

Santiago, 24 de febrero de 2005

Señor
Alejandro Ferreiro Yazigi
Superintendente de Valores y Seguros
Superintendencia de Valores y Seguros
Presente



De nuestra consideración:

Consortio Financiero S.A., en su calidad de accionista de Empresas Almacenes Paris S.A., en adelante "Paris", comunica a Usted las conclusiones del análisis jurídico que ha hecho de la oferta pública de adquisición de acciones de Paris, en adelante la "OPA", publicada con fecha 16 de febrero de 2005 por Cencosud S.A., en adelante "Cencosud", con el objeto de adquirir la totalidad de las acciones de Paris, en adelante las "acciones Paris", que no sean de propiedad de Cencosud, y formula las peticiones que se indican al final de la presente.

A.- Antecedentes revisados

Para hacer este análisis hemos revisado el aviso de la OPA publicado con fecha 16 de febrero en los diarios El Mercurio y la Tercera; el Prospecto de la OPA presentado por Cencosud, en adelante, el "Prospecto de la OPA"; la solicitud de registro, en adelante la "Solicitud de Registro", de las acciones de nueva emisión de Cencosud que se ofrecen en canje a los señores accionistas de Paris, en adelante las "acciones Cencosud", y los documentos que forman parte de la misma, incluyendo el documento que se acompaña como estimación pericial de las acciones Paris emitido por don Jorge Errázuriz Grez, Director Finanzas Corporativas de Celfin Capital Servicios Financieros S.A., copia de la escritura pública a la que fue reducida el acta de la Junta de Accionistas de Cencosud celebrada con fecha 31 de enero de 2005, en adelante la "Junta de Cencosud", en que se aprobó la emisión de las referidas acciones, y copia de la escritura pública en que consta el acta de la sesión de directorio de Cencosud de igual fecha; el Convenio de Cesión de Acciones suscrito por Consortio Financiero S.A., Inversiones Río Azul S.A. (vinculada a Quiñenco S.A.), Inversiones y Rentas Cerro Verde Limitada (vinculada a don Jorge Gálmez Puig) y Lemoniz S.A. (vinculada a la familia Ugarte Hernández), de fecha 5 de octubre de 2004, debidamente registrado en Paris, en adelante el "Convenio de Cesión de Acciones"; el Acuerdo Marco y Pacto de Accionistas suscritos por Cencosud S.A. y don Horst Paulmann, por una parte y Mehuin S.A., sociedad controlada por don Jorge Gálmez Puig, y éste último, de fecha 13 de enero de 2005, en adelante el "Acuerdo Marco" y el "Pacto de Accionistas", respectivamente.

B.- Análisis jurídico de la OPA y de los acuerdos adoptados en la Junta de Cencosud.



Con fecha 16 de febrero de 2005, apareció publicado en el diario El Mercurio de Santiago y en el diario La Tercera, el aviso de inicio de la OPA por la totalidad de las acciones Paris. Los términos y condiciones de la OPA constan tanto del referido aviso como del Prospecto de la OPA. Es necesario destacar desde ya que Cencosud ofrece a los accionistas de Paris que resuelvan participar en la OPA pagarles las acciones que decidan ofrecerle mediante la entrega de acciones Cencosud, fijando una relación de canje de 1,1871 acciones Paris por cada acción de Cencosud, en adelante la “relación de canje”.

A continuación presentamos un análisis de las deficiencias formales y sustantivas que afectan a la OPA y a los acuerdos de aumento de capital adoptados en la Junta de Cencosud. Nos hemos permitido abordar estos últimos acuerdos por parecernos que un análisis jurídico de la OPA no puede dejar de lado un examen de la legalidad y suficiencia de éstos, ya que son la fuente de la cual nacen las acciones Cencosud que constituyen el medio de pago de las acciones Paris que son objeto de la OPA.

I.- Deficiencias formales de la OPA

En conformidad con la Norma de Carácter General N° 104, si en una oferta pública de adquisición de acciones se ofreciere pagar en valores, deberá hacerse expresa mención a los métodos de valuación y conversión utilizados para establecer la relación de canje.

El Prospecto de la OPA no cumple con el requisito establecido precedentemente o lo cumple de una manera insatisfactoria.

II.- Deficiencias sustantivas de la OPA

1.- Oferta pública de colocación de acciones Cencosud

En conformidad con los artículos 4, 6 y 60 de la Ley de Mercado de Valores, en adelante LMV, y con lo dispuesto en la NCG N° 30 y demás normas complementarias, sólo pueden ser objeto de oferta pública los valores registrados en el Registro de Valores, en adelante el “Registro”, de la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante “SVS”.

Cencosud al ofrecer pagar a los destinatarios de la OPA las acciones que éstos decidan ofrecerle con acciones Cencosud, está, en el hecho, haciendo oferta pública de éstas. Considerando que las acciones Cencosud no están inscritas en el Registro, Cencosud está infringiendo las normas citadas en el párrafo anterior y desconociendo las facultades de la Superintendencia para reparar, observar o rechazar el registro de las referidas acciones Cencosud.

