. Esto permite explicar por qué una sociedad controladora con dos miembros iguales puede asumir el control: sus costos de coalición son bajos y los incentivos para alcanzar un acuerdo son muy altos (el costo alternativo de no alcanzar acuerdos es, en principio, más alto que el peor de los acuerdos).

Los precedentes conceptos permiten concluir que la distinción entre controlador y miembro del controlador –que efectúa a propósito de los grupos empresariales la ley de Mercado de Valores y que fue introducida por la ley 18.660<sup>16</sup>– es irrelevante en este caso porque, de aplicarse, contraría la *ratio legis*, la finalidad de la ley.

Aquella distinción, en efecto, al ser esgrimida para sostener que el cambio de un miembro del controlador no importa un cambio de control, esgrime la letra de la ley para borrar su finalidad o su espíritu. En otras palabras, esgrimir esa distinción literal contra el concepto de control que inspira a la ley

19.705, importa abrir un amplio espacio a lo que los antiguos denominaron *fraus legis*, fraude a la ley. En el *Corpus Iuris Civilis* ya se distinguía, con toda claridad, este fenómeno. Así, por ejemplo, *Digesto*, 1.3.29: “Obra contra ley el que hace lo que la ley prohíbe; y en fraude el que salvadas las palabras de la ley elude su sentido” (el subrayado es del informante). También en *Cod. Iust.*, 1.14.5 pr:

“No hay duda que viola la ley aquel que, atendido a las palabras de la ley, se esfuerza en contra de la voluntad de la ley” (el subrayado es del informante).

En conclusión, los conceptos analizados y las diversas reglas en juego (artículos 97, 99, 199 y 203 de la ley de Mercado de Valores) analizadas a la luz de su *ratio legis*, indican que si Paulaner y Quiñenco tienen el control de IRSA, y si Heineken sustituye a Paulaner en el pacto que mantiene con Quiñenco, entonces ha cambiado el control efectivo de CCU y se satisfacen los requisitos previstos en la ley para que la OPA sea obligatoria.

#### IV

A la luz de las precedentes consideraciones –las OPAS como un mecanismo de protección de la propiedad y la igualdad de trato (*supra* II) y el “control” como un concepto que alude a la capacidad de gobernar, sea como producto de la propiedad, sea como producto de la capacidad para coalicionarse (*supra*

<sup>16</sup> Sin tener en vista, por supuesto, el mecanismo de la OPA.

iv)–; cabe, ahora, volver sobre la ley de Mercado de Valores para analizar cómo se sitúa el caso en análisis bajo la regla que enuncia el artículo 99 de la ley de Mercado de Valores.

El artículo 99 de la ley de Mercado de Valores establece –como se ha dicho ya reiteradamente– en qué casos una persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta influye decisivamente en la administración o el control de una sociedad. La regla establece que ello ocurre cuando “directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, (se) controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad” y establece, entre otras excepciones, la que sigue:

a) que exista otra persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que controle, directa o a través de personas naturales o jurídicas, un porcentaje igual o mayor.

*Prima facie*, la situación en análisis podría estimarse que está cubierta por la excepción que se acaba de transcribir. Por supuesto, podría sostenerse que, aun, cuando el ingreso de Heineken a IRSA sea un caso cubierto por la excepción, siempre debiera haber una OPA desde que ella se hace obligatoria cuando hay toma de control efectivo; según lo previsto en el artículo 203, letra a), precepto éste que indicaría que los casos de control a que se subordina la realización de una OPA no son sólo los previstos en los artículos 97 y 99 de la ley de Mercado de Valores. Con todo, e, incluso, dejando de lado ese análisis, cabe preguntarse si, en efecto, ¿el caso analizado está o no cubierto por la excepción?

La situación a la que se refiere este informe –dos miembros ya coalicionados, como ocurre en IRSA, con bajos costos de coalición y altos incentivos para eludir el desacuerdo– no está cubierta por la excepción del artículo 99.

Un análisis detenido así lo muestra. Esa excepción incluye dos casos a saber:

- Que exista otra persona que controle un porcentaje igual o mayor al que se trata de adquirir (usted o un grupo con acuerdo de actuación conjunta adquiere un 50% de una sociedad cuyo restante 50% está en manos de otro sujeto con el que usted no está coalicionado, de manera que en principio ambos poseen intereses divergentes);
- Que exista otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que esté en el mismo caso (usted, o su grupo, adquiere el 50% de una sociedad, cuya mitad restante está en manos de otro grupo que tiene acuerdo de actuación conjunta, de manera que entre usted y el grupo hay en principio divergencia).

