

# **La utilización de opciones en los pactos de accionistas de las sociedades anónimas**

**Marcelo González A.**

*Universidad de Chile*

**Leslie Tomasello W.**

*Universidad de Valparaíso*

## Extracto

En este trabajo se considera la utilización de opciones en los Pactos de Accionistas de las sociedades anónimas cerradas. De las materias que pueden ser objeto en estos pactos, hemos analizado, exclusivamente, las estrategias de salida y las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones. Asimismo, hemos distinguido tanto aquellas situaciones en las cuales las opciones son explícitas – esencialmente las opciones de compra y las opciones de venta, como aquellas en que la opción existe, pero en forma implícita – como por ejemplo, los derechos de arrastre –, intentando reconocer en ambas situaciones los elementos propios de las opciones financieras.

## Abstract

In this paper, we study the use of options in Shareholder Agreements in privately held companies. We focus exclusively on the use, in this type of agreements, of exit strategies and the general restrictions to transfer and to cede shares. We find that the legal framework

of the agreements generates different kind of options. These options can be either explicit - for instance, call options and put options - or implicit - for example, drag-along rights -, and we try to recognize in them the basic elements of the financial options.

## **1. Introducción**

La inversión de capital privado usualmente se realiza en o por intermedio de una sociedad cuyo capital estará en manos de un número reducido de accionistas que, al no hacer oferta pública de sus acciones en conformidad a la Ley N° 18.045, de 1981, sobre Mercado de Valores, en general son consideradas sociedades anónimas cerradas<sup>1</sup>. Por el contrario, las sociedades anónimas abiertas son aquellas destinadas a captar la inversión de capital privado por medio de la oferta pública de los títulos de los valores que ellas emiten. Excepcionalmente, una sociedad anónima cerrada podrá hacer oferta pública de valores de su emisión; sin embargo, para ello deberá inscribirse, ella y los valores que pretenda colocar, en el Registro de Valores a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros.

El propósito del presente trabajo es considerar la utilización de opciones en los Pactos de Accionistas de las sociedades anónimas cerradas, a fin de intentar reconocer en ellas los elementos propios de las opciones financieras.

---

<sup>1</sup> De acuerdo a los artículos 2 de la Ley N° 18.046, de 1981, sobre Sociedades Anónimas y 2 de su Reglamento, son sociedades anónimas abiertas aquellas que (1) tienen 500 o más accionistas; (2) aquellas en que, a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje; y (3) aquellas

Los Pactos de Accionistas<sup>2</sup> son contratos que tienen por finalidad regular - al margen de los Estatutos - las relaciones o intereses entre los accionistas que los suscriben, a fin de determinar cómo será manejada la sociedad y, en general, reglamentar aquellos aspectos que, de no ser abordados de antemano, podrían transformarse en elementos inciertos o derechamente problemáticos, elevando, de esta forma, los costos de transacción entre los accionistas. Lo anterior se explica debido a que los Pactos de Accionistas corresponden a la categoría de los “contratos asociativos”, en los cuales las partes mantienen intereses comunes, a diferencia de la contraposición de intereses, propia de la generalidad de los contratos<sup>3</sup>.

En consecuencia, analizaremos aquellas cláusulas que incorporan opciones como herramientas para (1) maximizar los incentivos de los socios para inducir *ex ante* las inversiones necesarias para crear riqueza, (2) minimizar los incentivos de los socios de efectuar *ex post* transferencias que destruyan esa riqueza y (3) obtener *ex post* una distribución eficiente de las acciones de la sociedad<sup>4</sup>.

---

que inscriban voluntariamente sus acciones en el Registro de Valores a cargo de la Superintendencia de Valores y Seguros. Son sociedades anónimas cerradas las no comprendidas en los números anteriores.

<sup>2</sup> Sobre el tema, ver: Herrera (1997) y Ríos (2001), págs. 119 y sgtes. En el ámbito legislativo existen referencias expresas a los Pactos de Accionistas en el artículo 14 de la Ley N° 18.046, a propósito de la cesión de acciones, y en el artículo 98 de la Ley N° 18.045, respecto de los pactos de actuación conjunta.

<sup>3</sup> Herrera, op. cit. N° 2, pág. 7.

<sup>4</sup> Chemla, Habib y Ljungkvist (2004) y Hatimaz y Kukenova (2003).

La utilización de opciones en los Pactos de Accionistas, específicamente, se vincula con dos aspectos que suelen ser abordados en ellos, a saber, las llamadas estrategias de salida y las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones. A propósito de estos temas, examinaremos tanto aquellas situaciones en las cuales las opciones son explícitas, esto es, las opciones de venta o *put options* y las opciones de compra o *call options*, como aquellas en que la opción existe, pero en forma implícita, tales como, entre otros, los derechos de adhesión o *tag-along rights*<sup>5</sup>, los derechos de arrastre o *drag-along rights*<sup>6</sup> y los derechos de preferencia o *rights of first refusal*.

Para lograr nuestro objetivo, en primer lugar, será necesario referirse – en términos generales – a los Pactos de Accionistas en las sociedades anónimas cerradas. En segundo lugar, procuraremos indicar qué son las opciones desde el punto de vista de las finanzas corporativas. En tercer lugar, nos detendremos en las estrategias de salida. En cuarto lugar, analizaremos las restricciones generales al traspaso de las acciones o pactos limitativos de la libre cesión de las acciones. En quinto lugar, analizaremos tanto aquellas situaciones en las cuales las opciones son explícitas como aquellas en que la opción existe, pero en forma implícita, intentando reconocer en ambas los elementos propios de las opciones financieras, previamente descritas. Finalmente, entregaremos algunas ideas a modo de conclusión.

---

<sup>5</sup> También conocidos como *piggy-back rights* o *take me along rights*.

<sup>6</sup> También conocidos como *bring-along rights*.

## **2. Los Pactos de Accionistas en las sociedades anónimas**

### **A. Concepto**

Los Pactos de Accionistas han sido definidos como “acuerdos celebrados entre un grupo de sus accionistas, al margen de los Estatutos, destinados a regular el procedimiento a adoptar en caso que deseen desprenderse de sus respectivas acciones (estableciendo, por ejemplo, un derecho de adquisición preferente a favor de los otros), limitando así el tradicional derecho a la libre cesión de las acciones; o bien, destinados a unificar su respectivo poder de voto para una o más juntas (por ejemplo, votando todos por un determinado candidato a Director) y/o comprometer el voto de aquellos que tengan la calidad de Directores con relación a determinadas decisiones (por ejemplo, estableciendo de antemano la persona que será elegida como Presidente del Directorio); o bien, destinados a regular otras materias tales como los actos de competencia de los accionistas frente a la sociedad, sus deberes de confidencialidad, compromisos de efectuar futuros aportes de capital, etc.”<sup>7</sup>.

Las principales diferencias entre los Pactos de Accionistas y los Estatutos de la sociedad consisten en que, los primeros, sólo tienen fuerza obligatoria entre quienes los celebran y han consentido en ellos. Por el contrario, los Estatutos constituirían un acto jurídico colectivo que obliga a todos los accionistas, actuales o futuros, sin importar si de hecho están de acuerdo o no con su contenido. Asimismo, los Estatutos regulan las relaciones

entre la sociedad y los accionistas. Los Pactos de Accionistas, por el contrario, rigen o se aplican respecto de los vínculos entre los accionistas que los suscriben. Los Estatutos se preocupan del “interés social”; los Pactos de Accionistas sólo amparan el “interés particular” de los accionistas que los celebran<sup>8</sup>.

Los Pactos de Accionistas corresponden a la categoría de “contratos asociativos”, que se caracterizan por el hecho que las partes mantienen intereses comunes, a diferencia de la contraposición de intereses entre las partes que caracteriza la generalidad de los contratos. Como consecuencia de esta circunstancia, a falta de estipulaciones y en subsidio de las normas legales que se refieren a los Pactos de Accionistas, deberán aplicarse a éstos los preceptos que rigen los contratos de sociedad, específicamente, las sociedades colectivas, comerciales y civiles, en lo que les fuere aplicable, atendida la naturaleza supletoria que cumple dicha modalidad societaria respecto de los otros subtipos sociales.

