# ¿Operaciones entre Partes Relacionadas como derecho de grupos? Enersis vuelve a poner a prueba la regulación de OPR

Autor/a

**Osvaldo Lagos Villareal**

*Doctor en Derecho, Universidad de los Andes (Chile). Profesor de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Adolfo Ibáñez (Chile)*

***REVISTA LEX MERCATORIA.***

*Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación*

RLM nº 1 | Año 2015

Artículo nº 25
Páginas 109-113
revistalexmercatoria.umh.es

### *1. El caso*

Al igual que en 2012, cuando tuvo lugar la muy bullada operación de aumento de capital de Enersis, su controlador Enel vuelve a proponer una operación que provoca polémica en el mercado chileno.

Enersis SA es una sociedad matriz surgida a partir de la privatización de Endesa Chile (ex generadora eléctrica estatal) y Chilectra (ex distribuidora eléctrica estatal). Enersis SA es actualmente controlada por Enel, una sociedad italiana, a través de su control de Enel Latinoamércia SA y Enel Iberoamércia SRL, sociedades españolas, ex Endesa España.

La operación propuesta es una división ("spin-off") tanto de Enersis SA, como de sus filiales productivas, Endesa y Chilectra, con la finalidad de desprender a estas tres empresas de sus activos en latinoamérica. Estos activos corresponden a acciones de filiales latinoame-

ricanas, situadas en Brasil, Colombia, Perú y Argentina.

La intención declarada por Enel para llevar a cabo la operación, consiste en el beneficio que implicaría disminuir el descuento de holding de Enersis. Este descuento en el valor de la cotización de la acción de Enersis sería generado actualmente por la dificultad del mercado para avaluar las acciones de Enersis, Endesa y Chilectra, en razón de estar incorporadas en sus respectivos patrimonios acciones que representan negocios tanto en Chile y como en otros países sudamericanos. Una reorganización como la propuesta redundaría en una más precisa valoración de los activos una vez separados, lo que debería reducir el descuento de holding, aumentando la valorización de las sociedades.

Por su parte, algunos de los accionistas minoritarios como las Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante, AFP), plantean múltiples aprehensiones ante esta operación. Consideran que no hay información suficiente sobre la finalidad de la operación, la que parece ser contradictoria con el aumento de capital de 2012, cuya finalidad según Enel era consolidar en un solo vehículo las inversiones de la eléctrica italiana en latinoamérica. Esta circunstancia hace poco creíble la explicación de la disminución del descuento de holding, teniendo además en consideración que este descuento está determinado por diversas circunstancias y que, por el contrario, la consolidación de los diversos tipos de inversiones puede generar un efecto benéfico en el precio de la acción. Este efecto es la creación de una suerte de diversificación interna o efecto de "pool", por el cual las circunstancias desfavorables de la economía de un país en el que se sitúe una filial, se compensan con las circunstancias favorables de otros países en que hayan filiales. Por otro lado, algunos minoritarios no serían contrarios a dividir y consolidar a partir de otro criterio, el de líneas de negocio (Enersis generación y Enersis distribución). La aprehensión de los minoritarios parece sensata, si se tiene presente que las posibilidades de crecimiento en latinoamérica tiene un aspecto más auspicioso que en Chile, teniendo en consideración que los costos regulatorios en Chile son cada vez más altos, particularmente en razón de la mayor conciencia ambiental.

Otra cuestión que ha dado lugar a suspicacias es el desarrollo de energías no convencionales, que se aspecta como el negocio del futuro. El cambio de estrategia de Enel, que parece dar a entender que Enersis ya no será su principal vehículo de inversión en latinoamérica, parece querer excluir a los minoritarios de esta inversión. En ese sentido, esta operación recuerda el dilema que tuvo lugar a propósito de la venta del negocio de internet y celulares de Telefónica CTC Chile a Telefónica España: aun cuando la operación se celebrase a precio de mercado, ¿esa venta fue realmente en el mejor interés de los accionistas de Telefónica CTC Chile o de su controlador Telefónica España?