En efecto, la OPA tendría la calidad de medio u oferta de adquisición de acciones de Paris y forma y oferta de colocación de acciones de nueva emisión de Cencosud, todo ello públicamente.

Cabe hacer presente que las disposiciones de los artículos 4, 6 y 60 de la LMV no distinguen entre ofertas condicionadas, sujetas a otras modalidades o puras y simples, sino

que simplemente prohíben y penalizan, respectivamente, la oferta pública de valores no inscritos en el Registro.

Por su parte, las ofertas públicas de adquisición de acciones reguladas en el Título XXV de la LMV son irrevocables y además, tienen efectos jurídicos desde la fecha de su publicación, es decir, no pueden sujetarse a condición suspensiva alguna. La letra h) del artículo 203 de la LMV solo admite condiciones o eventos de caducidad de la oferta.

Por consiguiente, la OPA es una oferta pública, irrevocable y actual de valores - acciones Cencosud- no inscritos en el Registro, en infracción a los artículos 4, 6 y 60 de la LMV.

A lo anterior debe agregarse que Cencosud no sólo ha efectuado la oferta de colocación de sus acciones de nueva emisión a través de la OPA, sino que ha establecido que la condición de caducidad de esta última consistente en el evento que las acciones Cencosud no sean inscritas en el Registro, ha sido incluida en su solo beneficio y en consecuencia es renunciable a su entero arbitrio. Es decir, Cencosud se reserva desde ya el derecho de colocar sus acciones de nueva emisión, a través de la OPA, aun cuando éstas no resulten inscritas en el Registro. En cualquier caso, si Cencosud retirara este elemento discrecional de tal condición de caducidad de la OPA, ésta continuaría, naturalmente, gravemente viciada por el hecho de hacer oferta irrevocable, actual y pública de valores no registrados.

La infracción constatada en este número 1.- debiera bastar para que la SVS exija a Cencosud el inmediato retiro de la OPA, sin perjuicio de las demás sanciones que puedan corresponder en conformidad con las normas de la LMV.

2.- Forma de pago admitida por la ley tratándose de ofertas públicas de adquisición de acciones.

El artículo 203, letra c) de la LMV solo admite como forma de pago del precio de acciones ofrecidas adquirir mediante una oferta pública de adquisición de acciones, dinero o valores de oferta pública. Es del caso que las acciones Cencosud, que ésta ofrece entregar en pago a los accionistas de Paris que decidan ofrecerle sus acciones Paris, no son a la fecha valores de oferta pública, por no haber sido inscritas en el Registro.

Esta sola infracción debiera bastar para que la SVS exija a Cencosud el inmediato retiro de la OPA.

3.- Título traslativo y calidad de acciones de Cencosud incluidos en la OPA

La OPA, según sus propios y reiterativos términos, constituye una oferta de adquisición de acciones Paris mediante su compraventa. Esto significa que, de prosperar la OPA, Cencosud estará comprando acciones Paris y los accionistas de esta última, en igual escenario, estarán vendiendo acciones Paris y recibiendo en pago del precio de tal compraventa, acciones Cencosud.

A este respecto puede señalarse:

- a) La OPA no determina el precio de la compraventa a que ella misma se refiere, careciendo la compraventa propuesta, por consiguiente, de un elemento esencial, que compromete gravemente su eficacia jurídica. La existencia en la OPA de una relación de canje de acciones Paris por acciones Cencosud no permite superar la carencia antes señalada, según opinión uniforme de los tratadistas.
- b) Dado que lo que se ofrece celebrar es una compraventa, ésta no permitirá a los accionistas de Paris suscribir y pagar las acciones Cencosud (emitidas pero no pagadas) que reciban en pago en conformidad con la OPA, mediante el aporte de sus acciones Paris. En efecto, como consecuencia jurídica del contrato de compraventa nacerá para los accionistas titulares de acciones Paris que acepten ofrecer sus acciones en la OPA la obligación de entregarlas y cumplir con sus obligaciones de saneamiento, y para Cencosud la obligación de entregar las acciones Cencosud. Luego, los primeros en rigor recibirán como contraprestación a la compraventa de sus acciones Paris unas acciones Cencosud emitidas, pero no pagadas. Distinto sería el caso si la transacción propuesta en la OPA no fuera una compraventa sino un aporte de acciones Paris para suscribir y pagar acciones de nueva emisión de Cencosud. Distinto sería igualmente el caso, si tras la compraventa de las acciones Paris, Cencosud quedara adeudando el precio de las acciones Paris compradas y los vendedores de éstas el valor de colocación de las acciones Cencosud recibidas y posteriormente se hiciera operar una compensación de los créditos recíprocos. Nada de esto ocurre en conformidad con la OPA.

