

Nº 96

**Caso Chispas: Lealtad debida en el directorio
de una sociedad**

Teodoro Wigodski

**DOCUMENTOS DE TRABAJO
Serie Gestión**

Caso Chispas:
Lealtad debida en el directorio de una sociedad

Teodoro Wigodski¹

Académico Ingeniería Industrial Universidad de Chile

Enero 2008

¹ Ingeniero Civil Industrial, Universidad de Chile. MBA, Loyola College, Maryland, USA. Magíster en Derecho de la Empresa, Pontificia Universidad Católica de Chile. Director de Empresas.

Caso Chispas²:

Lealtad debida en el directorio de una sociedad³

1. 1. Introducción

Con sorpresa recibió el Directorio de Enersis S.A., el 10 de octubre de 1997, la noticia de que Endesa España (EE) había informado a la Securities and Exchanges Commission (SEC) de Estados Unidos no sólo el contrato de alianza estratégica firmado entre EE y Enersis, sino que también una serie de contratos suscritos por el Gerente General de la compañía, José Yuraszeck, de los cuales no tenía conocimiento.

A los pocos días, en reunión extraordinaria, el Directorio manifestó el interés y la conveniencia de celebrar una alianza estratégica entre Enersis y EE, pero señaló que el señor Yuraszeck se había extralimitado en los poderes otorgados para la celebración del contrato. Posteriormente, en una nueva sesión extraordinaria, y a solicitud de los directores, el Presidente de Enersis junto con el Gerente General entregaron al Directorio la totalidad de los contratos firmados. Finalmente, en sesión extraordinaria del 22 de octubre, el Directorio tomó la decisión de cesar en su cargo al Gerente y sustituir al Presidente de la empresa.

² Agradezco a los alumnos del curso: Gobierno Corporativo, que realizó desde el año 2000 en el Magister en Administración de Empresas (MBA) del Departamento de Ingeniería Industrial de la Facultad de Ingeniería de la Universidad de Chile, que estimulan la investigación de casos nacionales para reforzar su experiencia de aprendizaje. En particular a los investigadores que me apoyaron en el estudio del caso Chispas: los Ingenieros y MBA Sres. Guillermo Cartes y Franco Zúñiga

³ Este caso ilustra el proceso de toma de control de Enersis por parte de Endesa España (EE), a fines de 1997, conocido como el “caso chispas”, el que causó gran conmoción pública en Chile por sus repercusiones económicas y judiciales que evidenciaron vacíos legales a partir de las diferencias de precio obtenidas como resultado de la negociación. Aunque inicialmente el grupo de ejecutivos encargados de llevar a cabo las negociaciones con EE por parte de Enersis alegaron que el proceso se había apegado a la legalidad vigente, finalmente, después de tres años, provocó que fuera promulgada la Ley de Oferta Pública de Acciones (conocida como Ley de Opas) y, paralelamente, luego de un largo proceso judicial, que los ejecutivos fueran sancionados con elevadas multas.

Enersis era una compañía del sector eléctrico que participaba con mucho éxito en los mercados de Chile y Latinoamérica. Si bien es cierto, la buena gestión de su administración la había llevado a tener un crecimiento de un mil por ciento entre los años 1990 y julio de 1997, presentaba limitaciones para crecer a gran escala debido a su elevado endeudamiento, por lo que había iniciado conversaciones con un socio estratégico como Endesa España.

Ambas empresas ya habían participado en forma conjunta en América Latina y deseaban continuar expandiéndose en la zona. Enersis tenía un mayor know-how del rubro eléctrico, especialmente su grupo ejecutivo, por lo que la complementación con el financiamiento que entregaba Endesa España hacía muy atractiva la inversión para las dos compañías.

¿Qué había sucedido? ¿Porqué el Directorio de Enersis sacaba de sus funciones a dos importante ejecutivos, a los cuales había encargado llevar a cabo las negociaciones para concretar una alianza con EE? Directivos que eran parte del grupo de administradores que había transformado a Enersis en la empresa latinoamericana más importante del rubro eléctrico.

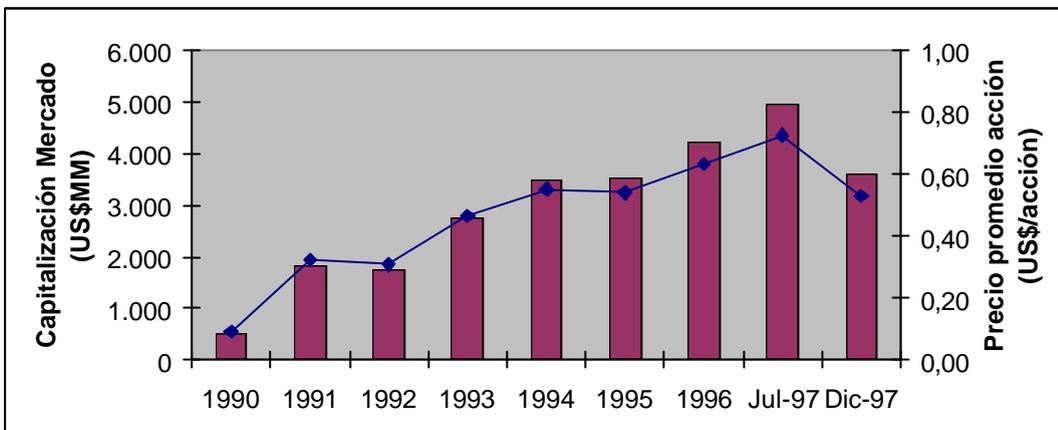
2. Las empresas

2.1 Enersis S.A.

Enersis era una empresa chilena nacida en 1987 producto de la privatización de la Compañía Chilena Metropolitana de Distribución Eléctrica S.A. (Chilectra Metropolitana S.A.), dedicada a la generación y distribución de energía eléctrica, con inversiones en Chile, Argentina, Perú, Colombia y Brasil. Había experimentado un fuerte crecimiento económico como resultado de la buena administración del grupo ejecutivo de la empresa, llamados Gestores Clave, elevando su valor de mercado de US\$517 millones en 1990 a US\$4.951 millones en julio de 1997.

Cuadro 1

Evolución del Valor de Mercado de Enersis, Años 1990-1997 (Millones de Dólares).

