SUPERINTENDENCIA VALORES SEGUROS
03.03. 2005
OFICINA DE PARTES

Se tenga presente lo que expresa al momento de resolver la petición de fecha 24 de febrero de 2005.

Señor Superintendente de Valores y Seguros

Francisco Pérez Mackenna y Sergio Cavagnaro Santa María, en representación de **Nahuel S.A.**, todos domiciliados en calle Enrique Foster Sur 20, piso 15, Las Condes, Santiago, al Señor Superintendente de Valores y Seguros respetuosamente decimos:

Cencosud S.A. ("Cencosud") y el señor Jorge Gálmez, por si y en representación de Mehuin S.A. ("Mehuin"), han realizado observaciones a nuestra petición de fecha 24 de febrero de 2005, en la que solicitamos de vuestra Superintendencia la suspensión de la oferta pública de adquisición de acciones de Paris efectuada por Cencosud mediante publicación de fecha 16 de febrero de 2005 (la "Oferta" o la "OPA") hasta en tanto no se corrijan los defectos que allí se denuncian y que, en definitiva, si no se corrigen los defectos en tiempo y forma, la Oferta sea dejada sin efecto de acuerdo a la Ley 18.045 de Mercado de Valores (la "Ley").

Por medio del presente, creemos oportuno manifestar lo que se pasa a expresar en relación con los aspectos de fondo más relevantes de ambas presentaciones.

(1) **Se sostiene que Cencosud, en canje de las acciones de Paris, puede ofrecer valores no inscritos en vuestra Superintendencia**.

En nuestra opinión, ello viola el claro tenor del Artículo 6° de la Ley y configura, además, el delito que tipifica la letra a) de su Artículo 60. Sólo puede

2005 0300 12372

hacerse oferta pública de valores cuando estos hayan sido inscritos en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Se sostiene que una OPA hace excepción a esta regla, lo que la Ley no hace. Y es sabido que a una norma de orden público debe hacer excepción la propia norma. Se agrega luego que cuando la NCG 104 establece que "si se tratare de una oferta de canje de valores, deberá detallarse la forma en que el oferente ha adquirido, adquirirá o emitirá tales valores", precisamente autorizaría la oferta de valores no inscritos, en circunstancia que no puede una norma de orden inferior como una NCG hacer excepción a una norma legal. Lo que la norma hace, acorde con el espíritu del Artículo 203, letra c) de la Ley, que exige, en caso de canje, indicar en forma precisa los valores de oferta pública que se ofrecen, es aclarar el alcance de este requisito. Dado que las acciones son nominativas y que no se emiten sino hasta que tienen titular, la NCG 104 exige que se aclare la forma en que el oferente emitirá tales valores cuando los ofrece. Pero han de ser valores de oferta pública, claro está. Y sólo lo son, en el caso de acciones de una sociedad anónima, los que se encuentren inscritos.

Sabe en todo caso bien la autoridad que lo que se inscribe es la emisión como un todo, ya de acciones o títulos de deuda, y que el acto de la emisión misma de las acciones sólo se hace con posterioridad al registro, sobretodo si, como se ha dicho, las acciones en Chile son nominativas y, por lo tanto, no pueden emitirse sin titular. Cuando Cencosud señala que no es posible el registro de acciones no emitidas, yerra, pues ha debido decir que no es posible el registro de acciones no acordadas emitir. Esto es lo que en realidad hacen las juntas de accionistas y, posteriormente, por mandato de ellas, los directorios de las sociedades. Por lo demás, es lo que ha hecho Cencosud, que, cumpliendo con la NCG 30, ha acompañado a vuestra Superintendecia el acta de directorio que acuerda la emisión y sus condiciones y un facsímil de las acciones cuyo registro se solicita. Este proceso no ha concluido y existen, de parte de terceros, reparos

a la forma en que se ha llevado a cabo, de modo que las acciones que Cencosud ofrece en canje de las acciones de Paris no están inscritas aún y, por lo tanto, no pueden ser objeto de oferta pública alguna.