Las graves omisiones y confusiones conceptuales de carácter jurídico destacadas en los párrafos precedente debieran servir de base para que la SVS proceda, en ejercicio de las facultades que le confiere el artículo 214 de la LMV, a la inmediata suspensión de la OPA, en tanto los términos de la misma no se ajusten a derecho y se aclaren los títulos traslaticios involucrados y la calidad de las acciones Cencosud que se entregarán a los accionistas de Paris que acepten participar en la OPA.

4.- Falta de igualdad entre los accionistas destinatarios de la OPA

Uno de los objetivos principales que persigue el marco jurídico que regula las ofertas públicas de adquisición de acciones es que éstas se formulen en términos y condiciones igualitarios para todos los accionistas destinatarios de las mismas.

Basta leer el Acuerdo Marco celebrado entre Cencosud S.A. y don Horst Paulmann K. por una parte y por Mehuin S.A. y don Jorge Gálmez P., por la otra, para constatar que este principio, recogido inequívocamente en los artículos 199, 201, 203, 208 y 209 de la LMV, ha sido infringido.

En efecto, en virtud del Acuerdo Marco, Cencosud asegura a Mehuin, uno de los destinatarios de la OPA, un crédito para reemplazar las obligaciones de esta última sociedad actualmente garantizadas con acciones Paris, con el objeto de que pueda cumplir



con sus obligaciones bajo el Acuerdo Marco (cláusula Novena de este último), incluyendo, previa autorización de las partes del Convenio de Cesión de Acciones, la de participar en la OPA (Acuerdo Marco, Cláusula página 8 de 23, párrafo final). De esto modo, todos los demás accionistas de Paris que quieran participar en la OPA deberán buscar la forma y medios financieros para alzar las garantías que pesan sobre sus acciones Paris que deseen vender a Cencosud, ya que ésta última sólo adquirirá acciones libres de gravámenes constituidos a favor de "terceros", en tanto Mehuin tiene garantizados dicha forma y medios financieros.

Por otra parte, en conformidad con el mismo Acuerdo Marco, Cencosud se obliga a pagar una compensación a Mehuin, destinatario de la OPA, si la relación de canje de acciones emitidas por Paris por acciones emitidas por Cencosud establecida en una futura fusión fuera menos beneficiosa para Mehuin que la establecida en la OPA. ¿Qué quiere decir esta compensación?. Que Mehuin puede optar por vender sus acciones en la OPA o esperar los términos de una ulterior fusión en la que, en el peor de los casos, se le pagará una suma de dinero que le permita obtener los mismos beneficios que habría recibido si es que hubiera participado en la OPA. Ninguno de los otros accionistas de Paris, destinatarios de la misma OPA, cuenta con este muy relevante beneficio. Por el contrario, a ellos se les pone en la disyuntiva absoluta de aceptar vender en la OPA o quedar expuestos a una fusión en términos, plazos y condiciones que no conocen y que Cencosud determinará a su arbitrio contando al efecto con el voto desde ya garantizado de las acciones emitidas por Paris pertenecientes a Mehuin, según consta en el Pacto de Accionistas.

En conformidad con lo expuesto, existen fundamentos suficientes para que la SVS, haciendo uso de las facultades que le confiere el referido artículo 214, suspenda la OPA, en tanto Cencosud no acceda a modificar sus términos de manera de hacerla equitativa e igualitaria para todos los accionistas de Paris, reconociendo a todos estos últimos, los beneficios concedidos a Mehuin en conformidad con el Acuerdo Marco, consistentes en una fórmula de refinanciamiento de sus pasivos garantizados con acciones Paris que les permita participar en la OPA y en el establecimiento de una relación de canje mínima garantizada para el caso de una futura fusión.

5.- Fusión de Paris en Cencosud.

La Junta de Cencosud, el Acuerdo Marco, el Pacto de Accionistas y la propia OPA dan cuenta de la intención clara de Cencosud y Mehuin de fusionar Paris y Cencosud, absorbiendo ésta a la primera.

A este respecto, cabe preguntarse por qué la administración de Cencosud no se acercó a la administración de Paris y le propuso iniciar derechamente negociaciones tendientes a una fusión de las empresas, conducidas en beneficio e interés de todos los accionistas de ambas compañías. Ello hubiera permitido desarrollar un procedimiento transparente de valorización de ambas compañías y un análisis informado de los accionistas de ambas empresas para concurrir en las instancias pertinentes a aprobar o a rechazar la fusión.



Por qué, si la intención es llegar a la fusión, se estructuró la operación en dos fases, primero OPA, intentar asegurar más de dos tercios de las acciones Paris con derecho a voto y posteriormente iniciar la discusión o negociación sobre la fusión de Paris y Cencosud, en términos no revelados al resto de los accionistas de Paris.