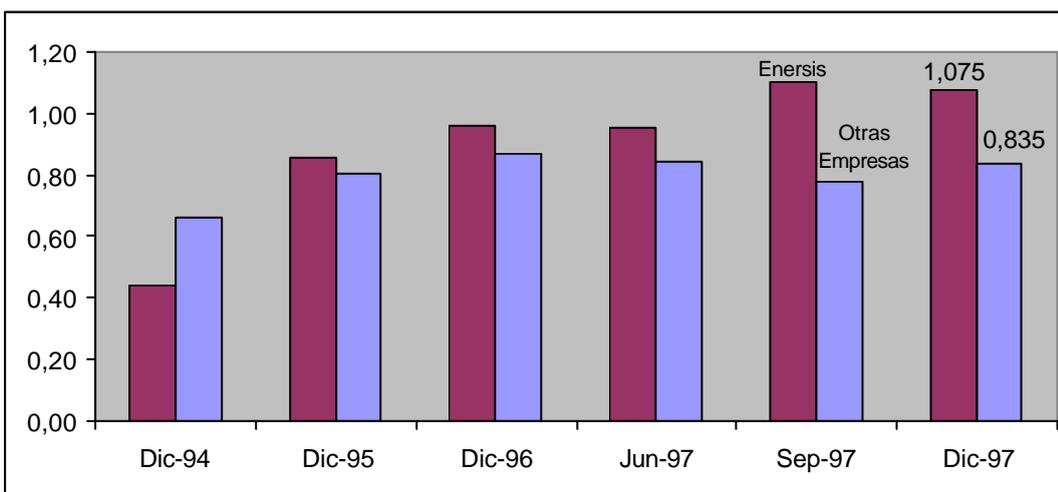


Fuente: Bloomberg System, Bolsa de Comercio de Santiago y Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Durante este período, la compañía se había expandido a distintos países de Latinoamérica, basándose en una estructura financiera que había elevado de manera importante su nivel de endeudamiento, el cual era mayor al de otras empresas del sector: Su estructura de activos estaba financiada en un 50% con capitales propios de los accionistas y en un 50% con deuda de bancos y tenedores de bonos.

Cuadro 2

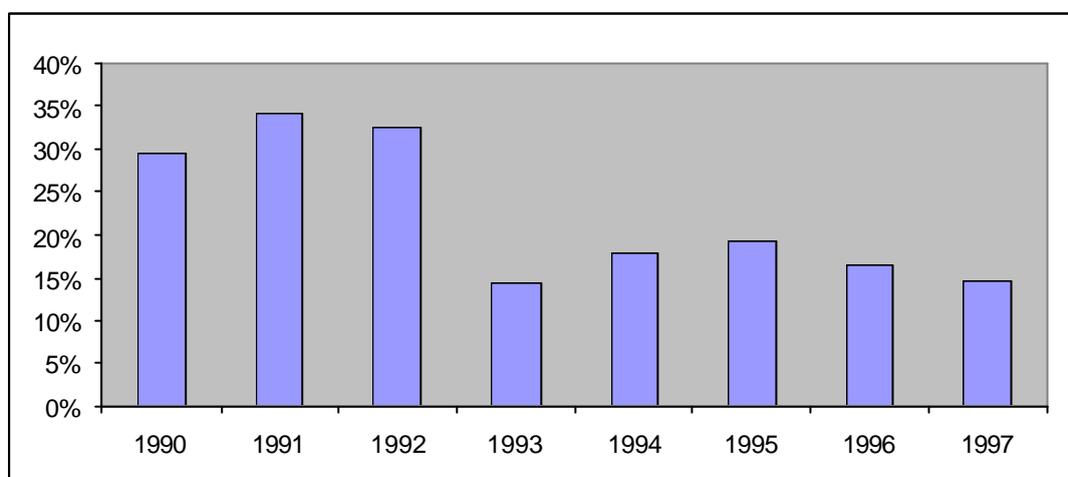
Evolución de la Relación Deuda Patrimonio de Enersis, Años 1994-1997.



Fuente: Balances Enersis y Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Enersis había obtenido una rentabilidad promedio sobre patrimonio de 19%, lo cual la hacía muy atractiva para los inversionistas que querían entrar a la propiedad, aspecto que, sin duda, fue fundamental cuando Endesa España observó la posibilidad de iniciar una expansión regional a través de una asociación estratégica.

Cuadro 3
Evolución de Retorno sobre Capital, Años 1990-1997.



Fuente: Balances Enersis y Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Para el año 1997, no obstante el importante éxito económico alcanzado, Enersis experimentaba limitaciones financieras para continuar creciendo a través de las licitaciones latinoamericanas en el sector eléctrico que se avecinaban. No podía aumentar su nivel de endeudamiento, puesto que ello afectaría directamente la excelente clasificación de riesgo que tenía. Tampoco era viable aumentar internamente su capital, puesto que sus principales accionistas, que eran las AFP, ya estaban limitadas legalmente en su participación y el resto de sus socios no tenía la capacidad financiera. La única posibilidad de acceder a estos importantes proyectos, considerando que no se presentaban con frecuencia, era incorporar a otro socio con la capacidad de aportar los recursos necesarios. Surgió, así, la posibilidad de realizar una alianza estratégica con EE.

La estructura de propiedad de la compañía era la siguiente en 1997:

Cuadro 4

Estructura de Propiedad de Enersis, Agosto 1997.

Principales Accionistas	% Participación
Sociedades Chispas	29,06%
AFP	32,86%
ADR	20,40%
Tenedores Extranjeros	2,43%
Otros	15,25%
Total Acciones	100%

Fuente: IEE2312 Mercados Eléctricos, Pontificia Universidad Católica de Chile.

2.2 Las Sociedades Chispas

Las Sociedades Chispas fueron creadas en 1987 por un grupo de ex ejecutivos y empleados de la ex Chilectra Metropolitana S.A., que decidió tomar parte en la propiedad de la empresa en la cual trabajaban, a través del aporte de las indemnizaciones que recibirían producto de la privatización de la compañía por parte del Estado. Este grupo de empresas estaba conformado por cinco sociedades anónimas de inversión: Compañía de Inversiones Luz S.A., Compañía de Inversiones Luz y Fuerza S.A., Compañía de Inversiones Los Almendros S.A., Compañía de Inversiones Chispa Uno S.A. y Compañía de Inversiones Chispa Dos S.A.

El capital de las empresas estaba conformado por acciones serie A y B, teniendo cada una de ellas grandes diferencias, tanto en la propiedad accionaria como en los derechos políticos de las sociedades. Los Gestores Clave poseían sólo un 0,06% de la propiedad de las Sociedades Chispas a través de las acciones serie B, sin embargo, tenían el control y la administración de las empresas, en tanto que los tenedores de la serie A sólo disfrutaban de los dividendos obtenidos fruto de la inversión de sus indemnizaciones en estas compañías.

Cuadro 5
Estructura Accionaria Sociedades Chispas, Año 1997.

Empresa	Total Acciones	
	Serie A	Serie B
Inversiones Luz S.A.	99,94%	0,062%
Inversiones Luz y Fuerza S.A.	99,94%	0,062%
Inversiones Los Almendros S.A.	99,93%	0,066%
Inversiones Chispa Uno S.A.	99,94%	0,062%
Inversiones Chispa Dos S.A.	99,94%	0,062%

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

La principal diferencia en los derechos políticos de estas sociedades radicaba en el número de directores que cada una de las series podía elegir. De acuerdo a los estatutos, en la sociedad de Inversiones Luz S.A. cada una de las series elegía a cuatro de los ocho miembros del directorio, en tanto que en el resto de las sociedades la serie B elegía a cuatro de los nueve miembros del directorio, siendo un derecho de las acciones serie A elegir a los otros cinco miembros.