Asimismo, como consecuencia del hecho que los Pactos de Accionistas corresponden a la categoría de contratos denominados “asociativos” y, en especial, “plurilaterales asociativos”, el incumplimiento en que incurra uno de sus miembros, o los vicios que pudieren haber afectado su consentimiento, no justifican su resolución o nulidad ni la extinción de las obligaciones contraídas por los restantes miembros. A lo más, podrían dar

---

<sup>7</sup> Herrera, op. cit. N° 2, pág 3.

<sup>8</sup> Herrera, op. cit. N° 2, pág. 5.

lugar a la exclusión del miembro incumplidor o afectado por el vicio del consentimiento. Se trataría, en consecuencia, de un caso de resolución o nulidad parcial<sup>9</sup>.

## B. Objeto

En cuanto al objeto de los Pactos de Accionistas, se han mencionado algunos en la definición indicada en el párrafo subprecedente.

Los Pactos de Accionistas se refieren, en general, al gobierno de la sociedad y, en especial, tratan asuntos tales como la libre cesión de las acciones. Como se ha indicado, el propósito básico de los Pactos de Accionistas es regular las relaciones y/o vínculos entre los accionistas de la sociedad.

En cuanto a las materias que, en concreto, suelen ser objeto de los Pactos de Accionistas, podemos mencionar, de forma meramente ilustrativa, los actos de competencia de los accionistas frente a la sociedad, los deberes de confidencialidad, eventuales compromisos de efectuar futuros aportes de capital, imponer restricciones al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones, implementar estrategias de salida, pronunciarse respecto de la composición del Directorio, establecer mecanismos de

---

<sup>9</sup> Herrera, op. cit. N° 2, pág. 8.

protección para los accionistas minoritarios, acordar cláusulas penales para el evento de incumplimiento, etc.<sup>10</sup>.

De todas las materias que pueden ser objeto de los Pactos de Accionistas, en el presente trabajo nos referiremos, exclusivamente, a las llamadas estrategias de salida y a las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones.

Desde un punto de vista económico<sup>11</sup>, estas cláusulas incorporan opciones como herramientas para (1) maximizar los incentivos de los socios para inducir *ex ante* las inversiones necesarias para crear riqueza, (2) minimizar los incentivos de los socios de efectuar *ex post* transferencias que destruyan esa riqueza y (3) obtener *ex post* una distribución eficiente de las acciones de la sociedad. Se indica, asimismo<sup>12</sup>, que las cláusulas propias de estas materias – que posteriormente serán analizadas en detalle – se utilizan para establecer y/o crear los incentivos para que las partes y/o socios maximicen el valor total de la sociedad. Estas cláusulas preservarían los incentivos para inducir *ex ante* las inversiones necesarias, en circunstancias que una eventual renegociación *ex post* podría alterar sus proporciones en los retornos futuros.

---

<sup>10</sup> Sobre este aspecto, ver Herrera, ob. cit. N° 2, pág. 16 y sgtes.; Puelma (2001), pág. 557 y sgtes.; Irrarázabal (2005) y Ríos, ob. cit. N° 2, pág. 119 y sgtes. Además, en esta última obra se cita a Herrera (1993), págs. 15 y sgtes. En el extranjero, ver L. K. Shields y Scully (2003). Chemla, Habib y Ljungkvist, op. cit. N° 4; Hatirnaz, op. cit. N° 4; y Berstain (1988).

<sup>11</sup> Chemla, Habib y Ljungkvist, op. cit. N° 4.

<sup>12</sup> Hatirnaz, op. cit. N°4, pág. 18.



En este sentido, toda inversión privada de capital plantea un riesgo, tanto para los accionistas originales como para los futuros inversores.

En efecto, a su respecto pueden generarse desacuerdos sobre el valor de la sociedad, el precio de venta de la participación de eventuales inversores, la fórmula de salida de la inversión, conflictos a consecuencia de las diferentes culturas comerciales entre los accionistas originales y los inversores extranjeros, la aprensión de los accionistas originales de permitir que los inversores participen en la dirección de la sociedad, etc.

Por consiguiente, los Pactos de Accionistas en general y, en especial, las estrategias de salida y las restricciones generales al traspaso de las acciones, intentan generar *ex ante* los incentivos para que se efectúen las inversiones necesarias.

### C. Marco legal

El inciso segundo del artículo 14 de la Ley 18.046, sobre Sociedades Anónimas, hace referencia a los pactos sobre limitación a la cesión de las acciones. A su vez, el artículo 98 de la Ley 18.045, sobre Mercado de Valores, define los pactos o acuerdos de actuación conjunta, igualmente reconocidos por el artículo 155 del Decreto Ley N° 3.500<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Ver Herrera, op. cit. N° 2, págs. 16 y sgtes.

### **3. Las opciones desde el punto de vista de las finanzas corporativas**

#### A. Concepto

Las opciones son contratos que otorgan el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo determinado, normalmente identificado como el activo subyacente, a un precio determinado o determinable. Si es posible ejercer la opción en cualquier momento hasta su fecha de expiración, se habla de opciones americanas. A diferencia de ellas, una opción europea sólo puede ejercerse en su fecha de expiración, pero no antes. En consecuencia, diremos que una opción es un contrato que proporciona a su comprador, tenedor o suscriptor el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo subyacente a un precio determinado o determinable, en una fecha específica o antes de ella. El comprador, tenedor o suscriptor ejercerá la opción tan sólo si ello representa una alternativa conveniente, desechándola en caso contrario<sup>14</sup>.

Algunas definiciones de interés para el mercado de las opciones, son las siguientes:

- a) Ejercer la opción: es el acto de comprar o vender el activo subyacente por medio de un contrato de opciones.

---

<sup>14</sup> Ross, Westerfield y Jaffe (1998), pág. 650.

- b) Precio de ejercicio: es el precio fijado – determinado o determinable - en el contrato de opciones, al cual el comprador, tenedor o suscriptor puede comprar o vender el activo subyacente. Dicho de otro modo, es el precio al que se ha contratado la opción de compra o de venta. Por consiguiente, es el precio que el comprador, tenedor o suscriptor de la opción tendrá que pagar por el activo subyacente objeto de la opción si se trata de la opción de compra, *call*, si la ejerce, o el precio al que tendrá que vender el activo subyacente, si se trata de una opción de venta, *put*, si la ejerce.
- c) Fecha de expiración: la fecha de vencimiento de la opción.

## B. El mercado de las opciones en Chile

En Chile existen diversos contratos y regulaciones que expresamente reconocen la posibilidad de pactar opciones – opciones reales -, por ejemplo, el contrato de leasing o la Ley sobre Sociedades Anónimas<sup>15</sup>. En el caso de las opciones financieras, ellas se enmarcan dentro de los mercados financieros derivados, en los cuales los contratos se

---

<sup>15</sup> Artículo 25 de la Ley N° 18.046, sobre Sociedades Anónimas. Asimismo, el actual artículo 26 bis del proyecto de ley que introduce adecuaciones de índole tributaria e institucional para el fomento de la industria de capital de riesgo y continúa con la modernización del mercado de capitales (Reforma al Mercado de Capitales II), dispone que “la sociedad podrá emitir opciones de suscripción de acciones o warrants, para ser colocadas entre los accionistas o terceros, al precio que determine la junta extraordinaria de accionistas, siempre que exista un margen no suscrito de uno o más aumentos de capital por la cantidad de acciones que sea necesario para cumplir la opción. Estas acciones se mantendrán vigentes mientras las opciones no se ejerzan o no venza su plazo. La Junta deberá determinar el precio de ejercicio de la opción y su plazo, el que no podrá exceder de 20 años. Las condiciones y características de la opción deberán constar en el título”.

caracterizan por su cumplimiento en un futuro previsible, esto es, contratos a plazo, o por la posibilidad de su no-ejercicio.

En Chile las opciones financieras han sido definidas como un contrato a través del cual el emisor o cedente, por una cierta suma de dinero llamada prima, da al comprador o suscriptor (la persona que por intermedio de un corredor compró la opción) el derecho de exigir dentro de un plazo determinado la adquisición o venta por parte del cedente de un número específico de acciones de una empresa, a un precio prefijado (el precio de ejercicio) o aquél al cual una opción es realizable, o sea, el precio de una acción al momento de ejercer la posición<sup>16</sup>.