Por último, existen otras razones no declaradas que podrían motivar la operación, pero que no han sido discutidas abiertamente, sino que sólo como rumores: beneficios tributarios pero sólo a favor del controlador, dilución de minoritarios o la preparación de una nueva operación no declarada.

Para tranquilizar a sus inversionistas, Enel ha anunciado que se compromete a realizar una OPA a un precio que garantice que el efecto de disminución de precio luego de la división no afecte la inversión de los minoritarios y, además, que realizará inversiones en generación eléctrica no convencional con Enersis como socio.

### *2. La batalla legal*

Hasta aquí, la discusión legal se ha centrado nuevamente en si se trata de una operación entre partes relacionadas (en adelante, OPR) o no. Nuevamente, pues es también lo que ocurrió en el aumento de capital de 2012. En aquella oportunidad, los inversionistas institucionales de Enersis alegaron que se trataba de una OPR para lograr la aplicación del artículo 147 de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas de 1981 (LSA), introducido por la ley de gobiernos corporativos en 2009. En aquella oportunidad, la operación consistió en un aumento de capital, que sería pagado por el controlador (en ese momento, Endesa España controlada por Enel Italia) con acciones de sus sociedades en latinoamérica, invitando a los minoritarios a participar en el aumento en el ejercicio de su derecho de suscripción preferente (artículo 25 LSA), pero pagando las acciones en dinero. Esta operación generaba un evidente riesgo de sobre avaluación de los activos aportados por el controlador. Para evitar que este riesgo se materialise en perjuicio de los minoritarios, la ley contempla ciertas tutelas para las operaciones de aumento de capital con pago en especie, como la avaluación por un perito y la aprobación del aporte por la junta extraordinaria de accionistas con quórum de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto (artículos 15 y 67 LSA). Sin embargo, la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelnte, SVS) de todas formas consideró que se trataba de una OPR, pues la transferencia de los activos para el pago del aumento de capital por el controlador de Enersis supondría una transferencia con estas características. Finalmente, esta operación se llevó a cabo, pero en parte gracias a que se declaró que se trataba de una OPR, se realizaron dos evaluaciones independientes adicionales al peritaje que determinó la primera valoración de los activos aportados. Estas evaluaciones determinaron que la operación era favorable al interés social si se disminuía la avaluación de los activos aportados.

Por su parte, la operación de división y fusión propuesta para 2015, se encuentra en una situación análoga a la anterior por existir conflicto de intereses, dado que el controlador nuevamente se encuentra en ambas partes de la operación, como en un caso de autocontratación. Sin embargo, la SVS estimó que al haber un procedimiento especial de tutela para divisiones y fusiones, éste ha de primar por sobre el de operaciones entre partes relacionadas, por lo cual se declaró que no se trata en este caso de una OPR. No obstante, en el mismo oficio en que se declaró está circunstancia, la SVS requirió que el controlador entregase al directorio información adicional, pues esta información adicional es necesaria para que el directorio evalúe de manera adecuada y completa la operación que someterá a la aprobación de la junta de acionistas. La decisión de la SVS es, en principio, formalmente correcta, pues es difícil justificar que la reorganización societaria propuesta implique una transferencia. En efecto, las Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS, por su sigla en inglés), definen OPR como una transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre una sociedad y una parte relacionada, independiente de si se cobra un precio. No obstante, el concepto legal es más amplio, y de su lectura no se desprenden las restricciones del concepto de OPR de IFRS.

### *3. ¿Qué hay detrás de la necesidad de que se declare OPR?*

Algunas de las partes que se oponen a la declaración, han presentado recursos contra la resolución de la SVS que declara que esta operación no es una OPR. ¿Por qué?