2.3 Los Gestores Clave y el esquema de control

Los llamados Gestores Clave, quienes a mediados del año 1997 detentaban el 100% de la propiedad de las acciones serie B de las Sociedades Chispas, eran siete profesionales que, además de ocupar altos cargos ejecutivos en Enersis, participaban en todos los directorios de las Chispas. El grupo lo conformaban José Yuraszeck (Gerente General Enersis), Luis Fernando Mackenna (Presidente Directorio Enersis), Marcos Zylberberg (Gerente General Chilectra S.A., filial de Enersis), Marcelo Brito (Subgerente General Enersis), Arsenio Molina (Gerente de Desarrollo Enersis), Eduardo Gardella (Gerente Contralor de Enersis) y Alfonso Torrealba Ugarte (Gerente General de Edesur S.A., filial de Enersis).

Los Gestores Clave, artífices de la buena gestión que había conducido a Enersis a ser la empresa más importante del sector eléctrico latinoamericano, contaban con la confianza del resto de los inversionistas de la compañía y detentaban lo que en los contratos por ellos suscritos con EE se llamaba el “esquema de control”. En efecto, el control de la empresa, es decir, la capacidad de poder elegir a la mayoría de los miembros del directorio no era posible obtenerla en 1997 porque, de acuerdo a sus estatutos, ningún accionista podía tener más del 32% de la propiedad. Por lo tanto, el “esquema de control” que ellos detentaban era precario, sin embargo, dicho esquema, sumado al control que ejercían en las Sociedades Chispas, las que poseían el 29% de la propiedad de Enersis, constituían para EE un modelo económicamente atrayente para tomar el control sobre la empresa y para los Gestores Clave era una manera de lograr capitalizar su gestión en la compañía, a través de la obtención de beneficios privados.

3. La operación

Con fecha 30 de julio de 1997, el Directorio de Enersis celebró una reunión extraordinaria convocada por el Gerente General, José Yuraszek, donde éste informó sobre conversaciones sostenidas con EE para estructurar una alianza estratégica destinada a materializar en forma conjunta inversiones en el sector eléctrico latinoamericano. Yuraszek recordó la buena experiencia que habían significado en la expansión internacional de Enersis las asociaciones con EE en las empresas Edelnor en Perú y Cej en Brasil. Manifestó que la alianza se realizaría a través de una nueva sociedad llamada Endesis, en la que EE tendría una participación de un 55% y Enersis de un 45%. El capital sería del orden de los US\$1.000 millones. Además, señaló que, de acuerdo a los procedimientos diseñados por el Directorio para la aprobación de transacciones entre partes relacionadas, se había formado una comisión compuesta por los directores independientes Felipe Montt Fuenzalida y Rodrigo Errázuriz Ruiz-Tagle, de la que se había excusado el Presidente, Luis Fernando Mackenna Echaurren. Comunicó que había

informado a la comisión detalladamente sobre la alianza estratégica, cuya aprobación solicitaba, y que dicha comisión recomendaba su aprobación.

En esa oportunidad, el Directorio de Enersis resolvió aprobar la materialización de una alianza estratégica entre Enersis y Endesa España, y facultar al Gerente General para negociar y firmar, en representación de la empresa, todos los documentos necesarios para el debido cumplimiento de este acuerdo, y para informar la alianza a la Superintendencia de Valores y Seguros una vez suscrita (ver Anexo 1 para el detalle de lo aprobado por el Directorio).

3.1 Los contratos firmados por los Gestores Clave

En virtud de los poderes otorgados por el Directorio, el 2 de agosto de 1997, el Gerente General suscribió con EE el contrato de alianza estratégica acordado. Firmó, además, sin conocimiento por parte del Directorio de Enersis, contratos adicionales en los cuales vendía a EE el “esquema de control” que el grupo de Gestores Clave tenía sobre la empresa (ver Anexo 2 para un análisis detallado de los contratos).

Con fecha 5 de agosto, Endesa España, a través de su filial chilena Elesur S.A., publicó en la prensa nacional su intención de tomar el control de las Sociedades Chispas y también una oferta pública de acciones (OPA) para adquirir el control sobre las acciones serie A de las Sociedades Chispas, sin imponer un límite o monto máximo a adquirir. Esta OPA diferenciaba las acciones de la serie A que estaban en manos de empleados de Enersis, otorgando un precio menor a las acciones de esta serie que eran de propiedad del público en general (ver Anexo 3).

El 2 de agosto, Yuraszeck había suscrito un contrato de compraventa por el 51% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas, sujeto a que EE declarara exitosa la OPA por las acciones de la serie A. Por esta transacción, los Gestores Clave recibirían poco más de US\$249,2 millones.

En esa misma oportunidad, los Gestores Clave habían firmado con EE un contrato de promesa de compraventa por el 49% de las acciones de la serie B de las Sociedades Chispas, por un total de US\$ 256,8 millones, pagadero en cinco cuotas anuales de US\$ 39,6 millones cada una (en un monto equivalente en acciones de EE) y una cuota de US\$ 60 millones, sujeta a que las utilidades de Enersis entre los años 1997 y 2001 superaran los US\$ 600 millones.

Por último, los Gestores Clave habían firmado un contrato de gestión que regulaba el traspaso a EE del “esquema de control” detentado por ellos. Para esto, los ex ejecutivos se comprometían a permanecer en Enersis en sus cargos, por un plazo de cinco años, durante el cual le traspasarían en forma paulatina y gradual el control que ellos poseían. Este contrato facultaba a los Gestores Clave para oponerse a EE frente a decisiones de despido de ejecutivos de la compañía, como también de políticas de dividendos, inversiones y financiamiento.

3.2 Cronología del acuerdo final

Nada se comentó de los contratos suscritos con EE en las reuniones de directorio del 28 de agosto y del 9 de septiembre. Recién en la sesión realizada el 25 de septiembre, Yuraszck entregó a los miembros del Directorio el texto de la alianza estratégica, quienes decidieron encargar a dos directores de la compañía, en conjunto con el Presidente, el Gerente General y el Comité de Auditoría, un estudio profundo de los contenidos del contrato suscrito por el Gerente General y EE el 2 de agosto.