Nadie en Chile puede hacer oferta pública de valores no inscritos y toca a vuestra Superintendecia velar por el estricto apego a la legalidad de quienes intenten hacerlo. Sorprende, además, que la misma Cencosud, que en su Acuerdo Marco establecía que no habría OPA sino hasta que sus acciones hubieran sido inscritas, haya anticipado el inicio de la misma sin cumplir este requisito.

(2) **Reconociendo la exigencia de dar trato igualitario a todos los accionistas en la OPA, se expresa en ambas presentaciones que los derechos que el Acuerdo Marco y su Pacto de Accionistas dan al Señor Jorge Gálmez y a Mehuin, y no a los otros accionistas de Paris, no vulneran tan clara exigencia legal.**

Cencosud, el señor Jorge Gálmez y Mehuin reconocen la obligación de quien inicia una oferta pública de adquisición de acciones de dar un trato equitativo e igualitario a todos los accionistas.

No obstante intentan justificar la diferencia que reconocen que se produce, en que los derechos que Cencosud da a Mehuin y al Señor Jorge Gálmez en el Acuerdo Marco y su Pacto de Accionistas no tienen su origen en la OPA sino en estos acuerdos, argumentando, además, en justificación del trato discriminatorio que dan a los demás accionistas de Paris, que el acuerdo de actuación conjunta, de que dan cuenta los documentos, surtiría efecto sólo de resultar exitosa la OPA.

Una vez más se equivoca Cencosud, y en el mismo error incurren sus socios el señor Jorge Gálmez y Mehuin. Nos imaginamos que con común interés.

En primer lugar, no es trivial destacar que el Acuerdo Marco y su Pacto de Accionistas se hacen con el preciso fin de, en palabras de los afectados, "adquirir el control de Paris, para luego fusionar a dicha compañía con Cencosud a través de su absorción [y que] con dicho objeto Cencosud lanzará . . . una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones Paris, ofreciendo para el pago de las acciones Paris el canje de acciones Paris por acciones de su propia emisión". Es decir, el Acuerdo Marco y su Pacto de Accionistas son la causa directa de la OPA, y ésta y aquéllos forman parte del mismo negocio que articulan Cencosud, el señor Jorge Gálmez y Mehuin para tomar el control de Paris. Se lanza la OPA porque se quiere el control de Paris, mas el control no lo da la OPA por si sola sino que ésta más el Acuerdo Marco con su Pacto de Accionistas.

Lanzada que ha sido la OPA, el Acuerdo Marco ha surtido ya efecto, y se encuentra entonces vigente, de modo que ¿cómo se puede argumentar que el contrato de que da cuenta está supeditado a que surta efecto la OPA? Es su Pacto de Accionistas el que está sujeto a la condición referida. Pero no vemos como ello deja de gravitar en los mejores y mayores derechos que recibe el señor Jorge Gálmez y Mehuin por sobre los demás accionistas de Paris.

No habría Acuerdo Marco sin OPA, ni participarían en ésta transacción el señor Jorge Gálmez y Mehuin de no mediar los derechos que le confieren el Acuerdo Marco y su Pacto de Accionistas. Lo que nos lleva a concluir que no es sólo el canje lo que hace atractiva la transacción para el señor Jorge Gálmez y Mehuin sino, además, y es fundamental destacarlo, los derechos que adquiere en virtud de estos acuerdos.

Pues bien, ninguno de tales derechos se le confieren a los demás accionistas de Paris. Es decir, mientras los destinatarios de la OPA, señor Jorge Gálmez y Mehuin, participan en la transacción con los derechos extra que el

acuerdo de actuación conjunta labrado con Cencosud les confiere, a los demás accionistas sólo se les ha ofrecido el canje. ¿De qué trato igualitario estamos entonces hablando? ¿Acaso los derechos extra se justifican porque son parte de documentos distintos de los de la Oferta? ¿Mas no es cierto que tales derechos son parte de la misma transacción que en conjunto orquestan Cencosud y sus socios? Y pretende el mismo señor Jorge Gálmez y Mehuin que los demás accionistas de Paris aplaudan lo que él no aceptaría de no mediar los derechos que se le ofrecen además del canje. No cabe duda pues que éstos tienen un trato distinto del que reciben aquéllos, y es ésta la desigualdad que nuestra representada hoy impugna, por ilegítima.