Creemos que la respuesta está en las normas que protegen a los accionistas minoritarios en los procesos de fusión, a saber:

- Derecho a que los directorios de las compañías involucradas conduzcan las negociaciones tendientes a la fusión en interés de todos los accionistas;
- Derecho a conocer y evaluar la situación de las compañías participantes en la fusión, mediante el análisis de informes periciales y estados financieros auditados de dichas empresas (y no solo de una de ellas como ocurre en la figura estructurada por Cencosud y Mehuin), lo que además permite una valorización de ambas empresas sobre antecedentes fehacientes (y no la tímida valorización que se intenta en el Informe que se singulariza en el número 2.- del acápite III siguiente, según se constata en el mismo; folios 48 y 49 de la Solicitud de Registro).
- Determinación de la relación de canje accionario sobre la base de los antecedentes señalados en el párrafo anterior y en función de los intereses de los accionistas afectados por el proceso de fusión.
- Finalmente, derecho de retiro de los accionistas que juzguen inconveniente la fusión aprobada por sus pares.

Con el procedimiento implementado por Mehuin y Cencosud, según consta en el Acuerdo Marco, se ha impedido el ejercicio de los derechos antes señalados tanto para los accionistas de Paris como para los accionistas minoritarios de Cencosud, con el agravante comentado en el acápite 4.- anterior, de que al accionista Mehuin se le reconocen derechos para el evento de la fusión que no tendrán los restantes accionistas de Paris.

Cabe destacar que si la OPA resultara completamente exitosa (ella se formula para adquirir el 100% de las acciones Paris) Cencosud habrá en el hecho absorbido a Paris, sin que los accionistas de la primera pudieran optar al ejercicio del derecho de retiro que les confiere el artículo 69 de la Ley de Sociedades Anónimas, en adelante "LSA".

En consecuencia, nos parece que el Acuerdo Marco contiene una fórmula de fusión de Cencosud y Paris que permite evitar el ejercicio de los derechos que habrían tenido los accionistas minoritarios de Paris y Cencosud y muy en especial los de aquellos que no quieran o no puedan concurrir a la OPA, en caso que la operación de integración propuesta se hubiera realizado regularmente.

Sin perjuicio de lo anterior, es necesario hacer presente que la OPA ha sido emitida en un ambiente jurídico (Acuerdo Marco y Pacto de Accionistas) y económico (amplias declaraciones) en el que los destinatarios de la misma dan por supuesta la fusión de Paris y Cencosud. Luego, evalúan la OPA y, por consiguiente, la conveniencia de aceptar en pago las acciones Cencosud, incorporando las supuestas sinergias y beneficios que se derivarían de tal fusión. Por su parte, en conformidad con el Acuerdo Marco y el Pacto de Accionistas



es claro que la fusión, en el evento de declararse exitosa la OPA, se hará en los términos y condiciones que Cencosud dicte, los que Mehuin se obliga a acatar y a votar favorablemente en todas las instancias de Paris.

Es del caso que no existe antecedente público alguno sobre los términos y condiciones en que se materializará tal fusión, el plazo en que la misma se propondrá y las razones que justifican dicho plazo. La falta de esta información nos parece fundamento suficiente para que la SVS haga uso de las facultades que le confiere el artículo 214 de la LMV y proceda a suspender la OPA en tanto Cencosud no aclare dichos conceptos, en cumplimiento de lo dispuesto en los artículos 9 y 10 de la LMV, sin perjuicio de las demás medidas que puedan adoptarse para asegurar los derechos de los accionistas en un proceso de fusión.

6.- Adquisiciones de acciones emitidas por Paris durante el mes de enero de 2005.

Conforme se señala en la Oferta y en el Prospecto de la Oferta, Cencosud procedió a adquirir, indirectamente, la cantidad de 445.696 acciones emitidas por Paris en Bolsas de Valores, entre los días 20 y 28 de enero de 2005. Atendida la existencia del Acuerdo Marco tales adquisiciones debieron informarse en cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 12 de la LMV, deber que no se habría cumplido.

Es del caso que durante los días referidos en el párrafo anterior las transacciones de acciones Paris fluctuaron entre los siguientes valores:

BOLSA DE COMERCIO

Fecha	Cierre	Mayor	Menor	Medio
20/01/2005	831,1	835,0	805,0	828,7
21/01/2005	825,0	835,0	820,0	823,3
24/01/2005	820,0	824,0	820,0	823,1
25/01/2005	816,3	820,0	815,0	818,4
26/01/2005	815,0	816,5	805,0	811,6
27/01/2005	810,0	810,1	800,0	809,2
28/01/2005	790,1	810,0	790,0	803,4

BOLSA ELECTRONICA

Fecha	Precio Cierre	Mayor	Menor	Medio
20/01/2005	835,0	835,0	820,0	829,5
21/01/2005	825,0	825,0	824,9	825,0
24/01/2005	820,0	820,0	820,0	820,0
25/01/2005	815,8	820,0	815,8	819,5
26/01/2005	816,5	816,5	816,5	816,5
27/01/2005	810,0	810,0	800,0	810,0
28/01/2005	790,0	810,0	790,0	799,4



Como se aprecia en la información anterior, las adquisiciones de acciones Paris efectuadas por Cencosud durante el mes de enero pasado sólo pudieron realizarse a un precio significativamente superior al valor implícito asignado a las acciones Paris en la OPA y pagadas en dinero efectivo.