Cuando el 10 de octubre el Directorio de Enersis tomó conocimiento de la información que EE había entregado a la SEC de Estados Unidos, en la cual se mencionaba no sólo el contrato de alianza estratégica, sino que la totalidad de los contratos firmados, citó a reunión extraordinaria para el 14 de octubre. En esa reunión, junto con manifestar el interés y la conveniencia de celebrar una alianza estratégica entre Enersis S.A. y EE, el Directorio

consideró que el Gerente General se había extralimitado en los poderes otorgados para la celebración del contrato. Posteriormente, a solicitud de los directores, en sesión extraordinaria celebrada el 20 de octubre, el Presidente junto con el Gerente General entregaron al Directorio la totalidad de los contratos firmados. Finalmente, en reunión extraordinaria del 22 de octubre, el Directorio decidió cesar en su cargo al Gerente General y sustituir al Presidente del Directorio, Luis Fernando Mackenna, por el señor Carlos Cáceres, ex Ministro de Hacienda y destacado profesional.

Al perder los Gestores Clave el “esquema de control”, EE llegó a un acuerdo con el grupo de ejecutivos en el que se dejó sin efecto el contrato de gestión y el contrato de compraventa por el 49% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas por un valor de US\$256,8 millones, sustituyéndolo por uno de compraventa de esta serie a un precio de US\$36 millones.

Debido a que, tanto para Endesa España como para Enersis era de especial interés el contrato de alianza estratégica, ambas empresas llegaron a un acuerdo en el texto final. Sin embargo, dado que la eléctrica española tenía el interés adicional de controlar la compañía y tan sólo contaba con el 29,06% de su propiedad, a través de la inversión que ya había efectuado al adquirir las Sociedades Chispas, logró modificar el límite de propiedad del 32% por parte de un accionista y efectuó dos OPAS, en las cuales tuvo que invertir US\$3.593 millones adicionales para lograr el control de la empresa (un 32% de Enersis por US\$1.443 millones y un 34,7% de Endesa Chile, filial de Enersis, por US\$2.150 millones).

4. La sanción a los Gestores Clave

4.1 La reacción de la Superintendencia de Valores y Seguros Chilena (SVS).

En noviembre de 1997, la SVS impuso cuantiosas multas al grupo de Gestores Clave, las que superaban los US\$60 millones.

De acuerdo a lo informado por la SVS, el grupo de ex ejecutivos, al firmar los contratos de alianza estratégica, compraventa del 51% de las acciones serie B de las Sociedades Chispas, promesa de compraventa por el 49% de las acciones serie B de las Chispas y contrato de gestión, actuó con notable conflicto de interés.

Posteriormente, en un análisis del 24 de julio del 2004, la SVS resumía las faltas cometidas por el grupo de Gestores Clave señalando que en el precio de venta de las acciones serie B de las Chispas se había pagado de modo encubierto el servicio que EE estaba contratando de los reclamantes, es decir, ejercer y detentar el “esquema de control” de Enersis; los contratos de gestión con cláusula de confidencialidad, de promesa de compraventa de acciones y demás, habían sido una operación comercial única e indivisible efectuada el 2 de agosto de 1997, que el Directorio de Enersis conoció recién los primeros días de octubre de 1997; habían ocultado información a los restantes directores y accionistas de las compañías respecto del interés de EE de ingresar a la propiedad de Enersis y de sus intenciones de venderle las acciones de las que eran titulares; habían ocultado su compromiso de ejercer influencia decisiva en la administración de Enersis en beneficio del nuevo accionista controlador EE; y que los reclamantes hicieron prevalecer su interés personal por sobre sus deberes y obligaciones como Presidente del Directorio, Directores y Gerente de Enersis y de las Chispas, resolviendo el conflicto de intereses que enfrentaban en forma que contravenía abiertamente las disposiciones legales vigentes.

4.2 El proceso judicial

El grupo de Gestores Clave reclamó ante los tribunales de justicia la multa impuesta por la SVS, en la cual invocaba conflictos de interés mal resueltos por parte de los ex ejecutivos. En julio del 2002, el Quinto Juzgado Civil de Santiago decidió acoger las reclamaciones de los Gestores Clave, dejando sin efecto las multas aplicadas por la Superintendencia. Posteriormente, en julio del 2004, un fallo de segunda instancia, emanado de la Corte de Apelaciones de Santiago,

revocó la sentencia de primera instancia y confirmó en todas sus partes la sanción de multa aplicada por la SVS a los Gestores Clave, sentencia que definitivamente fue confirmada por la Excelentísima Corte Suprema en julio del 2005.

5. Conclusiones

5.1 El Directorio de Enersis y el deber de cuidado

Llama la atención que habiendo estado vigente el año 1997 la Ley de Sociedades Anónimas², la SVS no haya tomado ningún tipo de medidas en contra de los directores de Enersis, teniendo en cuenta que en la reunión de directorio del 30 de julio, según consta en el acta, los directores entregaron a José Yuraszeck amplias facultades para que negociara con EE el contrato de alianza estratégica, sin tener un acabado conocimiento de las cláusulas que involucraba este acuerdo, sino que sólo con la explicación muy pomenorizada que el mismo Gerente General había expuesto en la sesión.

Una vez suscrito el 2 de agosto el contrato de alianza estratégica entre el Gerente General y EE, los directores no exigieron a éste ningún detalle del texto en las sesiones de directorio efectuadas el 28 de agosto y el 9 de septiembre. Sólo con fecha 25 de septiembre, a casi dos meses de la firma del contrato, Yuraszeck entregó el texto de la alianza y el Directorio comenzó a tomar las medidas para analizarlo.

Teniendo en cuenta la importancia que tenía para Enersis la firma de esta alianza, la complejidad que involucraba una transacción de este tipo y los montos de inversión asociados, llama la atención que el Directorio no haya tenido un acabado conocimiento de las gestiones

² La Ley de Sociedades Anónimas (Ley 18.046) de octubre de 1981, en su artículo N° 41 define el deber de cuidado que deben tener los directores de una compañía del siguiente modo: “Los directores deberán emplear en el ejercicio de sus funciones el cuidado y diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios y responderán solidariamente de los perjuicios causados a la sociedad y a los accionistas por sus actuaciones dolosas o culpables”.

que venía sosteniendo el Gerente General con EE y, una vez firmado el convenio, el desinterés prestado al texto que, sin lugar a dudas, es muy probable no se hubiera concretado en los términos en que se materializó de haber tenido los directores el cuidado necesario.

5.2 El caso chispas y el problema de gobierno corporativo

El grupo de Gestores Clave negoció condiciones preferenciales para la venta de las acciones de su propiedad. El proceso de negociación fue poco equitativo y transparente, donde las acciones de la serie B recibieron un premio por control mucho mayor que la serie A. Esto ocurrió porque la serie B tenía mayores derechos políticos que la serie A y siempre el mercado lo había considerado así (ver Anexo 3). Sin embargo, en esta transacción no se respetaron adecuadamente los principios de gobierno corporativo que dicen relación con la igualdad de condiciones, la negociación incompatible (conflicto de intereses) y la transparencia en la entrega de información al mercado.