#### E. Opciones reales

Habiendo definido las opciones financieras, corresponde referirse a las opciones reales. Lo anterior, debido a que las opciones que suelen incorporarse en los Pactos de Accionistas – que se describen en los párrafos IV y V siguientes – podrían parecerse más a éstas que a las opciones financieras. Hemos definido las opciones financieras como contratos que otorgan el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo determinado, normalmente identificado como el activo subyacente, a un precio determinado o determinable. En este sentido, las opciones reales pueden identificarse como la extensión de la teoría de las opciones financieras a las opciones sobre activos no financieros. En efecto, todo proyecto

de inversión entraña algún grado de incertidumbre y un cierto margen de flexibilidad. Las opciones reales se presentan en planes, proyectos, actuaciones o inversiones empresariales flexibles, como, por ejemplo, abandonar o vender el proyecto de inversión antes de concluirlo, cambiar su uso o su tecnología o prolongar su vida; elegir una u otra capacidad de inversión en planta; la flexibilidad de toda inversión en investigación y desarrollo; las múltiples opciones de crecimiento que, en determinados momentos, se le presentan a una empresa; etc. Las opciones financieras están detalladas en un contrato, en tanto las opciones reales se encuentran escondidas en las inversiones estratégicas y, por consiguiente, deben ser identificadas y especificadas<sup>17</sup>. Asimismo, a diferencia de las opciones financieras, las opciones reales dependerán tanto de riesgos financieros (que se transan en los mercados) como de riesgos privados.

La teoría de la valoración de opciones sobre activos financieros se desarrolló a partir del trabajo publicado por Fischer Black y Myron Scholes en 1973. Sin embargo, a medida que nos alejamos de las opciones de compra o *call options* y de venta o *put options*, se requiere un método para valorar estas opciones en situaciones reales, en las cuales la fórmula de Black y Scholes no resulta adecuada. El método más aceptado para valorar y seleccionar inversiones es el flujo de caja descontado o valor actual neto (VAN). Ahora bien, a partir del desarrollo de las opciones reales el VAN debe ser utilizado con precaución, pues este sistema puede infravalorar un proyecto de inversión, al omitir la valoración de ciertas

---

<sup>16</sup> Novoa y Novoa (1995), págs. 171 y sgtes.

<sup>17</sup> Amram y Kulatilaka (1999), pág. 6.

opciones presentes en el mismo. En efecto, en ocasiones puede convenir incluso aceptar un proyecto de inversión con VAN negativo cuando esta cantidad es superada por el valor positivo de una opción real, implícitamente contenida en él.

Por consiguiente, se ha debido recurrir a otros sistemas, específicamente, a cálculos de las probabilidades (subjetivas o riesgos neutrales), a los árboles de decisión en una o más etapas (generalmente binomial) y a las fórmulas de valoración de opciones financieras, que en ocasiones otorgan algunas herramientas para abordar y resolver los problemas que plantean las opciones reales.

#### **4. Estrategias de salida**

Las estrategias de salida o *exit strategies* son métodos a través de los cuales el inversor anticipa la liquidación de su inversión, como podría ser la venta a inversores externos, la oferta pública de acciones, etc.<sup>18</sup> En efecto, una de las cuestiones más importantes que suelen negociarse entre los inversores y futuros accionistas, es la estrategia de salida. En general, los inversores (accionistas) no efectúan o realizan inversiones con la intención de retenerlas por un período indefinido de tiempo. Las estrategias de salida se requieren para que los inversores o aportantes rentabilicen su inversión. Por consiguiente, ellas cumplen una función clave cuando la inversión ha madurado, o el inversor considera que la empresa ha alcanzado un nivel de crecimiento o rentabilidad suficiente, y desea salir de la empresa, vendiendo sus acciones de la sociedad. El procedimiento de salida estipulado en el Pacto de

Accionistas dependerá, entre otros factores, de la magnitud de la empresa y de sus negocios, así como de las condiciones del mercado.

Tradicionalmente, los inversores de capital de riesgo utilizarán algunas de las siguientes alternativas: opciones de compra o de venta, la venta estratégica (*trade sale*) o la oferta pública inicial.

- a) Opción de compra: aquella que proporciona al comprador, tenedor o suscriptor el derecho, pero no la obligación, de comprar cierto activo a un precio prefijado – determinado o determinable – en una fecha específica o antes de ella.
- b) Opción de venta: aquella que proporciona al comprador, tenedor o suscriptor, el derecho, pero no la obligación, de vender cierto activo a un precio prefijado – determinado o determinable – en una fecha específica o antes de ella.
- c) Oferta pública inicial: también conocida como “flotación” o “*float*”, “*going public*” o “*listing*”, todas expresiones que hacen referencia a la apertura de la sociedad a la bolsa, o apertura bursátil<sup>19</sup>, a través de la oferta pública de sus acciones en conformidad a la Ley N° 18.045, de 1981, sobre Mercado de Valores.

---

<sup>18</sup> High Growth (2003).

<sup>19</sup> Sobre las aperturas de nuevas sociedades a la Bolsa de Valores de Chile, ver Abuhadba (2004).

- d) Venta estratégica o *trade sale*: Simplemente consiste en la venta del todo o parte de las acciones de la sociedad.

## **5. Restricciones generales al traspaso de las acciones**

Previamente, se ha indicado que el inciso segundo del artículo 14 de la Ley 18.046, sobre Sociedades Anónimas, hace referencia a los pactos sobre limitación a la cesión de las acciones<sup>20</sup>. Asimismo, hemos señalado que la imposición de restricciones al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones, es una de las materias que suelen ser objeto de los Pactos de Accionistas. En general, estas restricciones al traspaso de las acciones se vinculan, entre otros, con los problemas que plantea la dilución. Efectivamente, los inversores normalmente insistirán en la imposición de algún tipo de restricciones al traspaso de acciones, para protegerse, entre otros aspectos, contra una posible dilución. Con relación a este tema, distinguiremos cuatro formas de restricciones al traspaso de las acciones o pactos limitativos de la libre cesión de las acciones:

- a) Derecho de preferencia o *right of first refusal*: los Pactos de Accionistas generalmente incluyen este derecho, que permite que los accionistas compren su parte proporcional de las acciones que ofrezca vender cualquier accionista a terceros. Si algún accionista opta por no comprar su parte proporcional de las acciones en venta, los restantes accionistas tendrán la oportunidad de adquirir su parte proporcional de las acciones que quedaren sin comprar. Una vez que todos los accionistas hayan



agotado sus derechos de opción de compra preferente, el accionista vendedor original estará en libertad de vender el resto de sus acciones a terceros.

- b) Derecho de adhesión o *tag-along right*: en la situación en que los accionistas mayoritarios hayan negociado con éxito la venta de sus acciones a terceros, el derecho de adhesión requiere, como condición para la venta, que los demás accionistas puedan vender sus acciones a los mismos terceros compradores, esto es, que puedan adherirse a la venta de los accionistas mayoritarios de acuerdo con las mismas condiciones de la oferta. Esta disposición reduce la competencia entre los accionistas para vender sus acciones a potenciales compradores. Usualmente, el derecho de adhesión se aplica solamente a la venta de acciones que constituyen una mayoría, en cuyo caso impide que una tercera parte ofrezca comprar a los accionistas mayoritarios a un precio con prima solamente aquel número de acciones suficientes para obtener la mayoría en el órgano de administración de la sociedad.
- c) Derecho de arrastre o *drag-along right*: permite que los accionistas mayoritarios negocien la venta de la sociedad con terceros y luego obliguen o arrastren a los accionistas minoritarios a vender sus acciones a esos terceros, en las mismas condiciones que se negociaron con los accionistas mayoritarios. Los derechos de arrastre permiten a los accionistas mayoritarios forzar a los accionistas minoritarios a participar en una estrategia de salida.

---

<sup>20</sup> Sobre los aspectos estrictamente legales de estos pactos, ver Herrera, op. cit. N° 2, págs. 16 y sgtes.

- d) *Catch-up clauses*: operan cuando se ejercita una opción de compra. El o los accionistas vendedores mantendrán un derecho respecto de los retornos que, con posterioridad al ejercicio de la opción de compra, se obtengan por parte del accionista comprador en una venta estratégica u oferta pública inicial. Dicho de otro modo, estas cláusulas niegan a los accionistas privilegiados por una opción de compra, la posibilidad de beneficiarse del ejercicio de la opción de compra o antes de una venta estratégica o de una oferta pública inicial.