La OPA, el Acuerdo Marco, su Pacto de Accionistas y la fusión que se tiene por fin último son parte de una misma y única transacción, estructurada de común acuerdo por Cencosud y sus socios, el señor Jorge Gálmez y Mehuin. Sostener lo contrario es presumir que los accionistas de Paris no advierten la evidencia de los acuerdos paralelos suscritos entre ellos.

(3) **El señor Jorge Gálmez se resiste a cumplir con el aviso de toma de control que prescribe la Ley para toda persona que intente el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones y que no lo tome por vía de una oferta pública de adquisición de acciones.**

En relación con el tema del control común de Paris, valga reiterar que el señor Jorge Gálmez no ha dado hasta hoy aviso alguno de toma de control como le exige la Ley. Argumentar como lo hace, en el sentido de que ya habría informado al mercado, suponemos que a través de las entrevistas iniciales que dio a la prensa, no resiste ningún análisis, legal al menos, porque hasta la fecha no se ha visto aviso alguno que cumpla con la NCG 104, que él y sus socios Cencosud y Mehuin parecen recordar sólo cuando sirve a sus intereses. Demás está decir

que ni a él ni a Mehuin le asisten las excepciones que la Ley otorga a quien es el oferente en la OPA porque ninguno de ellos lo es. Señalar que no se aplica a Mehuin y al señor Gálmez el Artículo 54 por aplicárseles el Artículo 54B, siendo suficiente el aviso de inicio de la Oferta, confunde el rol que toca a ellos dado que el control de Paris que adquieren lo es, no a través de la OPA, sino en tanto y cuanto ambos suscriben con Cencosud el acuerdo de actuación conjunta de que dan cuenta el Acuerdo Marco y su Pacto de Accionistas.

(4) **Cencosud manifiesta que "en esta oportunidad no se ha planteado ni propuesto ninguna fusión" (SIC), ¡lo que contribuye más aún al desconcierto que existe sobre los hechos en cuestión!**

Con fecha 17 de enero de 2005, un mes antes de lanzar la OPA, Cencosud, requerido por vuestra Superintendencia para que aclarase sus dichos acerca de "la intención de lograr eventualmente la futura fusión" de Cencosud con Paris, anunciaba que "es condición esencial de esta transacción reunir un total de 2/3 del voto de las acciones Paris para poder así asegurar la fusión de ambas empresas". Para sorpresa nuestra, la Oferta es interesadamente ambigua sobre el particular y, requerido Cencosud una vez más por usted que, en posesión del Acuerdo Marco, sabía que la OPA se hacía, según se indica, con el ánimo de lograr la fusión con Paris, el oferente reitera simplemente que "se contemplaría en el futuro una eventual fusión". Hoy, como se cita al inicio de este punto, se dice que **"en esta oportunidad no se ha planteado ni propuesto ninguna fusión" (SIC)**.

¿Cuál es entonces, nos preguntamos, la realidad? ¿Habrá fusión o no? Si es tan eventual hoy, ¿por qué señala el Pacto de Accionistas anexo al Acuerdo Marco que si al cabo de un año de declarada exitosa la Oferta existen aún acciones Paris de las que sea titular Mehuin, es decir que no se haya concretado

la fusión que analizamos, todos y cada uno de los derechos de Mehuin en Paris pasarán a ser ejercidos por Cencosud? Estamos ciertos que no pasará inadvertida la diferencia que hace para un accionista saber si se pretende continuar la sociedad o disolverla. Sobretodo, la oportunidad en que ello debiera concretarse. ¿No es cierto acaso que el valor al que debe ejercerse el derecho de retiro que asiste a todo accionista disidente se calcula sobre el valor de transacción bursátil durante el período de dos meses previo a la fusión? ¿Y si no hay transacciones significativas, no se aplica el valor de libros? Sin duda que el valor de libros es largamente inferior al que hoy se cotiza en bolsa. ¿Y si la fusión depende de quien detente los 2/3 de las acciones con derecho a voto, no tiene éste el control del valor al que puede ejercerse el derecho de retiro? Sin duda entonces señor Superintendente que la posibilidad real de una fusión y la oportunidad en que pueda concretarse son determinantes en la decisión de cualquier accionista, a lo menos de cualquier accionista distinto de Mehuin, esto es, que no ha recibido como el Señor Jorge Gálmez el derecho a compensación que se le ha otorgado en el Acuerdo Marco. El único accionista con derecho de retiro garantizado es él, lo que constituye sin lugar a dudas un tratamiento totalmente asimétrico si se le compara, según se ha expuesto, con el que reciben todos los demás accionistas de Paris.