Enersis tenía una propiedad atomizada, pero con un grupo que ejercía un control fáctico. Tal como se ha indicado, el grupo de los Gestores Clave, encabezados por el Gerente General de Enersis, había administrado exitosamente la compañía subiendo en varias veces su valor bursátil en pocos años, pero tenía un esquema de control que le permitía tener mayoría en la mesa del directorio de Enersis a pesar de tener un 29,06% de la propiedad accionaria.

Los Principios de Gobierno Corporativo³ que hoy se conocen no estaban suficientemente cubiertos en la Ley de Sociedades Anónimas y del Mercado de Valores de la época y, además, no existía una eficiente regulación de las ofertas públicas de adquisición de acciones. Estos

³ Revisar versión original en español del documento Principios de Gobierno Corporativo de la OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) en <http://www.oecd.org>.

principios, que estaban cada vez tomando mayor importancia en los mercados desarrollados, posteriormente sirvieron de base para la modificación de la ley chilena⁴.

⁴ **Ley 19.705 o “Ley de Opas”: Regula las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Establece Régimen de Gobiernos Corporativos; promulgada el 14/12/200; modifica la Ley 18.045 (Mercado de Valores) y la Ley 18.046 (Sociedades Anónimas). El cuerpo legal se denomina “Ley de Opas”, pero las modificaciones implementadas abarcaron mucho más que el evento “Oferta Pública de Adquisición de Acciones”.**

ANEXO 1

Reunión del Directorio de Enersis, 30 de julio 1997

En reunión extraordinaria de directorio del 30 de julio 1997 se resolvió aprobar la materialización de una alianza estratégica entre Enersis S.A. y Endesa España, la cual, en términos generales y entre otras materias, debería incluir los siguientes aspectos:

- El objetivo de la alianza estratégica supondría la creación de un vehículo para la participación asociada en las futuras privatizaciones del sector eléctrico de América Latina, excluyéndose del ámbito de aplicación de la misma las inversiones adicionales en sociedades en las cuales las partes tuviesen participaciones preexistentes en porcentajes que superaran un 5% del capital de la empresa.**
- La alianza referida se estructuraría a través de una nueva sociedad que se denominaría Endesis, debiendo las partes comprometerse a dotar a dicha sociedad de los recursos humanos y materiales necesarios para cumplir con sus objetivos. Endesis tendría, al momento de su formación, un capital de US\$ 100 mil, con la perspectiva de llegar a uno de US\$ 1.000 millones. Endesa España tendría un 55% de participación y Enersis S.A. un 45%. Salvo acuerdo entre las partes, estos porcentajes deberían entenderse independientemente del vehículo inversor que se utilizara en la conformación de cada consorcio. El Directorio de Endesis estaría conformado por ocho personas, cuatro elegidas por Endesa España y cuatro por Enersis, siendo uno de estos directores una persona independiente del grupo controlador. Correspondería al Gerente General de Enersis, José Yuraszeck, desempeñarse como presidente de Endesis, sociedad cuya administración diseñaría la estrategia de expansión y adoptaría las decisiones con igualdad de derechos entre sus socios.**

- **El acuerdo relativo a la alianza estratégica debería ocuparse de que la presentación de un determinado proyecto de inversión por parte de Enersis, que no fuera aprobado por Endesa España en Endesis y en el marco de la alianza, no se tradujera en un riesgo para la compañía en orden a que el mismo pudiera ser desarrollado por la otra parte de manera independiente.**
- **La alianza estratégica debería considerar la posibilidad de potenciar a Enersis mediante el compromiso de Endesa España de concurrir con aumentos de capital en la compañía por hasta US\$ 1.000 millones. Dichos aumentos de capital deberían someterse a la consideración de la Junta de Accionistas de la compañía en el curso de 1997 y materializarse durante los primeros seis meses de 1998.**

ANEXO 2

Análisis de los contratos entre Endesa España y el grupo de Gestores Clave

- **Contrato de compraventa del 51% de acciones serie B de las Chispas por la sociedad Elesur S.A., filial de Endesa España.**

Esta venta estaba supeditada a que Endesa España declarara exitosa la licitación en Chile para las acciones serie A de las Sociedades Chispas. Es decir, la venta de las acciones serie B estaba sujeta a una condición suspensiva que constaba de dos hechos copulativos consistentes en que EE recibiera aceptaciones puras y simples, firmes e irrevocables, a la oferta de compra de acciones serie A de las Chispas.

El interés de Endesa España era adquirir el máximo número posible de acciones serie A de las Chispas, para alcanzar un mínimo de 66,67% de los derechos de voto en dichas sociedades, salvo en el caso de Luz S.A. en que ese porcentaje mínimo era de 50,01%.

Los vendedores y Gestores Clave estaban dispuestos, por su parte, a vender a Endesa España todas las acciones serie A de que eran propietarios o últimos beneficiarios, y colaborar con EE para que alcanzara los objetivos reseñados precedentemente.

Endesa España compró, a través de la OPA, a los accionistas de las Chispas serie A, el 89% del porcentaje de la propiedad de Almendros; el 80,6% de Chispas Uno; el 81,3% de Chispas Dos; el 93,3% de Luz y Fuerza; y, en principio, el 21,7% de Luz, porcentaje que luego aumentó, superando el mínimo pretendido en un principio de 50,01%, alcanzando el 62,4%. Sin embargo, Luz y Fuerza poseían 41 millones de acciones de Chispas Dos (10% de la propiedad) y Luz poseía participaciones minoritarias en Almendros, Luz y Fuerza, Chispas Uno y Chispas Dos. En razón de esto, es que se consideró que el control logrado

por Endesa España sobre las Chispas fue de: 90,1% de Almendros; 89,7% de Chispas Uno; 91% de Chispas Dos; 93,4% de Luz y Fuerza; y 62,4% de Luz. El precio final pagado por EE en la OPA fue de US\$856,5 millones (US\$223,5 millones por las acciones de Luz y Fuerza, US\$22,2 millones por las acciones de Luz, US\$214 millones por las acciones de Los Almendros, US\$198,5 millones por las acciones de Chispa Uno y US\$198,3 por las acciones de Chispa Dos).

Entre los elementos tomados en cuenta para calcular el valor efectivo pagado por Endesa España por cada acción de Enersis figura que las acciones Chispas en su conjunto poseían aproximadamente 1.974 millones de acciones de Enersis (29,06% de la propiedad) y que EE, a través de la compra de las Chispas, adquirió el flujo de 1.657 millones de acciones de Enersis. Cabe señalar, además, que el precio pagado por Endesa España por cada acción de Enersis (US\$ 0,82), superó ampliamente el precio en que se transaban estos títulos en el mercado al tiempo de la operación (US\$ 0,73)⁴.