## **6. Análisis de las opciones utilizadas en los Pactos de Accionistas**

En los párrafos 4 y 5 precedentes, hemos descrito las opciones utilizadas en los Pactos de Accionistas. En consecuencia, nos corresponde analizar tanto aquellas situaciones en las cuales las opciones son explícitas – esencialmente las opciones de compra y las opciones de venta – como aquellas en que la opción existe, pero en forma implícita – como por ejemplo en los derechos de arrastre -, intentando reconocer en ambas situaciones los elementos propios de las opciones financieras, previamente descritos en el párrafo III precedente.

En general, tanto en el caso de las opciones explícitas como cuando éstas existen, pero en forma implícita, ellas pueden ser vistas como cláusulas que inducen *ex ante* inversiones eficientes y/o impiden *ex post* transferencias ineficientes. Asimismo, permiten obtener *ex post* una distribución eficiente de las acciones de la sociedad.

En este punto conviene recordar que, desde un prisma jurídico, los Pactos de Accionistas corresponden a la categoría de contratos denominados “asociativos” y, en especial, “plurilaterales asociativos” que – entre otras circunstancias – se caracterizan por el hecho que las partes mantienen intereses comunes, a diferencia de la contraposición de intereses entre las partes que caracteriza la generalidad de los contratos.

Ahora bien, desde un punto de vista económico, esta situación - el hecho que las partes mantengan intereses comunes - da lugar a la posibilidad de riesgo moral dinámico por parte de los accionistas o inversores, en el sentido de desplegar conductas que, en términos generales, disminuyan el valor de la sociedad. Un ejemplo de ello lo dan Chemla, Habib y Ljungkvist (2004)<sup>21</sup>, al referirse a lo que denominan transferencias de riqueza desde la firma, como por ejemplo, el “*tunneling*”, a saber, la sustracción de información o *know-how* desde la firma por parte de los accionistas mayoritarios, a fin de utilizarlo para competir en su contra o el bloqueo por parte de uno o más accionistas minoritarios, a fin de impedir que accionistas mayoritarios lleven adelante iniciativas que aumentarían el valor de la sociedad, si ellas podrían afectar adversamente a los accionistas minoritarios.

Este será el tipo de extracción de información o *know-how* a que nos referiremos con la expresión “transferencias desde la firma”. Asimismo, estas transferencias desde la firma pueden ser intentadas y/o efectuadas por alguno de los accionistas originales, mayoritarios o minoritarios, o por un futuro inversor que tome el control de la sociedad.

---

<sup>21</sup> Chemla, Habib y Ljungkvist, op. Cit. N° 4.

Esta materia, naturalmente, se encuentra vinculada con el uso de información privilegiada. En efecto, la prevención del uso de información privilegiada tiene manifestaciones en la Ley de Sociedades Anónimas. Concretamente, este deber se refiere a los conflictos de intereses que pueden generarse con respecto a las personas que se desempeñan en una sociedad, imponiéndoles el deber de actuar, precisamente, en su beneficio. El artículo 33 de la Ley de Sociedades Anónimas, ordena que los directores no pueden obtener en el ejercicio de sus funciones alguna ventaja, premio o beneficio personal, salvo las remuneraciones expresamente pactadas. De igual forma, los directores no pueden obtener provecho alguno de las oportunidades de negocios que se les presentan en razón de su posición, debiendo privilegiar los intereses societarios por sobre los personales. Este deber de lealtad no sólo recae sobre la sociedad en la cual se es director, sino también respecto de las empresas relacionadas definidas en el artículo 100 de la Ley N° 18.045, de 1981, sobre Mercado de Valores. Por su parte, el artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas señala, en su inciso tercero, que los directores elegidos por un grupo o clase de accionistas tienen los mismos deberes para con la sociedad y los demás accionistas que los directorios restantes, no pudiendo faltar a éstos y a aquélla con el pretexto de defender el interés de quienes los eligieron. El artículo 42 del mismo cuerpo legal, en su N° 1, declara que los directores no podrán proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios o adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social, sino sus propios intereses o los de terceros relacionados. El numeral 6 de la misma disposición, decreta que los directores tampoco podrán usar en beneficio propio o de terceros relacionados, con perjuicio para la sociedad, las oportunidades comerciales de que tuvieren

conocimiento en razón de su cargo. Finalmente, el N° 7 establece que los directores no podrán usar su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social. Por último, el artículo 44 regula la celebración de contratos en los que uno o más directores tengan interés por sí o como representantes de otra persona, estableciéndose que pueden celebrarse sólo en la medida que dichas operaciones sean conocidas y aprobadas previamente por el directorio, y que se ajusten a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado<sup>22</sup>.

#### A. Análisis de aquellas situaciones en las cuales las opciones son explícitas

Como se ha expresado, las situaciones en las cuales las opciones son explícitas son, esencialmente, las opciones de compra y las opciones de venta. Ambas se vinculan, o mejor dicho, son incorporadas en los Pactos de Accionistas, como estrategias de salida, esto es, métodos o vías por medio de las cuales el inversor anticipa o rentabiliza su inversión.

Chemla, Habib y Ljungkvist (2004)<sup>23</sup> demuestran analíticamente que las opciones *put* y *call* sirven para mantener o preservar los porcentajes de las partes en los retornos futuros, cuando las participaciones en la sociedad deben ser alteradas, a fin de minimizar el perjuicio resultante de transferencias desde la firma.

---

<sup>22</sup> Salah y Agnes (2004), pág. 167.

<sup>23</sup> Chemla, Habib y Ljungkvist, op. cit. N° 4, pág. 6.

En este sentido, es usual que en la literatura extranjera se utilice la expresión valor justo o *fair value* en función del precio de ejercicio del activo subyacente – en este caso, las acciones –, esto es, el precio fijado – determinado o determinable – en el contrato de opciones, al cual el comprador, tenedor o suscriptor puede comprar o vender el activo subyacente.

*Fair value* o valor justo es la cantidad por la cual puede intercambiarse un activo o liquidarse un pasivo entre partes enteradas y dispuestas, en una transacción libre de competencia, esto es, una venta que no es forzosa ni una liquidación impuesta. Corresponde, como se podrá suponer, al concepto de precio de mercado.

Sin embargo, tratándose de acciones de una sociedad anónima cerrada chilena, el precio o valor que mayoritariamente nos interesará determinar es el denominado *net asset value* o valor de libros de las acciones. El valor de libros de las acciones será aquel que resulte de dividir el capital pagado más las reservas sociales y la utilidad o menos la pérdida, por el número total de las acciones suscritas y pagadas, total o parcialmente<sup>24</sup>. Para determinar el valor de libros de las acciones, usualmente se recurrirá al último balance general de la sociedad o a un balance que se confeccionará especialmente para este efecto, eventualmente auditado por los auditores externos de la sociedad, por ejemplo, al último día del mes anterior a aquél que se haya hecho efectiva la opción respectiva y, en su caso,

corregido monetariamente a la misma fecha, habitualmente conforme a la variación que haya experimentado el Índice de Precios al Consumidor fijado por el Instituto Nacional de Estadísticas. Asimismo, en el evento de haberse pagado dividendos provisorios con posterioridad al último balance anual de la sociedad y antes del balance que se confeccione especialmente para este efecto, estos dividendos provisorios deberán ser deducidos de las utilidades del ejercicio que estuviera en curso, según este último balance, debidamente reajustados conforme al mismo Índice de Precios al Consumidor.

Habiendo indicado cuál sería el precio de ejercicio, corresponde, en consecuencia, establecer cuál será la fecha de expiración o fecha de vencimiento de la opción. A este respecto, habrá que atenerse a lo que acuerden las partes en el Pacto de Accionistas. En efecto, en el Pacto de Accionistas habrá de establecerse si se trata de una opción europea o americana; si tiene una fecha de expiración determinada o si, por el contrario, se trata de una opción perpetua; o si el derecho, pero no la obligación, a ejercer la opción surge como resultado de una o más causales de incumplimiento u otras previamente establecidas por las partes. En esta última situación, el socio cumplidor (si el evento que hace nacer la opción es un incumplimiento preestablecido) tendrá derecho a comprar las acciones del socio incumplidor (*call option*) o a vender sus acciones a el o los demás socios (*put option*).