Cabe tener presente que el Acuerdo Marco, plenamente vigente, da cuenta de un inequívoco acuerdo de accionistas tendiente a obtener el control de Paris. Con este antecedente queda claro que con la primera de las adquisiciones referidas en los párrafos anteriores, Mehuin y Cencosud pasaron a formar parte de un acuerdo de actuación conjunta que tiene por objeto adquirir el control de Paris, según se reconoce en el propio Acuerdo Marco y en conformidad con lo dispuesto en el artículo 98 de la LMV. Luego, toda adquisición posterior debió estar precedida de una oferta pública de adquisición de acciones.

En estas circunstancias, dado que la ley consagra la obligación de toda persona que quiera tomar el control de una sociedad que hace oferta pública de sus acciones, de hacer la correspondiente oferta pública de adquisición de acciones en términos igualitarios (con las excepciones que la ley establece, ninguna de las cuales es aplicable al caso que nos ocupa), es un derecho correlativo de todos los accionistas de la misma sociedad el que se les compre sus acciones en ésta en iguales términos y condiciones que los convenidos en la primera de las adquisiciones realizadas por el pretendiente controlador con el objeto de tomar el control de la respectiva sociedad.

En el caso de Cencosud, lo dicho en el párrafo anterior es especial y claramente aplicable, considerando que antes de efectuar las adquisiciones de acciones emitidas por Paris durante el mes de enero pasado ya tenía el propósito explícito y público de controlar Paris. Luego, todas y cada una de las adquisiciones de acciones emitidas por Paris efectuadas por Cencosud van progresivamente permitiendo a esta última tomar el control de aquélla. No es la primera adquisición, ni la última -por la que logrará hacerse en suma de un porcentaje controlador-, las que se encuentran regidas por el artículo 199 y siguientes de la LMV, sino todas las adquisiciones.

De esta forma, el precio pagado en las transacciones de enero, al menos, el pagado a partir de la segunda transacción realizada, es el precio igualitario que Cencosud debe ofrecer a todos los accionistas de Paris y ciertamente la oferta debe ser pagadera en dinero, tal como ocurrió en aquellas transacciones.

En conformidad con lo expuesto, existen fundamentos suficientes para que la Superintendencia de Valores y Seguros, haciendo uso de las facultades que le confiere el referido artículo 214, suspenda la OPA, en tanto Cencosud no acceda a informar el precio específico de cada transacción realizada sobre acciones Paris durante el mes de enero pasado y a modificar los términos de la OPA de manera de hacerla equitativa e igualitaria con las transacciones a través de las cuales inició la toma de control de Paris.



III.- Deficiencias del aumento de capital de Cencosud.

Atendido que Cencosud ofrece pagar las acciones Paris objeto de la OPA mediante la entrega de acciones Cencosud, nos hemos abocado a revisar los antecedentes relativos al aumento de capital de Cencosud del cuál emanan estas acciones.

Las conclusiones a las que se arriba después de analizar los antecedentes del aumento de capital referido en el párrafo anterior no son mejores que las expuestas respecto de la OPA. En efecto, el aumento de capital y su implementación a través de la OPA están plagados de deficiencias según se explica a continuación.

1.- Junta Extraordinaria de Accionistas

- a) Los acuerdos adoptados en la Junta Extraordinaria de Accionistas de Cencosud celebrada el 31 de enero de 2005, relacionados con la aceptación de acciones Paris como bienes susceptibles de aporte de capital a Cencosud y con la delegación de la valorización y determinación de tales aportes en el directorio de esta sociedad, infringen claramente el inciso tercero del artículo 15 de la LSA.

El artículo 15 de la LSA, en su inciso tercero, exige que los aportes no consistentes en dinero que pretendan darse en pago de aumentos de capital y su estimación pericial sean aprobados por la Junta de Accionistas de la respectiva sociedad. El citado inciso del artículo 15 no permite una aprobación genérica de bienes susceptibles de ser aportados, sino que exige la aprobación de uno o más aportes concretos y específicos que vayan a constituir la contraprestación precisa a que se obligará el suscriptor en el respectivo contrato de suscripción de acciones -y ya sea que se trate de aportes de especies o de una cantidad de bienes de un género determinado-, y de su valor o dicho de otro modo de la parte del incremento de capital que tales aportes pagarán.