Luego que la venta de la serie A fue verificada mediante la oferta de valores y declarada exitosa por parte de Endesa España, el vendedor de la serie B aceptó vender a Elesur S.A. el 51% de las acciones a un precio agregado de US\$ 249,2 millones, de los cuales US\$ 200 millones fueron pagados en efectivo y US\$ 49,2 millones en acciones EE a un precio de 2.841 pesetas por acción. Esto significó pagar sobre US\$ 369,6 por cada título y el resto se entregó en acciones de la empresa hispana, lo que llevó finalmente a recibir un valor aproximado de US\$ 463,3 por acción⁵.

- **Contrato de promesa de compraventa del 49% de acciones serie B de las Chispas a Endesa España.**

⁵ Promedio tipo de cambio observado a julio 1997: 1US\$=\$416,61.

Este acuerdo se llevó a efecto entre los Administradores Clave (José Yuraszeck, Marcos Zylberberg, Marcelo Brito, Arsenio Molina Alcalde, Luis Fernando Mackenna, Alfonso Torrealba, Eduardo Gardella), las CPA o Vendedores (Inmobiliaria Luz y Fuerza, Cía. Sociedad en Comandita por Acciones e Inversiones Los Almendros, Cía. Sociedad en Comandita por Acciones), representadas por José Yuraszeck, Marcos Zylberberg y Luis Fernando Mackenna, y Endesa S.A. (Endesa España).

Las sociedades titulares de las acciones serie B de las Chispas, las CPA, eran sociedades en comandita por acciones. Los vendedores o CPA, tenían acciones serie B de la Compañía de Inversiones Luz y Fuerza S.A., Los Almendros S.A., Chispas Dos S.A. y Luz S.A., que representaban el 49% de todas las acciones serie B de las Chispas.

Endesa España estaba interesada en adquirir, a cuenta de su filial Elesur S.A., la totalidad de las acciones serie B de las CPA. Los vendedores también estaban dispuestos a vender el total.

Con el traspaso del 49% de las acciones serie B, como lo contemplaba este acuerdo, Elesur adquiriría el 100% de las acciones serie B, habiéndose convenido por parte de los Administradores Clave, Inversiones Los Almendros y Ga. e Inmobiliaria Luz y Fuerza, el acuerdo de compraventa para adquirir el restante 51% de las acciones serie B en conformidad al contrato de compraventa señalado anteriormente.

La celebración del contrato de promesa quedó sujeta a que Elesur S.A. hubiese adquirido el 51% de las acciones serie B restantes. Cumplida dicha condición, el contrato de compraventa prometido se debió celebrar dentro de los tres días hábiles siguientes al 1 de agosto de 1998, hecho que fue aplazado en vista y circunstancia de la sociedad Luz y su retardo en alcanzar el mínimo deseado por Endesa España del 50,01%, porcentaje que fue superado con posterioridad y, por ende, celebrado el contrato prometido.

El precio al cual Endesa España, o sus filiales, compraba las acciones serie B era de US\$ 256,8 millones. Este precio se pagaría de la siguiente manera: EE efectuaría cinco pagos anuales, iguales y consecutivos, de US\$ 39,6 millones cada uno, siendo el primer pago efectivo en la fecha de vigencia del acuerdo y el último en el cuarto aniversario de tal acuerdo (pagos parciales contingentes). Todos los pagos se harían en acciones ordinarias de Endesa España. EE también aceptaba pagar interés sobre los pagos parciales contingentes y algunas sumas adicionales sujetas a una fórmula convenida, relacionada con el desempeño de las acciones.

El precio total estimado inicialmente por Endesa España para la toma de control de la eléctrica chilena era de unos US\$ 1.364 millones: US\$ 49,2 millones en acciones Endesa España, US\$ 1.056,5 millones en efectivo (US\$856,5 dólares en la OPA y US\$200 millones por el 51% de la serie B), US\$ 247, 2 millones en un plazo de cinco años (equivalentes en acciones EE) y US\$60 millones sujetos al desempeño de la empresa entre 1997 y 2001.

○ **Otros Acuerdos**

- Los administradores clave convinieron en continuar realizando debidamente sus obligaciones y funciones en Enersis, durante un período de 5 años desde la fecha de cierre de la transacción, de acuerdo con sus contratos de empleo.

- Se convino que, a contar de la fecha de cierre de la transacción, Endesa España asumiría el control de los directorios de las Chispas y designaría a todos los miembros de los directorios y ejecutivos de acuerdo a su posesión de acciones en cada compañía. Durante el período inicial, en que los pagos parciales contingentes y el precio adicional dependiente de los resultados estuviesen pendientes, las nominaciones de directores para el Directorio de Enersis y Endesa Chile, y sus respectivos presidentes, las haría EE con el

acuerdo de los Administradores Clave. No obstante lo antedicho, Endesa España tendría derecho a designar al menos un director para el directorio de Enersis y uno para el directorio de Endesa Chile. Durante el período inicial, EE tendría el derecho a designar dos directores para el directorio de cada una de las subsidiarias de Enersis y Endesa Chile, que tuviesen cinco o más directores propuestos por los Administradores Clave, y un director en las empresas restantes. El resto de los directores y presidentes de los directorios serían designados conjuntamente por Endesa España y los Administradores Clave. Después del período inicial, Endesa España podría designar libremente a los miembros y al presidente del directorio de las Chispas, Enersis, Endesa Chile y sus respectivas subsidiarias.

- Durante el período inicial, Endesa España tendría el derecho a designar a un subordinado del Gerente General para Enersis y otro para Endesa Chile, quienes tendrían el derecho a asistir sin derecho a voto, pero con derecho a participación, a las reuniones de sus respectivos directorios y con derecho a votar y participar en los comités ejecutivos y estratégicos. Además, Endesa España, con el acuerdo de los administradores clave, tendría el derecho a designar una cantidad adicional de personas para ocupar puestos ejecutivos en cada una de las empresas principales y subsidiarias de Enersis.

- Durante el período inicial, cualquier modificación substancial de las políticas de inversión, financiera o de dividendos de Enersis, Endesa Chile y sus respectivas subsidiarias, la debían hacer conjuntamente Endesa España y los Administradores Clave.

- Las partes convinieron en que el Presidente de Euro luz, la entidad que tendría las acciones de Endesa España, sería designado miembro del directorio de Endesa España por un período de al menos cinco años, a contar de la fecha de cierre de la transacción. Además, un segundo representante de los Administradores Clave podría ser designado miembro del directorio de Endesa España.

- El acuerdo sostenía la aceleración de todos los pagos, específicamente el pago parcial contingente y el precio adicional dependiente de los resultados, si Endesa España destituía a alguno de los Administradores Clave sin motivo o provocaba directa o indirectamente el despido de algún miembro del Directorio designado conjuntamente por Endesa España y los Administradores Clave. Por su parte, Endesa España tenía el derecho a acelerar la totalidad de tales pagos en cualquier momento y asumir la administración y control de Enersis.