Es por ello que nos parece natural que se le exija a Cencosud, en aras de información veraz, oportuna y suficiente, aclarar, de una vez, en forma directa, sin rodeos, su intención real de ejecutar una fusión con Paris, y la oportunidad de ello.

(5) **Cencosud pretende justificar sus compras luego del anuncio de la futura OPA en condiciones de precio más favorables que las que, en definitiva, ha terminado ofreciendo en la Oferta realizada.**

Es un hecho que entre los días 20 y 28 de enero de 2005, Cencosud adquirió de terceros acciones de Paris en condiciones más beneficiosas que las

contempladas en la Oferta. Sabemos que el precio se pagó en dinero, porque se trató de compras en bolsa, y a precios más altos, porque en dichas fechas, los precios mínimos de venta de acciones Paris superaron la valorización de la acción resultante de la relación de canje ofrecida en la OPA.

Ello viola diversas normas del Título XXV de la Ley que obligan a quien quiera adquirir el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, a hacerlo por medio de una oferta pública de adquisición de acciones dirigida a todos los accionistas de la sociedad cuyas acciones se pretendan adquirir, oferta, que además, debe ser una y la misma para todos sus destinatarios, los que deben recibir un mismo trato igualitario y equitativo. La infracción da, como lo hemos expuesto, parafraseando el tenor amplio del Artículo 201 de la Ley, el derecho a los vendedores perjudicados a ser indemnizados, sin perjuicio de las acciones que le correspondiere adoptar a vuestra Superintendencia, en uso de sus facultades de supervigilancia que le da su legislación orgánica.

Se pretende de contrario justificar lo obrado argumentando que el precio, al ser mayor, no daría origen al problema planteado toda vez que la norma resguardaría sólo el derecho del vendedor de acciones a un precio inferior al de la Oferta.

Ello no resiste ningún análisis, ni se ajusta a la historia que existe de la Ley.

Cuando se analiza el proyecto en el Congreso la disposición original establecía que

> "Si dentro del plazo que media entre los 90 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 120 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación . . ., el oferente, directa o

indirectamente, . . . adquiries[e] acciones de las comprendidas en la oferta en condiciones de precio más beneficiosas que las contempladas en la oferta, los accionistas que hubieren vendido acciones en ella tendrá derecho a exigir la diferencia de precio que se haya pagado o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que hayan tenido."

Hoy la disposición es más amplia. Esa es la única diferencia. Esta cubre fluctuaciones de valor en cualquier dirección. ¿Por qué? Porque el principio, de nuevo, es que el trato, según se ha expuesto hasta la saciedad, que debe dar un oferente a los accionistas de la sociedad cuyo control pretende adquirir vía una oferta pública de adquisición de acciones, debe ser único y el mismo. Y si bien puede comprar fuera de la OPA en determinadas circunstancias, el precio al que debe hacerlo ha de ser siempre el mismo. Si no, pueden darse dos situaciones que requieren corrección. Si el precio fuera de la OPA es inferior, sin duda que se perjudica a los que ignorando la OPA venden previo a ella a un precio menor; y a la inversa, si las compras previas son a un precio superior, se le permite al oferente omitir el tratamiento simétrico que debe dar a todos los accionistas y, en el extremo, puede terminar frustrando todo el propósito que vino a corregir el Título XXV de la Ley, cual era que se compartiese el premio de control con todos, no con uno o más accionistas, normalmente en posición de control o de otro modo más favorable en términos relativos que los de otros accionistas, de la misma sociedad.