---

<sup>24</sup> Para los efectos del derecho a retiro, artículo 77 del Reglamento de Sociedades Anónimas, Decreto Supremo N° 587 publicado en el Diario Oficial de 13 de noviembre de 1982. Asimismo, ver Herrera (2004), pág. 31.

En este punto debemos considerar las situaciones en las cuales cobrará sentido la inclusión en el Pacto de Accionistas de una opción de venta, una opción de compra o de ambas. Sobre este punto hemos señalado que estas opciones se vinculan, o mejor dicho, son incorporadas en los Pactos de Accionistas como estrategias de salida, esto es, métodos o vías por medio de las cuales el inversor anticipa o rentabiliza su inversión.

Imaginémonos, por ejemplo, que un accionista mayoritario intente efectuar transferencias desde la firma. Este sería el escenario que le daría sentido a la inclusión de una opción de venta para proteger a uno o más accionistas minoritarios. Naturalmente, las transferencias desde la firma no son deseables, debido a que su costo es soportado por todos los accionistas, en circunstancias que sus beneficios son únicamente cosechados por el accionista que las efectúe. Por ello, decimos que estas transferencias destruyen el valor de la sociedad.

Asimismo, una vez constituida la sociedad ella desarrollará ciertas actividades, explotará algunos negocios, efectuará ciertas inversiones, etc., a fin de obtener una rentabilidad o retorno esperado. Sin embargo, en la vida de la sociedad podrán darse múltiples circunstancias – anticipadas o no – que den lugar a la posibilidad de renegociación entre los accionistas. Por ejemplo, porque en definitiva no se han obtenido los beneficios esperados al momento de efectuarse las inversiones o, por el contrario, porque los beneficios o retornos han resultado ser mucho mayores, o bien por otras causas distintas a las anteriores,



tales como cambios en las condiciones del negocio que eran imposibles de prever al momento de efectuarse las inversiones y/o constituirse la sociedad.

La renegociación plantea la posibilidad de cambios en las participaciones y puede generar costos de transacción, eliminando, en consecuencia, los incentivos que alguno o algunos de los accionistas tuvieron para efectuar *ex ante* las inversiones necesarias para la constitución de la sociedad y posterior desarrollo del negocio. Por consiguiente, con este sencillo ejemplo, es fácil visualizar que un inversor, y futuro accionista de la sociedad, requerirá incorporar los mecanismos o estrategias para, eventualmente, salirse de o abandonar la sociedad.

Concretamente, la inclusión de una opción de venta en el Pacto de Accionistas constituye una de las formas en que los accionistas minoritarios - o accionistas que, por otros motivos, tengan una posición negociadora débil - pueden protegerse con respecto a lo que pueda ocurrir en su relación con los demás accionistas en un *joint venture* de tipo societario. Para los accionistas minoritarios, la inclusión de una opción de venta en el Pacto de Accionistas constituirá su estrategia de salida y, en consecuencia, contarán con los incentivos necesarios para efectuar *ex ante* la inversión necesaria al momento de constituirse la sociedad<sup>25</sup>. En

---

<sup>25</sup> Como se puede apreciar, estamos asumiendo que el *joint venture* sería de tipo societario, también conocido en el derecho norteamericano como *joint venture corporation*, *incorporated joint venture* o *equity corporate joint venture*, por cuanto cada socio contribuye con parte del capital societario. Según Ríos, op. cit. N° 2, pág. 53, en el ámbito latinoamericano se le ha denominado *joint venture* societario, por cuanto los partícipes en el negocio conjunto acuerdan crear una sociedad ad-hoc, en la cual serán sus socios como medio para alcanzar los fines comunes propuestos. Tradicionalmente la figura societaria utilizada será la sociedad anónima cerrada, por cuanto ella es similar a la *closed corporation* del derecho norteamericano. La *corporation* es

este análisis se da por supuesto que únicamente dando a la parte que tiene la capacidad para involucrarse en transferencias desde la firma un porcentaje mayoritario, o teniendo la posibilidad de comprar su participación íntegramente, será posible impedir que ella se involucre en estas transferencias.

Por consiguiente, igual solución podrá alcanzarse incorporando en el Pacto de Accionistas una opción de compra, que exija al socio incumplidor vender al o los accionistas afectados o cumplidores todas sus acciones en la sociedad.

Por último, el incumplimiento por parte de cualquiera de los accionistas de los pactos convenidos en el respectivo instrumento, podrá dar derecho al o los accionistas afectados o cumplidores, a exigir del accionista incumplidor que en la Junta de Accionistas – extraordinaria si se trata de disolución anticipada u ordinaria si no lo es – se adopte la decisión de disolver la sociedad.

Estas tres situaciones que hemos analizado separadamente, pueden, si así se pacta, acordarse conjuntamente. Por ejemplo, podría pactarse que el incumplimiento de cualquiera de los accionistas de los acuerdos convenidos en el pacto respectivo – o el acaecimiento de alguno de los sucesos establecidos en el Pacto de Accionistas – dará derecho al o los

---

similar a la sociedad anónima que nosotros conocemos, constituyendo ambas asociaciones de capital. Sin embargo, no son equivalentes por cuanto la *corporation* más que una sociedad, constituye una forma de limitar la responsabilidad por una gestión comercial limitada. Por esa razón, es posible encontrarse con *corporations* de sólo un accionista. Ríos, op. cit. N° 2, pág. 56, N. al P. N° 109.

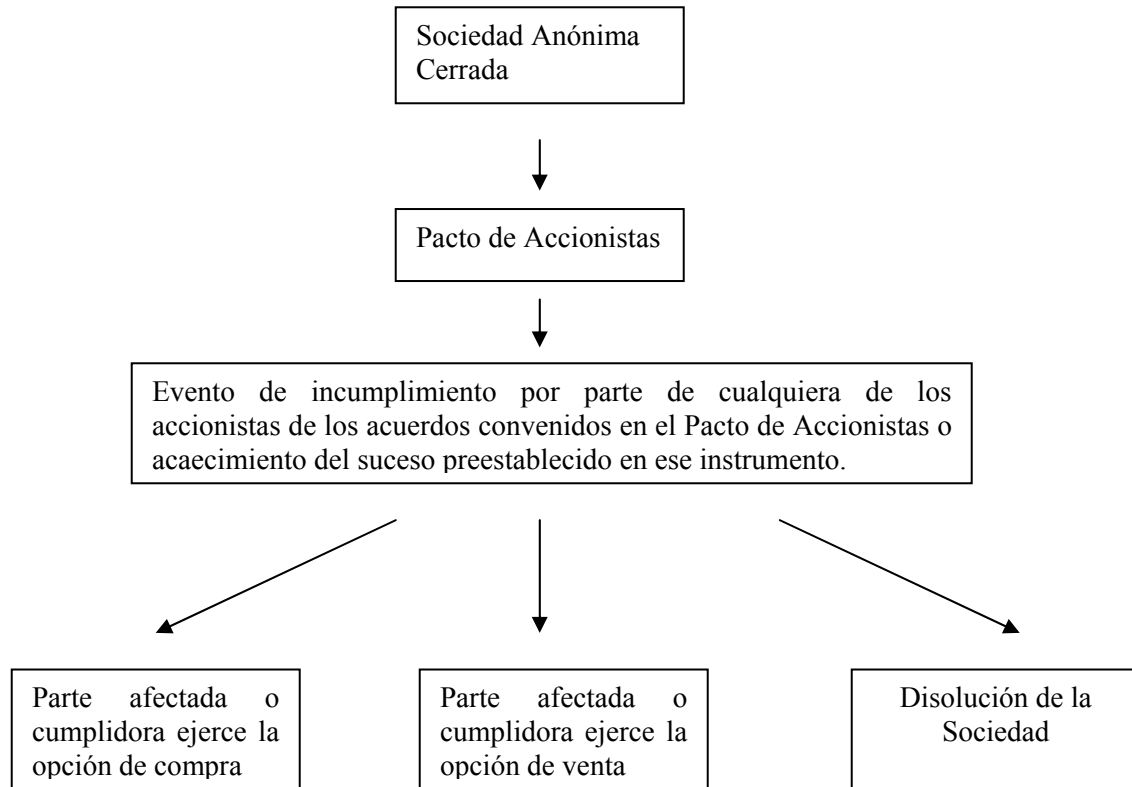
accionistas afectados o cumplidores a elegir entre la opción de venta, la opción de compra o la disolución de la sociedad. En efecto, en el evento de incumplimiento el o los accionistas afectados o cumplidores tendrían el derecho a elegir entre:

- a) Exigir que el accionista incumplidor compre (*put option*) todas las acciones del o los afectados o cumplidores.
- b) Exigir que el accionista incumplidor venda (*call option*) todas sus acciones al o los afectados o cumplidores.
- c) Exigir que en la Junta de Accionistas que corresponda se adopte la decisión de disolver la sociedad.