ANEXO 3

Valor asociado al control corporativo

De acuerdo a la teoría del valor asociado al control corporativo, las acciones de la serie A de las Chispas que poseían un menor derecho a la elección de directores dentro de cada una de las sociedades Chispas, eran transadas con un descuento estimado en un valor cercano al 50% (Rainieri, 1999). Esto significa que el mercado penalizaba el valor de las acciones por el grado de influencia que los ejecutivos clave podían tener en las decisiones estratégicas de Enersis.

El premio o descuento se calcula valorando los activos al precio de mercado, a lo cual se resta el valor de los pasivos (directo de balance) y se divide por el número de acciones. Así, por ejemplo, para la sociedad Luz y Fuerza el valor estimado de una acción era de US\$ 0,79 el 31 de julio de 1997, pero el mercado la transaba a US\$ 0,42.

Cuadro Comparativo del Precio de Acciones Serie A de las Chispas, Julio 1997 (Dólares) *.

Serie Chispas	Luz y Fuerza	Luz	Almendros	Chispa Uno	Chispa Dos
Nº Acciones Serie A	403.359.501	75.923.500	404.032.399	409.058.541	407.488.880
Nº Acciones Serie B	250.000	50.000	250.000	250.000	250.000
Total Acciones Chispas	403.609.501	75.973.500	404.282.399	409.308.541	407.738.880
Nº Acciones en Enersis	445.061.585	194.412.126	445.061.585	445.061.585	445.061.585

(Activos VM Pasivos)/ Nº Acciones	0,79	1,89	0,79	0,81	0,81
Precio Serie A al 31/07/97	0,42	0,91	0,42	0,43	0,43
Descuento	47%	52%	47%	47%	47%

* Promedio tipo de cambio observado a julio 1997: 1US\$= \$416,61.

Fuente: Rainieri, 1999.

Si bien en este caso la realidad da la razón respecto al menor valor de la serie A, no explica la diferencia de precio con la serie B que se muestra en el siguiente gráfico con los resultados de la OPA.

Cuadro Comparativo del Valor de las Acciones Serie B versus la Serie A, Agosto 1997 (Dólares) *.

Precios de Mercado	Luz y Fuerza	Luz	Almendros	Chispa Uno	Chispa Dos
Precio Serie B al 18/08/97	455	1.013,5	455	455	455
Precio Serie A OPA Empleados	0,62	1,39	0,62	0,62	0,62
Precio Serie A OPA Público General	0,53	1,18	0,53	0,53	0,53
Precio Promedio Ponderado Serie A	0,58	1,2	0,58	0,59	0,59
Veces el Valor Serie B sobre A	784,48	844,58	784,48	771,18	771,18

* Promedio tipo de cambio observado a julio 1997: 1US\$= \$416,61.

Fuente: Rainieri, 1999 y análisis de los autores.

Este cuadro muestra por qué los contratos establecieron un monto tan alto por el valor de las acciones serie B debido a la capacidad relativa en la elección de directores gracias a los estatutos de las Sociedades Chispas.

Bibliografía

- **Patricio Monsalve, Cristian Ormazábal, Endesa España en Chile y Latinoamérica. Pontificia Universidad Católica de Chile, 1998.**
- **Ricardo Rainieri B. El Ingreso de Endesa España a la Propiedad de Enersis, Filiciones Universidad S.A. y M.N. Consulting Ltda., 1999.**
- **Ley 18.045, Ley de Mercado de Valores, publicada en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.**

- **Ley 18.046, Ley de Sociedades Anónimas, publicada en el Diario Oficial de 22 de octubre de 1981.**
- **Ley 19.075, Regula Las Ofertas Publicas De Adquisición De Acciones (Opas) y Establece Régimen De Gobiernos Corporativos, Publicada En El Diario Oficial el 20 de Diciembre de 2000.**
- **Jorge Tarziján y Ricardo Paredes. Organización Industrial para la Estrategia Empresarial, segunda Edición, Pearson.**
- **Santiago Eguidazu. Creación de Valor y Gobierno de la Empresa. Editorial Gestión 2000, Barcelona, España, 1999.**
- **Teodoro Wigodski y Franco Zúñiga. Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas. Departamento de Ingeniería Industrial, Ceges N° 38.**

Centro de Gestión (CEGES)
Departamento de Ingeniería Industrial
Universidad de Chile

Serie Gestión

Nota : Copias individuales pueden pedirse a ceges@dii.uchile.cl

Note : Working papers are available to be request with ceges@dii.uchile.cl

2001

29. **Modelos de Negocios en Internet (Versión Preliminar)**
Oscar Barros V.
30. **Sociotecnología: Construcción de Capital Social para el Tercer Milenio**
Carlos Vignolo F.
31. **Capital Social, Cultura Organizativa y Transversalidad en la Gestión Pública**
Koldo Echebarria Ariznabarreta
32. **Reforma del Estado, Modernización de la Gestión Pública y Construcción de Capital Social: El Caso Chileno (1994-2000)**
Álvaro V. Ramírez Alujas
33. **Volver a los 17: Los Desafíos de la Gestión Política (Liderazgo, Capital Social y Creación de Valor Público: Conjeturas desde Chile)**
Sergio Spoerer H.

2002

34. **Componentes de Lógica del Negocio desarrollados a partir de Patrones de Procesos**
Oscar Barros V.
35. **Modelo de Diseño y Ejecución de Estrategias de Negocios**
Enrique Jofré R.
36. **The Derivatives Markets in Latin America with an emphasis on Chile**
Viviana Fernández
37. **How sensitive is volatility to exchange rate regimes?**
Viviana Fernández
38. **Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas**
Teodoro Wigodski S. y Franco Zúñiga G.
39. **Desencadenando la Innovación en la Era de la Información y el Vértigo Nihilista**
Carlos Vignolo
40. **La Formación de Directivos como Expansión de la Conciencia de Si**
Carlos Vignolo
41. **Segmenting shoppers according to their basket composition: implications for Cross-Category Management**
Máximo Bosch y Andrés Misalem
42. **Contra la Pobreza: Expresividad Social y Ética Pública**
Sergio Spoerer
43. **Negative Liquidity Premia and the Shape of the Term Structure of Interest Rates**
Viviana Fernández

2003

44. **Evaluación de Prácticas de Gestión en la Cadena de Valor de Empresas Chilenas**
Oscar Barros, Samuel Varas y Richard Weber
45. **Estado e Impacto de las TIC en Empresas Chilenas**
Oscar Barros, Samuel Varas y Antonio Holgado
46. **Estudio de los Efectos de la Introducción de un Producto de Marca Propia en una Cadena de Retail**
Máximo Bosch, Ricardo Montoya y Rodrigo Inostroza
47. **Extreme Value Theory and Value at Risk**
Viviana Fernández
48. **Evaluación Multicriterio: aplicaciones para la Formulación de Proyectos de Infraestructura Deportiva**
Sara Arancibia, Eduardo Contreras, Sergio Mella, Pablo Torres y Ignacio Villablanca
49. **Los Productos Derivados en Chile y su Mecánica**
Luis Morales y Viviana Fernández