El mismo artículo 15, en su inciso primero, efectivamente admite que los estatutos de las sociedades anónimas permitan el pago de las acciones emitidas en dinero o en otros bienes, no obstante, ello en ningún caso restringe, ni elimina la aplicación del inciso tercero de la misma norma referido en el párrafo precedente. Aun cuando esté permitido genéricamente el pago de acciones en bienes, cada vez que vaya a pagarse un aumento de capital el "aporte específico y concreto" que vaya a realizarse a la sociedad en bienes distintos de dinero y su estimación pericial deben ser previamente aprobados por la junta de accionistas respectiva.

La Junta de Cencosud resolvió, con voto de mayoría, que el aumento de capital podría pagarse en dinero o en acciones emitidas por Paris. Por consiguiente, cumplió sólo con el inciso primero del referido artículo 15. No obstante, tal aprobación genérica en ningún caso resulta suficiente para dar cumplimiento al inciso tercero de la misma norma, que obliga, como señaláramos, a que la Junta apruebe en términos concretos y específicos cada aporte que vaya a realizarse en

bienes no consistentes en dinero, y su valor o la parte del incremento de capital que se pagará con los mismos.

Por otra parte, la Junta de Cencosud acordó, con voto de mayoría, delegar en el Directorio de la sociedad la determinación de la relación de canje de las acciones emitidas por Paris por acciones Cencosud. Para ello le fijó como parámetro una valorización de las acciones emitidas por Paris en un rango que corre desde los \$497 por acción y hasta los \$1.060 por acción.

Lo anterior significa que el Directorio de Cencosud, dependiendo de cual sea el valor que fije dentro el rango señalado, determinará cuántas acciones emitidas por Paris o fracción de las mismas (en el techo del rango) se requerirán para pagar una parte o el total del aumento de capital aprobado.

Como se aprecia claramente, no fue la Junta de Cencosud, sino que será el Directorio de esta sociedad, quien determinará y aprobará el "aporte específico y concreto" de acciones emitidas por Paris (la cantidad de ellas que se recibirá en aporte es función de la relación de canje que establezca el Directorio), su valor y por consiguiente la parte del aumento de capital de Cencosud que dichos valores pagarán.

Lo anterior no resiste análisis alguno. La LSA no permite en forma alguna la delegación que la Junta de Cencosud hizo en el Directorio de la misma sociedad, la que, por lo tanto, es completamente inválida.

Cabe destacar que en materias de aumento de capital, la delegación de las facultades de la junta de accionistas en el directorio de la misma sociedad es excepcionalísima. Así, tratándose de la determinación del valor de colocación de acciones de pago, el artículo 26 de la LSA dispone que tal facultad corresponde a la junta. La ley no prevé delegación alguna de facultades en el directorio en esta materia. Ella solo aparece en el artículo 28 del reglamento de la LSA. Sin embargo, para que tal delegación así limitada sea válida, la junta de accionista debe establecer los rangos de valor dentro de los cuáles el directorio de la sociedad puede hacer la determinación definitiva del precio de colocación. No obstante lo anterior, la ley no autoriza delegación alguna para la determinación y valorización de aportes en bienes no consistentes en dinero, ni para la determinación de la cantidad de tales bienes susceptibles de recibirse como aporte (tampoco lo hace ni podría hacerlo el Reglamento).

Si la delegación efectuada en la Junta de Cencosud pretendiera basarse en el artículo 28 del Reglamento de la LSA, ello resulta completamente improcedente, por no corresponder a la materia a la que se refiere esta última norma, en un doble sentido, la delegación tuvo por objeto determinar y valorizar en definitiva un aporte no consistente en dinero y no puramente fijar el "precio" de colocación de las acciones de nueva emisión de Cencosud y, por otra parte, la voz "precio" que utiliza el referido artículo 28 claramente limita la aplicación de

esta norma a determinar el valor en dinero y no en el equivalente en bienes de acciones de nueva emisión.

Comentario aparte merece que en una sociedad con el grado de concentración de propiedad de Cencosud, las AFP hayan aprobado la delegación que venimos impugnando en el Directorio de la sociedad, fijando rangos de valorización tan amplios que equivalen a no haber fijado rango alguno. En efecto, los rangos de precio que se establecen en la Junta para las acciones emitidas por Paris van mas allá del simple al doble.

La norma establecida en el inciso tercero del artículo 15 de la LSA es una clara y relevante protección para los accionistas minoritarios. En el evento de que las acciones Cencosud se inscribieran en el Registro en las actuales condiciones, creemos que se sienta un peligroso precedente hacia el futuro para dicha clase de accionistas.