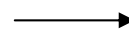
Finalmente, las opciones de compra son también utilizadas por los accionistas mayoritarios que desean asumir una posición dominante en un *joint venture* de tipo societario, estableciendo, por ejemplo, que a contar del término de un determinado número de años desde la constitución de la sociedad, tendrán una opción de compra sobre el todo o parte de las acciones que los demás accionistas poseen inscritas en el Registro de Accionistas y estableciéndose que esta opción podrá ejercerse en una fecha determinada – opción europea – o en cualquier momento - opción americana - y a perpetuidad o por un número determinado de años.

## Diagrama 1

### Utilización de opciones de venta y opciones de compra



El accionista incumplidor  
deja de ser parte de la  
Sociedad



El accionista cum-  
plidor deja de ser  
parte de la Sociedad

26

<sup>26</sup> Hatirnaz, op. cit. N° 4, pág. 43.

## B. Análisis de aquellas situaciones en las cuales las opciones existen en forma implícita

En esencia, nos corresponde analizar los derechos descritos en el N° V precedente, esto es, las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones. Sobre este aspecto, hemos expresado que estas restricciones se vinculan con los problemas que plantea la dilución. Los derechos que analizaremos son los derechos de preferencia, los derechos de arrastre, los derechos de adhesión y las *catch-up clauses*.

Chemla, Habib y Ljungkvist (2004) señalan<sup>27</sup> que estas cláusulas contendrían opciones implícitas. Así, por ejemplo, los derechos de adhesión constituirían una forma de opción de venta, por medio de la cual una parte tendrá el derecho a vender sus acciones a un tercero comprador estratégico siempre y cuando éste adquiriera las acciones de los demás accionistas. Por su parte, los derechos de preferencia, los derechos de arrastre y las *catch-up clauses* constituirían una forma de opción de compra por medio de la cual una parte tendrá el derecho a comprar las acciones del otro u otros accionistas de la sociedad.

Estas opciones implícitas serían “estado-dependientes”, por cuanto su ejercicio dependería de la aparición de un tercero – o terceros - adquirente, que llamaremos comprador estratégico. Esta circunstancia, a saber, el que estas opciones implícitas sean “estado-dependientes” sería importante, por cuanto evitaría el ejercicio simultáneo de las distintas opciones y limitaría la posibilidad del tenedor de la opción a ejercer este derecho,

explotando la mayor capacidad negociadora resultante de la opción, a un estado o situación concreta, en el cual la opción puede ser ejercida<sup>28</sup>.

De acuerdo a estos mismos autores<sup>29</sup>, los derechos de preferencia y los derechos de adhesión impiden a los accionistas incrementar sus porcentajes en los retornos futuros, amenazando vender su participación accionaria a un tercero (s) comprador estratégico que, posteriormente, podría disminuir el valor de la sociedad, como asimismo, disminuyen los incentivos de las partes para excluir a sus socios de los beneficios que produciría la venta de sus participaciones en la sociedad.

Por su parte, los derechos de arrastre intentan impedir a los accionistas la posibilidad de vetar o negarse a tomar parte en la venta de la sociedad a un tercero (s) comprador estratégico.

Por último, las *catch-up clauses* niegan a los accionistas privilegiados por una opción de compra la posibilidad de beneficiarse del ejercicio de la opción antes de una venta estratégica o de una oferta pública inicial.

---

<sup>27</sup> Chemla, Habib y Ljungkvist, op. cit. N° 4, pág. 2.

<sup>28</sup> La circunstancia que estas opciones sean “estado-dependientes” contrasta con el mayor poder negociador que resulta de una participación mayoritaria, participación que, naturalmente, conferirá a ese accionista mayoritario una mayor capacidad negociadora que no será “estado-dependiente”, pues siempre tendrá esa mayor capacidad.

<sup>29</sup> Chemla, Habib y Ljungkvist, op. cit. N° 4, pág. 2.

Con respecto a los derechos de preferencia podemos citar el siguiente ejemplo. Si un accionista desea enajenar a cualquier título el todo o parte de sus acciones de la sociedad – sea por su propia voluntad o producto de una oferta concreta de terceros -, estará obligado a ofrecerlas primero y preferentemente a los restantes accionistas, quienes tendrán el derecho preferencial de adquirirlas a su valor de libros y en las condiciones que se estipulen en la respectiva cláusula. El accionista deberá ofrecer las acciones que desee enajenar, en primer término, a los restantes accionistas, quienes tendrán derecho a adquirirlas en la proporción que resulte de dividir el número de acciones que cada una de ellas posee inscritas en el Registro de Accionistas de la sociedad a esa fecha, por el número total de acciones que el conjunto de dichas accionistas, excluidas las acciones de la oferente, posee inscritas en el mismo registro y en la misma fecha.

**Tabla 2**

	<b>Nº de acciones</b>	<b>Porcentaje de participación</b>
<b>Accionista A</b>	550 acciones	55%
<b>Accionista B</b>	300 acciones	30%
<b>Accionista C</b>	150 acciones	15%
<b>Total acciones</b>	1.000 acciones	100%

Si el accionista A desea enajenar sus acciones de la sociedad, estará obligado a ofrecerlas primero y preferentemente a las accionistas B y C. Las accionistas B y C tendrán derecho a adquirirlas en la siguiente proporción:

- Accionista B adquiriría:  $300 \div 450 = 0,67\%$  (368 acciones)
  
- Accionista C adquiriría:  $150 \div 450 = 0,33\%$  (182 acciones)

En caso que uno o más de los accionistas a quienes primeramente, de acuerdo a lo estipulado precedentemente, se hubiese efectuado la oferta, la desestimase, los restantes accionistas que la hubiesen aceptado podrán, por una sola vez, adquirir el remanente de las acciones, en la proporción que resulte de dividir el número de acciones que cada una de ellos poseía inscritas en el Registro de Accionistas de la Sociedad a la fecha de la primera opción, por el número total de acciones que el conjunto de dichos restantes accionistas poseían inscritas en el mismo registro y en la misma fecha. En caso de rechazo del todo o de parte de las ofertas, el accionista oferente tendrá derecho a enajenar la totalidad o el remanente de las acciones ofrecidas a terceros, en las mismas condiciones señaladas en la oferta dirigida a los accionistas o en otras no más ventajosas para el comprador.

Ahora bien, este mismo ejemplo de derecho de preferencia, podría ser complementado con un derecho de adhesión, en virtud del cual si un accionista deseara enajenar a cualquier título el todo o parte de sus acciones de la sociedad – sea por su propia voluntad o producto



de una oferta concreta de terceros -, estará obligado a (1) ofrecerlas primero y preferentemente a los restantes accionistas, quienes tendrán el derecho preferencial de adquirirlas a su valor de libros y en las condiciones que se estipulen o a (2) conferir a los restantes accionistas el derecho de adhesión. En virtud lo anterior, el accionista que desea enajenar a cualquier título el todo o parte de sus acciones, deberá cumplir con su deber de información, notificando por escrito a la totalidad de los restantes accionistas, de forma que éstos, dentro de un plazo preestablecido, deban decidir si aceptan la opción preferente de compra o si, en ejercicio del derecho de adhesión, se adherirán a la venta del accionista oferente, de acuerdo a las mismas condiciones de la oferta.