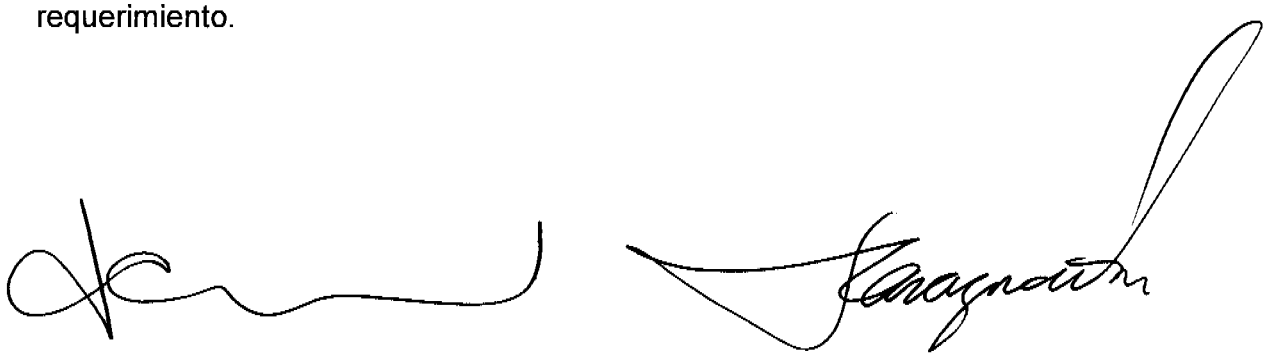
Por ejemplo, si previo a la oferta se pueden comprar acciones a un precio mayor al de ella, lo que se llega a permitir es la posibilidad de premiar el control del accionista controlador o privilegiado al que se quiera favorecer, pagando por una fracción de sus acciones un precio mayor que el que se le ofrece al resto, con lo cual este accionista privilegiado obtiene para si el total del premio del control que la legislación ha querido que se comparta por igual entre todos los accionistas.

El tenor literal del Artículo 201 es de una amplitud que no admite duda alguna, concluyendo que "los accionistas que las hubieren vendido [las acciones a menor precio] tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado". Es decir, la diferencia se calcula en relación al más alto precio que se haya pagado, ya en la oferta ya en las adquisiciones fuera de ella. Si el Artículo 201 estuviese establecido sólo con el objeto de compensar a quienes vendieron sus acciones a menor precio que el de la OPA, la frase citada se habría limitado a establecer que se pagaba a los perjudicados el precio de la oferta, lo que en realidad no se hace.

Más allá de este conflicto que atañe a Cencosud y los accionistas todos de Paris, creemos que tendría consecuencias impredecibles omitir aclarar al señor Horst Paulmann y sus asesores el alcance y sentido que debe darse al Artículo 201. De lo contrario, el precedente que se establecerá permitirá a otros justificar asimetrías en el trato que dan a accionistas en posición de privilegio relativo frente a otros, que sepultarán la finalidad que se tuvo en vista cuando se introdujo la legislación relativa a cambios de control de sociedades que hiciesen ofertas publicas de acciones, que se aplica en este caso.

En todo caso lo que sí nos parece que la Ley prohíbe es anticipar el lanzamiento de una oferta como la OPA y no hacerlo sino hasta tiempo después en la forma que prescriben las normas. Si bien es cierto que la ley no previó esta situación, creemos que las formalidades que se exigen a una oferta pública de acciones obligatoria (no voluntaria) y la exigencia de que sea irrevocable, hacen presumir que cuando se lanza una, debe hacérselo de una vez, sin preámbulos. Y si concluimos esto, y por otra parte recordamos que la ley, en el mismo Artículo 201 que citamos, prohíbe compras durante una oferta pública de adquisición de acciones, parece razonable concluir que si se ha de permitir lo que aquí ha hecho

Cencosud, debieran estarle hoy prohibidas las compras que ha realizado si se hacen luego de habérsele revelado al mercado la intención de control y términos esenciales, como el precio, de su OPA.

POR TANTO,

Al Señor Superintendente de Valores y Seguros respetuosamente pedimos: tener presente lo expuesto al momento de resolver la presentación de fecha 24 de febrero de 2005, que le presentara nuestra representada, Nahuel S.A., y en virtud de lo expuesto en la presente y la impugnación que presentamos se acoja nuestro requerimiento.