- b) En la Junta de Cencosud se acordó que las acciones de pago a emitir por Cencosud con cargo al aumento de capital aprobado en aquélla se ofrecerían a terceros, en el evento de materializarse la renuncia de los accionistas vinculados a la familia Paulmann, durante el período de opción preferente y en cualquier caso, al finalizar el mismo. No existe información pública que permita concluir que este período se ha iniciado. Si tal período no se ha iniciado, mediante la competente publicación, la OPA se habría iniciado en abierta violación a los estatutos de Cencosud, conforme modificados en la Junta de Cencosud.
- c) La OPA puede impedir a los accionistas de Cencosud ejercer su derecho de suscripción preferente de acciones de nueva emisión de Cencosud, mediante el aporte de acciones emitidas por Paris, no obstante que tal derecho se les reconoce expresamente en el aumento de capital aprobado por la Junta de Cencosud y que deberán ejercer en los plazos previstos por la ley para tal fin. En efecto, pendiente la OPA Cencosud no podrá, en conformidad con el artículo 201 de la LMV, recibir en pago acciones Paris y terminada y declarada exitosa la OPA, Cencosud no podrá adquirir acciones emitidas por Paris por cantidades iguales o superiores al 3% de las acciones emitidas por esta última sociedad, por aplicación del artículo 200 de la LMV, a menos que realice una nueva oferta pública de adquisición de acciones. En consecuencia, la OPA priva en los hechos a los accionistas de Cencosud de los derechos de suscripción preferente que les reconocen tanto la LSA como los estatutos de Cencosud.

Cabe recordar que en el evento que los accionistas de Cencosud decidan ejercer su derecho de suscripción preferente y pagar las acciones a que tengan derecho mediante el aporte de acciones emitidas por Paris, deben entregar y Cencosud adquirir, tales valores en el plazo de 10 días, término que a todas luces no permitiría a esta última hacer y perfeccionar una adquisición de tales acciones mediante una nueva oferta pública de adquisición de acciones.

- d) La Junta de Cencosud aprobó emitir 670.340.180 acciones de pago con el objeto de pagar un aumento de capital de \$324.793.224.014. Adicionalmente, determinó que las acciones se emitieran a un valor de colocación mínimo de \$850. Si se multiplica el número total de acciones que se autoriza emitir por el valor mínimo de colocación acordado, se obtiene un capital superior en \$244.995.928.986.- al aprobado en la Junta.

El artículo 10 de la LSA, en su inciso primero, exige que el capital de la sociedad quede fijado de manera precisa en los estatutos y solo permite su aumento o disminución por reforma de estatutos. Las únicas excepciones a esta regla están contenidas en el inciso segundo del mismo artículo 10 y en el inciso segundo del artículo 11 de la misma ley.

La anomalía detectada en la Junta de Cencosud contraviene el referido artículo 10 y el artículo quinto de los estatutos de la misma sociedad, aprobado en dicha junta de accionistas, a la vez que hace contradictorio en sus términos el acuerdo de aumento de capital y el artículo primero transitorio de los estatutos sociales acordado en la misma junta.

En efecto, el tenor de lo acordado no permite determinar con claridad si el valor del aumento de capital aprobado es de 324.793.224.014, según lo expresado en el artículo quinto de los estatutos sociales o de \$569.789.153.000.- cantidad que se obtiene de multiplicar la cantidad de acciones de pago que se autoriza a emitir por el valor mínimo de colocación fijado en la Junta de Cencosud.

- e) El certificado notarial incluido al final de la reducción a escritura pública del acta de la Junta de Cencosud no cumple cabalmente con lo exigido en el art. 67 de la LSA ya que no certifica que el acta es expresión fiel y exacta de lo "acordado" en la reunión.

2.- Estimación Pericial.

En adición a los vicios enunciados en el número 1.- precedente hemos detectado las siguientes falencias que afectan al análisis de valorización de Paris efectuado por Celfin Capital Servicios Financieros S.A. firmado con fecha 12 de enero de 2005 por don Jorge Errázuriz Grez en su calidad de Director Finanzas Corporativas, en adelante el "Informe", en tanto se presentó en la Junta de Cencosud como estimación pericial de tales valores con el objeto de dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 15 de la LSA, tantas veces citado.

- a) El emisor del Informe, Celfin Capital Servicios Financieros S.A., es el agente de colocación de las nuevas acciones y sociedad evidentemente vinculada al Administrador de la OPA, luego nos parece que razonablemente debió abstenerse de actuar como "perito" en la valoración de las acciones Paris, por el evidente vínculo e interés con la administración de Cencosud y en la consecución de la operación propuesta, respectivamente. Adicionalmente, del tenor del artículo 22 del Reglamento de la LSA no puede quedar duda acerca de



que el perito que suscriba la estimación pericial debe ser una persona natural, actuando por sí. La frase de apertura del Informe y la identificación del firmante permiten a lo menos tener una duda razonable acerca de quien firma el Informe, lo que compromete, formalmente, su validez como estimación pericial.