Un análisis puramente textual de la regla indica lo que sigue.

En el primer caso, un tercero se incorpora a una sociedad adquiriendo un porcentaje del capital superior al 25%; pero hay otro sujeto que posee un porcentaje igual o mayor. La excepción en este caso se justifica porque los dos sujetos no poseen intereses necesariamente convergentes que les permitan actualmente alcanzar el control. Desde el punto de vista del control, es decir, de la capacidad de gobierno, existe otro sujeto con un porcentaje igual o mayor.

En el segundo caso, un tercero se incorpora a una sociedad adquiriendo un porcentaje superior al 25% del capital; pero hay otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que controla un porcentaje igual o mayor. En este caso –a la luz de la *ratio legis*– la excepción se justifica porque entre el adquirente del paquete accionario del 25% y el grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, no hay actualmente convergencia desde el punto de vista del control.

El caso en análisis no está cubierto por las excepciones que se acaban de señalar. En este caso, no hay otra persona o grupo con un porcentaje igual o mayor, desde que Heineken sustituye a Paulaner y es causahabiente suya –sucesor– en el pacto de actuación conjunta. Habiendo una coalición o pacto entre Paulaner y Quiñenco, y sustituyendo Heineken en ese pacto a Paulaner, es claro que –desde el punto de vista del control, la *ratio legis* que se ha analizado ya– Quiñenco no es otro con respecto a Heineken.

En otras palabras – y a la luz de lo que se ha venido explicando– las excepciones del artículo 99 de la ley de Mercado de Valores deben entenderse a la luz del concepto de control. En ambos casos, la ley supone que no obstante adquirirse más del 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, no hay influencia decisiva en la administración, si es el caso que hay otro grupo o persona que controle un porcentaje igual o mayor. Es obvio que el sentido de la expresión otro grupo o persona debe entenderse –a la luz del concepto

de control– como un grupo o persona que no esté coalicionada con quien se incorpora adquiriendo el 25% o más del capital accionario. La ley debe suponer razonablemente que en ese caso, quien se incorpora con el 25% o más, no tiene acuerdos de actuación con el otro. Si –como es el caso– existe un acuerdo de actuación conjunta al que se incorpora el nuevo adquirente, entonces, desde el punto de vista del concepto de control, ya no es el caso que exista otro que pueda contrapesar su poder: la razón de la ley indica que la excepción no puede, entonces, extenderse a este caso. Esas dos excepciones se explican, en otras palabras, porque en ninguno de esos casos –supuesta la incorporación de un tercero– habría, en rigor, control sino intereses que no están, en principio, coligados. En el caso en análisis la situación es radicalmente distinta: el tercero adquirente se incorpora como subrogante en una coalición previamente existente. De ahí se sigue, entonces, que la situación descrita está incluida en el inciso primero del artículo 99 (la regla general) y no en las excepciones.

En conclusión, a la luz del concepto de control, la finalidad de la ley y el mero análisis textual, no puede estimarse que la operación entre Paulaner y Heineken esté incluida en las excepciones del artículo 99, desde que no es el caso que al incorporarse, Heineken se encuentre con otra persona o grupo con acuerdo de actuación conjunta. Se encontrará, cosa distinta, con un acuerdo previamente constituido o existente del que ella misma, Heineken, forma parte.

## V

Los antecedentes que se acaban de analizar, permiten concluir que el sistema de OPA tuvo por finalidad proteger la propiedad de los accionistas minoritarios e institucionales y que, por lo mismo, no existe un mandato de interpretación restrictiva de las condiciones que dan lugar a una OPA; que la ley de Mercado de Valores no contiene una definición legal de control a la que deba subordinarse la obligación legal de una OPA y que, en cambio, de ello, se hace

necesario que el intérprete construya –a la luz de la *ratio legis*– un concepto de control sobre la base del cual sea posible interpretar los artículos 199, letra c) y 99 de la ley de Mercado de Valores; que basado en esa interpretación, debe concluirse que la adquisición del 50% del capital de IRSA por parte de Heineken, como producto del cual, Heineken subroga a Paulaner en el pacto que este mantenía con Quiñenco, es una situación que, a la luz de la ley y, en opinión de este informante, debe dar lugar a una OPA.