50. **El Desarrollo como un Proceso Conversacional de Construcción de Capital Social: Marco Teórico, una Propuesta Sociotecnológica y un Caso de Aplicación en la Región de Aysén**
Carlos Vignolo F., Christian Potocnjak C. y Alvaro Ramírez A.
51. **Extreme value theory: Value at risk and returns dependence around the world**
Viviana Fernández
52. **Parallel Replacement under Multifactor Productivity**
Máximo Bosch y Samuel Varas
53. **Extremal Dependence in Exchange Rate Markets**
Viviana Fernández
54. **Incertidumbre y Mecanismo Regulatorio Óptimo en los Servicios Básicos Chilenos**
Eduardo Contreras y Eduardo Saavedra
- 2004**
55. **The Credit Channel in an Emerging Economy**
Viviana Fernández
56. **Frameworks Derived from Business Process Patterns**
Oscar Barros y Samuel Varas
57. **The Capm and Value at Risk at Different Time Scales**
Viviana Fernández
58. **La Formación de Líderes Innovadores como Expansión de la Conciencia de Sí: El Caso del Diplomado en Habilidades Directivas en la Región del Bío-Bío – Chile**
Carlos Vignolo, Sergio Spoerer, Claudia Arratia y Sebastián Depolo
59. **Análisis Estratégico de la Industria Bancaria Chilena**
Teodoro Wigodski S. y Carla Torres de la Maza
60. **A Novel Approach to Joint Business and System Design**
Oscar Barros
61. **Los deberes del director de empresas y principales ejecutivos Administración de crisis: navegando en medio de la tormenta.**
Teodoro Wigodski
62. **No más VAN: el Value at Risk (VaR) del VAN, una nueva metodología para análisis de riesgo**
Eduardo Contreras y José Miguel Cruz
63. **Nuevas perspectivas en la formación de directivos: habilidades, tecnología y aprendizaje**
Sergio Spoerer H. y Carlos Vignolo F.
64. **Time-Scale Decomposition of Price Transmission in International Markets**
Viviana Fernández
65. **Business Process Patterns and Frameworks: Reusing Knowledge in Process Innovation**
Oscar Barros
66. **Análisis de Desempeño de las Categorías en un Supermercado Usando Data Envelopment Analysis**
Máximo Bosch P., Marcel Goic F. y Pablo Bustos S.
67. **Risk Management in the Chilean Financial Market The VaR Revolution**
José Miguel Cruz
- 2005**
68. **Externalizando el Diseño del Servicio Turístico en los Clientes: Teoría y un Caso en Chile**
Carlos Vignolo Friz, Esteban Zárate Rojas, Andrea Martínez Rivera, Sergio Celis Guzmán y Carlos Ramírez Correa
69. **La Medición de Faltantes en Gondola**
Máximo Bosch, Rafael Hilger y Ariel Schillkrut
70. **Diseño de un Instrumento de Estimación de Impacto para Eventos Auspiciados por una Empresa Periodística**
Máximo Bosch P., Marcel Goic F. y Macarena Jara D.
71. **Programa de Formación en Ética para Gerentes y Directivos del Siglo XXI: Análisis de las Mejores Prácticas Educativas**
Yuli Hincapié y Teodoro Wigodski
72. **Adjustment of the WACC with Subsidized Debt in the Presence of Corporate Taxes: the N-Period Case**
Ignacio Vélez-Pareja, Joseph Tham y Viviana Fernández
73. **Aplicación de Algoritmos Genéticos para el Mejoramiento del Proceso de Programación del Rodaje en la Industria del Cine Independiente**
Marcel Goic F. y Carlos Caballero V.

- 74. **Seguro de Responsabilidad de Directores y Ejecutivos para el Buen Gobierno Corporativo**
Teodoro Wigodski y Héctor H. Gaitán Peña
- 75. **Creatividad e Intuición: Interpretación desde el Mundo Empresarial**
Teodoro Wigodski
- 76. **La Reforma del Estado en Chile 1990-2005. Balance y Propuestas de Futuro**
Mario Waissbluth
- 77. **La Tasa Social de Descuento en Chile**
Fernando Cartes, Eduardo Contreras y José Miguel Cruz
- 78. **Assessing an Active Induction and Teaming Up Program at the University of Chile**
Patricio Poblete, Carlos Vignolo, Sergio Celis, William Young y Carlos Albornoz

2006

- 79. **Marco Institucional y trabas al Financiamiento a la Exploración y Mediana Minería en Chile**
Eduardo Contreras y Christian Moscoso
- 80. **Modelo de Pronóstico de Ventas.**
Viviana Fernández
- 81. **La Ingeniería de Negocios y Enterprise Architecture**
Óscar Barros V.
- 82. **El Valor Estratégico de la innovación en los Procesos de Negocios**
Óscar Barros V.
- 83. **Strategic Management of Clusters: The Case of the Chilean Salmon Industry**
Carlos Vignolo F., Gastón Held B., Juan Pablo Zanlungo M.
- 84. **Continuous Innovation Model for an Introductory Course to Industrial Engineering**
Carlos Vignolo, Sergio Celis , Ana Miriam Ramírez
- 85. **Bolsa de Productos y Bolsa Agrícola en Chile: un análisis desde la teoría de carteras**
Eduardo Contreras, Sebastián Salinas

2007

- 86. **Arquitectura Y Diseño De Procesos De Negocios**
Óscar Barros V.
- 87. **Personalizando la Atención del Cliente Digital**
Juan Velásquez S.
- 88. **¿En el país de las maravillas?: equipos de alta gerencia y cultura empresarial**
Sergio Spoerer
- 89. **Responsabilidad Social Empresarial: El Caso De Forestal Mininco S.A. y Comunidades Mapuches**
Teodoro Wigodski
- 90. **Business Processes Architecture And Design**
Óscar Barros V.
- 91. **Gestión Estratégica: Síntesis Integradora y Dilemas Abiertos**
Teodoro Wigodski
- 92. **Evaluación Multicriterio para Programas y Proyectos Públicos**
Eduardo Contreras, Juan Francisco Pacheco
- 93. **Gestión De Crisis: Nuevas Capacidades Para Un Mundo Complejo.**
Teodoro Wigodski
- 94. **Tres Años Del Sistema De Alta Dirección Pública En Chile: Balance Y Perspectivas**
Rossana Costa y Mario Waissbluth
- 95. **Ética En Las Organizaciones De Asistencia Sanitaria**
Teodoro Wigodski
- 96. **Caso Chispas: Lealtad debida en el directorio de una sociedad**
Teodoro Wigodski