Las operaciones de fusión tienen sus propias tutelas, las que no son mucho menos exigentes que las de una OPR. Como ha sostenido la propia SVS, éstas requieren "quorum especial de aprobación, derecho a retiro del accionista disidente, e información previa que debe estar disponible para los accionistas en los plazos correspondientes" (oficio ordinario 15.443 de 2015). En principio, la única protección adicional que otorga la regulación de OPR sería la contratación de un evaluador independiente (cuestión que Enel ya ha realizado), y la posibilidad de que el comité de directores (compuesto en su mayoría por independientes) designe un evaluador adicional.

Al parecer, parte de los minoritarios que se oponen a la operación, consideran que el texto legal que regula las OPR permitiría bloquearla. El artículo 147 LSA establece que la operación debe ser aprobada por la unanimidad de los directores no involucrados cuando la mayoría de los directores sí lo estén (en estos casos, por sus vínculos con el controlador). En su defecto, se requiere aprobación de la junta extraordinaria por dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto. Como se ve, la posibilidad de bloqueo en el directorio es implausible, pues la ley contempla expresamente la opción, "en su defecto", de recurrir a la aprobación de la operación en junta extraordinaria. Hasta el momento, no se ha llegado a esta instancia en Chile sin acuerdo previo con los minoritarios. En el caso de Enersis, la votación sería una incógnita, pues el controlador cuenta con alrededor del 60% de las acciones y es dudoso que los minoritarios pudieran coordinarse exitosamente para oponerse la operación. Sin embargo, es en la junta extraordinaria donde surge una oportunidad más realista de bloquear la operación: considerar que el artículo 147 LSA contempla la regla de la mayoría de la minoría, es decir, que se debería excluir de los dos tercios los votos del accionista controlador, por ser parte interesada. Sin embargo, tanto el texto de la ley como una interpretación sistemática hacen que se requiera un esfuerzo adicional para fundar esta regla.

### *4. Una mirada alternativa: impugnación*

Como se ve, hasta aquí los conflictos entre controlador y minoritarios de Enersis, a propósito de operaciones con conflictos de intereses, se han centrado en la tutela preventiva. Esto ha tenido ventajas, pues ha logrado que operaciones que en principio no parecían ventajosas para los minoritarios, hayan modificado sus condiciones para lograr una propuesta más equilibrada a ojos del mercado.

Sin embargo, la nueva perspectiva de la SVS abre la puerta a una tutela que, hasta ahora, ha permanecido en la sombra. Esta tutela es la impugnación. En efecto, la regulación de OPR no contempla esta posibilidad, pues su incumplimiento sólo da lugar a indemnización de perjuicios y reembolso de los beneficios. Sin embargo, si no se aplica la regulación de OPR, la operación ha de sujetarse a las reglas generales. Entre ellas, que un acto que contravenga la ley de sociedades anónimas, es un acto anulable por causa ilícita. La prohibición de que los directores actúen contra el interés social (artículo 42 LSA) y la obligación de los accionistas de ejercer sus derechos respetando los de la sociedad y los demás accionistas (artículo 30 LSA) constituyen el marco de orden público que todo acuerdo social debe respetar.

### *5. Conclusiones*

Cada vez que tiene lugar una operación cuantiosa entre controladores y las sociedades que controlan, queda expuesta la debilidad del

régimen legal chileno sobre conflictos de intereses. Esto pone de manifiesto una cuestión más importante: la falta de regulación de las operaciones entre sociedades que son partes de un grupo, pues desde luego se trata de una cuestión más amplia que las OPR de monto relevante, y que tienen sus propios problemas, como ha demostrado el caso Cascadas. Las opciones de política legislativa son mucho más amplias que la regulación de OPR. Sin embargo, mientras no haya consenso para que una reforma legal que se haga cargo de esto, la regulación sobre OPR seguirá siendo exigida más allá de sus posibilidades. Esto último, al menos, da cuenta de que hay cada vez mayor conciencia sobre la necesidad de protección a los inversionistas.