Usualmente, el derecho de adhesión se aplicará respecto de la venta de acciones que constituyen una mayoría, de forma de impedir que un tercero ofrezca comprar a los accionistas mayoritarios a un precio con prima solamente aquel número de acciones suficiente para obtener la mayoría en el órgano de administración de la sociedad. Ahora bien, en el evento que los restantes accionistas decidan no ejercer su opción de compra preferente y, por el contrario, elijan adherirse a la venta negociada entre un accionista mayoritario y un tercero (s), los accionistas adherentes tendrán el derecho a requerir del tercero (s) que éste adquiera el todo o parte de sus acciones de la sociedad, al mismo precio y las mismas condiciones señaladas en la oferta dirigida al accionista oferente, en los siguientes términos:

- a) Si el número de acciones a ser transferidas representan menos del 50% del capital de la sociedad, los accionistas adherentes tendrán el derecho a transferir al tercero (s) adquirente un número de acciones equivalente a:

$$\text{Acciones Adherentes} = \text{Acciones Ofrecidas} \times (A/B)$$

Donde:

- Acciones Adherentes se refiere al número de acciones que el accionista (s) adherente tiene derecho a transferir al tercero (s) adquirente.
- Acciones Ofrecidas se refiere al número de acciones a ser transferidas por el accionista oferente.
- “A” se refiere al número total de acciones en la sociedad de propiedad del accionista adherente.
- “B” significa el número resultante de la suma de acciones en la sociedad de propiedad de todos los accionistas adherentes y del accionista oferente.

**Tabla 3**

	<b>N° de acciones</b>	<b>Porcentaje de participación</b>
<b>Accionista A</b>	550 acciones	55%
<b>Accionista B</b>	300 acciones	30%
<b>Accionista C</b>	150 acciones	15%
<b>Total acciones</b>	1.000 acciones	100%

Si el accionista oferente, A, desea enajenar 400 acciones de la sociedad, los accionistas adherentes, B y C, tendrán el derecho a transferir al tercero (s) adquirente un número equivalente a:

$$400 \times 300 \div 1000 = 120 \text{ (Acciones Adherentes de B)}$$

$$400 \times 150 \div 1000 = 60 \text{ (Acciones Adherentes de C)}$$

Más fácil, cada accionista adherente tendrá el derecho a transferir al tercero (s) adquirente un porcentaje de sus acciones equivalente al porcentaje social de las acciones que el accionista oferente transferirá al tercero (s) adquirente, en nuestro ejemplo, un 40 %.

- b) Si el número de acciones a ser transferidas representa más del 50% del capital de la sociedad, los accionistas adherentes tendrán el derecho a transferir todas sus acciones en la sociedad al tercero (s) adquirente.

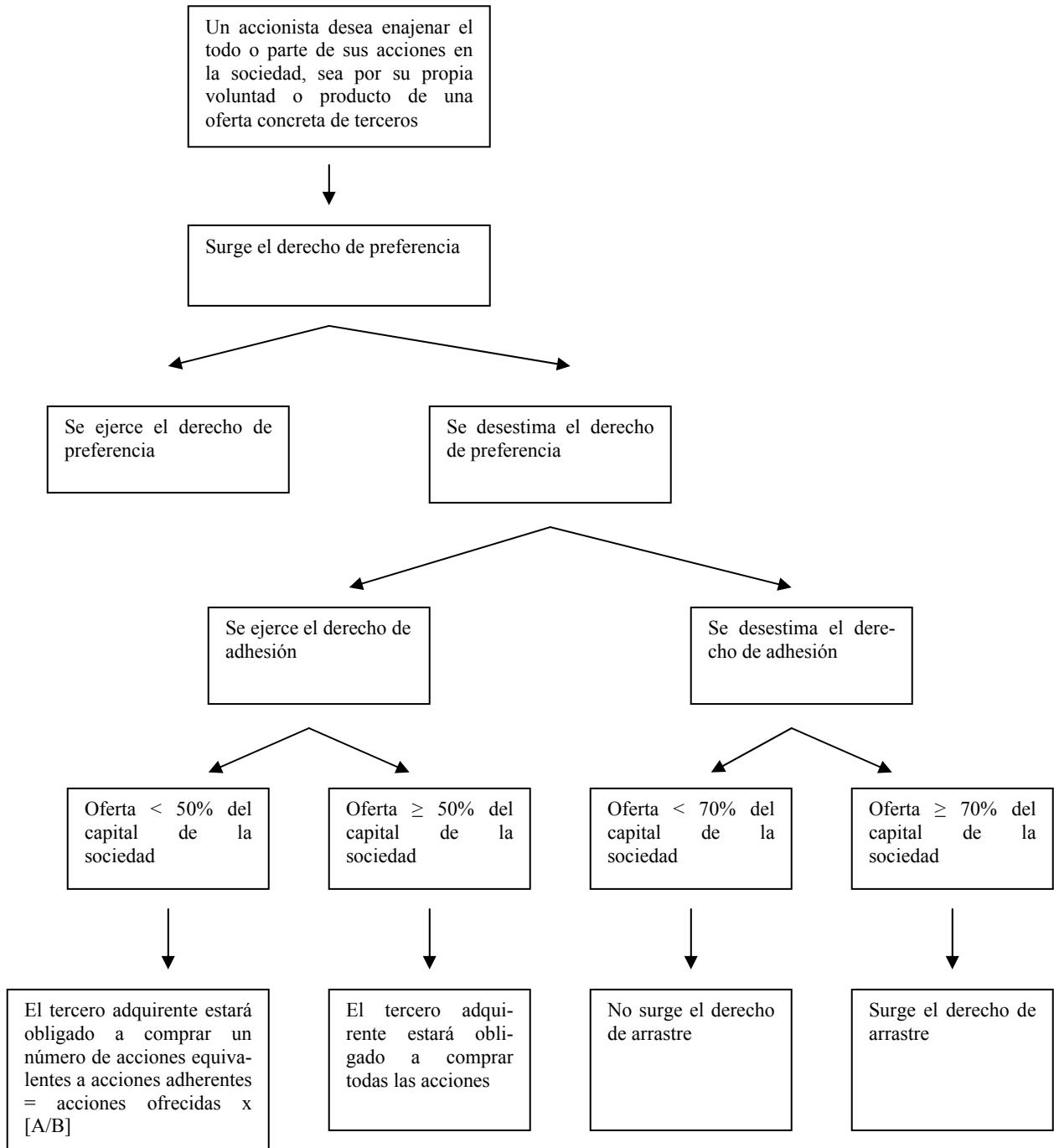
Con respecto al derecho de arrastre, podemos citar el siguiente ejemplo. En el evento que los accionistas que representen a lo menos el 70% de las acciones acepten una oferta de terceros que importe la enajenación de la totalidad de sus acciones y que los demás accionistas no ejerzan (1) su derecho de compra preferente por la totalidad de las acciones ofrecidas ni (2) se adhieran a la venta de el o los accionistas oferentes, los accionistas que representen aquel 70% de las acciones, estarán facultados para ejercer el derecho de arrastre, notificando a los accionistas que representen el 30% restante, en la forma y dentro de los plazos que se establezca en el Pacto de Accionistas, usualmente contados desde la expiración del derecho de compra preferente que habrá de establecerse en el pacto.

Una vez efectuadas las comunicaciones, los accionistas que representen el 30% restante estarán obligados a (1) vender sus acciones, libres de todo gravamen, al tercero individualizado en la comunicación referida precedentemente, en el mismo precio, condiciones y oportunidad de pago y (2) efectuar todo lo necesario para ayudar a la concreción del traspaso del 100% de las acciones de la sociedad y, en general, a no entorpecer la transacción, a facilitar todos los documentos que sean necesarios y a votar favorablemente, en caso de ser necesario.

Además de lo anterior, usualmente se establecerá que los accionistas que representen el porcentaje que permite ejercer el derecho de arrastre (en nuestro ejemplo, el 70%), sólo podrán ejercer el derecho de arrastre si el precio por acción ofrecido por terceros es, a lo menos, equivalente al doble del valor nominal por acción especificado en los estatutos.

## Diagrama 2

### Utilización de los derechos de preferencia, de adhesión y de arrastre



---

<sup>30</sup> Hatirmaz, op. cit. N° 4, pág. 44.

<sup>31</sup> Los porcentajes incluidos en este diagrama corresponden a los porcentajes de nuestro ejemplo de derecho de adhesión y de derecho de arrastre. Sin embargo, estos porcentajes podrán ser distintos dependiendo de lo acordado en el Pacto de Accionistas.

## **7. Conclusiones**

Como señalamos al inicio de este trabajo, nuestro propósito ha sido considerar la utilización de opciones en los Pactos de Accionistas de las sociedades anónimas cerradas, a fin de intentar reconocer en ellas los elementos propios de las opciones financieras.

Así las cosas, a modo de conclusión podemos señalar que los Pactos de Accionistas son contratos que corresponden a la categoría de “contratos plurilaterales asociativos”, que se caracterizan, por una parte, por el hecho que las partes mantienen intereses comunes, a diferencia de la contraposición de intereses que caracteriza la generalidad de los contratos y, por otra, por que el incumplimiento en que incurra uno de sus miembros, o los vicios que pudieren haber afectado su consentimiento, no justifican su resolución o nulidad ni la extinción de las obligaciones contraídas por los restantes miembros. Por consiguiente, este incumplimiento o vicio del consentimiento podrá dar lugar a la exclusión del miembro incumplidor o afectado por el vicio. Se trataría, en consecuencia, de un caso de resolución o nulidad parcial.

En cuanto al objeto de los Pactos de Accionistas hemos señalado que, en general, ellos se refieren al gobierno de la sociedad y, en especial, tratan asuntos tales como la libre cesión de las acciones. El propósito básico de los Pactos de Accionistas es regular a las relaciones y/o vínculos entre los accionistas de la sociedad. Por lo mismo, sólo tienen fuerza obligatoria entre quienes los celebran y han consentido en ellos, a diferencia de los



estatutos que obligan a todos los accionistas, actuales o futuros, sin importar si de hecho están de acuerdo o no con su contenido. Los estatutos se preocupan del “interés social”; los Pactos de Accionistas sólo amparan el “interés particular” de los accionistas que los celebran.

De las materias que pueden ser objeto de los Pactos de Accionistas, hemos analizado, exclusivamente, las estrategias de salida y las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones. Desde un punto de vista económico, estas cláusulas incorporan opciones como herramientas para (1) maximizar los incentivos de los socios para inducir *ex ante* las inversiones necesarias para crear riqueza, (2) minimizar los incentivos de los socios de efectuar *ex post* transferencias que destruyan esa riqueza y (3) obtener *ex post* una distribución eficiente de las acciones de la sociedad.

Dentro de las estrategias de salida más comunes, se encuentra la utilización de opciones de compra, opciones de venta, la oferta pública inicial y la venta estratégica o *trade sale*. De éstas hemos analizado las dos primeras, esto es, las opciones de compra y las opciones de venta. Con respecto a las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones, hemos revisado el derecho de preferencia, el derecho de adhesión y el derecho de arrastre.

Asimismo, hemos distinguido tanto aquellas situaciones en las cuales las opciones son explícitas – esencialmente las opciones de compra y las opciones de venta – como aquellas

en que la opción existe, pero en forma implícita – como por ejemplo, los derechos de arrastre -, intentando reconocer en ambas situaciones los elementos propios de las opciones financieras.

En este sentido, hemos indicado que, tratándose de acciones de una sociedad anónima cerrada chilena, el precio de ejercicio será el denominado valor de libros de las acciones o *net asset value*, definido en el artículo 77 del Reglamento de la Ley de Sociedades Anónimas, a propósito del derecho de retiro. Por su parte, para establecer cuál será la fecha de expiración o fecha de vencimiento de la opción, habrá que estarse a lo que acuerden las partes en el Pacto de Accionistas. En efecto, habrá que establecer si se trata de una opción europea o americana, si tiene una fecha de expiración determinada o si, por el contrario, se trata de una opción perpetua.

En general, las opciones de venta se incluyen para proteger a uno o más accionistas minoritarios con respecto a lo que pueda ocurrir en su relación con los demás accionistas. Para los accionistas minoritarios, la inclusión de una opción de venta en el Pacto de Accionistas, constituirá su estrategia de salida y, en consecuencia, contarán con los incentivos necesarios para efectuar *ex ante* la inversión necesaria al momento de constituirse la sociedad.

A su vez, la incorporación en el Pacto de Accionistas de una opción de compra, será – normalmente – demostrativa de la posición dominante o mayoritaria de un accionista, el

cual – comúnmente después de un número determinado de años – podrá comprar la participación de algunos o de todos los restantes accionistas.

Como se puede apreciar, en este análisis se ha dado por supuesto que únicamente otorgando a la parte que tiene la capacidad para involucrarse en transferencias desde la firma un porcentaje mayoritario, o teniendo la posibilidad de comprar su participación íntegramente, será posible impedir que ella se involucre en estas transferencias.

Con respecto a las restricciones generales al traspaso de las acciones o limitaciones a la libre cesión de las acciones, analizamos los derechos de preferencia, los derechos de arrastre y los derechos de adhesión. Estas cláusulas contendrían opciones implícitas. Así, por ejemplo, los derechos de adhesión constituirían una forma de opción de venta y, por su parte, los derechos de preferencia y los derechos de arrastre, constituirían una forma de opción de compra. Finalmente, estas opciones serían “estado-dependientes”, lo cual evitaría el ejercicio simultáneo de las distintas opciones y limitaría la posibilidad del tenedor de la opción a ejercer este derecho, explotando la mayor capacidad negociadora resultante de la opción, a un estado o situación concreta, en la cual la opción puede ser ejercida.

Así las cosas, los derechos de preferencia y los derechos de adhesión, impiden a los accionistas incrementar sus porcentajes en los retornos futuros, amenazando vender su participación accionaria a un tercero (s) comprador estratégico que, posteriormente, podría

disminuir el valor de la sociedad, como asimismo, disminuyen los incentivos de las partes para excluir a sus socios de los beneficios que produciría la venta de sus participaciones en la sociedad. Por su parte, los derechos de arrastre intentan impedir a los accionistas la posibilidad de vetar o negarse a tomar parte en la venta de la sociedad a un tercero (s) comprador estratégico. Por último, las *catch-up clauses* – mencionadas anteriormente, pero sin haber sido analizadas en detalle – niegan a los accionistas privilegiados por una opción de compra la posibilidad de beneficiarse del ejercicio de una opción antes de una venta estratégica o de una oferta pública inicial.

## Referencias

- ABUHADBA M., (2004), *Informe Area de Negocios*, N° 25, Universidad Santo Tomás, Noviembre.
- AMRAM M. y N. KULATILAKA, (1999), *Real Options Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, Harvard Business School Press.
- BERSTAIN J., (1988), “Shareholders’ Agreement a Tax and Legal Guide”, CCH Canadian Ltd.
- CHEMLA G., HABIB M. y A. LJUNGKVIST, (2004), “An Analysis of Shareholder Agreements”, working paper.
- HATIRNAZ C. y M. KUKENOVA, (2003), “Analysis of Joint Venture Contracts”, working paper.
- HERRERA Cristián., (1997), “Los Pactos de Accionistas en la Sociedad Anónima”, Colegio de Abogados de Chile A.G..
- HERRERA Cristóbal, (2004), “El Conflicto entre los Acreedores y el Derecho a Retiro de las Sociedades Anónimas”, LesixNexis, Santiago, Chile.
- HIGH GROWTH, (2003), *Manual de Mejores Prácticas para Nuevas Sociedades Gestoras de Fondos de Capital de Riesgo para Pymes*, Fondo Multilateral de Inversiones.
- IRARRÁZABAL F., (2005), “Pactos de Accionistas en Sociedades Anónimas Cerradas”, Diario Financiero, 22 de Enero.

SHIELDS L. K. y E. SCULLY, (2003), “Shareholders’ Agreements – A Practical Analysis”, paper delivered at a meeting of the Galway Enterprises Platform Programme.

NOVOA R. y G. NOVOA, (1995), *Derecho del Mercado de Capitales*, Editorial Jurídica de Chile, Santiago.

RÍOS M., (2001), *Joint Ventures*, Editorial Jurídica ConoSur Ltda., Santiago, Chile.

SALAH M., (2004), “Responsabilidad por Uso de Información Privilegiada en el Mercado de Valores”, LexisNexis, Santiago, Chile.

ROSS S., WESTERFIELD R. y J. JAFFE, (2000), *Finanzas Corporativas*, Quinta Edición, McGraw-Hill.

SUÁREZ A., *Opciones Reales*.

ZURITA S. y L. GÓMEZ, (2003), “Normativa de los Mercados Derivados en Chile”, *Estudios Públicos N° 89*, pp. 63-90.