- b) El Informe, según sus propios términos, valoriza Paris, como empresa y no sus acciones o un grupo de ellas en particular que vayan a constituir un aporte de capital específico y concreto a Cencosud (pág 4 del informe -folio 48 del prospecto). El informe supone un aporte de Paris, en tanto tal, a Cencosud, lo que no se compadece con el tenor literal de los propios acuerdos adoptados en la Junta de Cencosud y lo expresado en la OPA. Lo que debió valorizarse era un aporte específico de una cantidad concreta de acciones de Paris.
- c) El Informe es anterior a la sesión de directorio de Cencosud que convoca a la Junta de Cencosud, a los hechos esenciales publicados por Cencosud en relación con su pretendida adquisición de Paris y a los propios acuerdos celebrados entre Cencosud y Mehuin (Acuerdo Marco y Pacto de Accionistas). Lo anterior permite suponer que el informe fue emitido para los efectos de analizar internamente el negocio que Cencosud estaba estudiando llevar a cabo y no para dar cumplimiento a lo exigido en el inciso tercero del artículo 15 de la LSA. Ello explica sus evidentes falencias, a la hora de querer utilizarlo para un propósito que no fue el suyo.
- d) Entre las falencias intrínsecas del Informe, a la hora de pretender darle el uso que la Junta de Cencosud le dio, pueden señalarse:
 - i) Está limitado en cuanto a su uso a la administración y al Directorio de Cencosud y no se extiende a su utilización en la Junta que aprueba el aumento de capital (pág 5 del informe -folio 49 del prospecto), lo que representa una limitación inadmisibles para los accionistas de Cencosud en caso que quisieran perseguir la responsabilidad del perito;
 - ii) Sus limitaciones son ajenas a un informe pericial (pág 5 del informe -folio 49 del prospecto)
 - iii) Sus resultados se presentan como alternativas no concluyentes derivadas de distintas metodologías, sin inclinarse por ninguna de ellas (pág 7 del informe -folio 51 del prospecto). En efecto, más que una estimación, el Informe contiene distintos valores de Paris -y no de un conjunto determinado de acciones a aportar a Cencosud- como resultado de distintas metodologías. A partir del valor asignado a Paris por cada una de esas metodologías se extrapola un valor para cada una de las acciones que integran el universo de las acciones emitidas por Paris. En efecto, el método de valorización por flujos de caja descontados arroja un valor para la acción Paris de \$726 (pág 19 del informe -folio 63 del prospecto). En las sensibilizaciones

explicadas (pág 20 del informe -folio 64 del prospecto) el valor no parece superar los \$775. En cualquier caso el informe no explica, ni se pronuncia sobre tales sensibilizaciones. El método de valorización por Comparables de Mercado ubica el valor de la acción de Paris entre los \$333 y los \$1157. Igualmente, el informe no explica, ni se pronuncia sobre cuál es la estimación adecuada. En el método por valorización de transacciones relevantes, el valor de la acción de Paris se sitúa entre \$235 y \$541. Finalmente, debe destacarse que: ninguna de las metodologías antes indicadas arroja un valor entre los \$497 y \$1060 como se expresa en la Junta de Cencosud y que el Informe en ningún caso valoriza un aporte específico y concreto consistente en una cantidad determinada de acciones Paris.

- iv) El informe complementario que forma parte del Informe no debió ser utilizado en la Junta de Cencosud, ya que se refiere al valor de las acciones Paris en caso de verificarse una fusión entre Cencosud y Paris, circunstancia ajena al aumento de capital para el que se le presentó.

Por las razones antes indicadas, nos parece que el Informe no satisface la exigencia del inciso tercero del artículo 15 de la LSA. Por lo demás, éste, tratándose de aportes no consistentes en dinero, demanda su estimación por "peritos" y no por "perito", con lo que cabría estimar que deberían haberse presentado en la Junta de Cencosud al menos dos informes periciales que estimaran el valor del "aporte".

C.- Conclusiones

Las deficiencias apuntadas precedentemente en relación con la OPA y con el aumento de capital de Cencosud comprometen la validez y eficacia de la OPA y de los valores que se ofrecen en pago y afectan gravemente los intereses de los accionistas de Paris, entre los cuales se cuenta el suscriptor de la presente.

Por otra parte, si se permite que la OPA y el registro de las acciones Cencosud sigan adelante en los actuales términos, nos parece que se establecen peligrosos precedentes para la operación del mercado de capitales.

D.- Petición

Por medio de esta presentación solicitamos respetuosamente al señor Superintendente de Valores y Seguros proceder a exigir a Cencosud el inmediato retiro de la OPA en tanto no se subsanen los graves defectos e infracciones que la misma contiene y conlleva.

Subsidiariamente, solicitamos al señor Superintendente disponga la inmediata suspensión de la OPA en conformidad con lo dispuesto en el artículo 214 de la LMV, en tanto esta Superintendencia analiza y resuelve la procedencia, forma y plazo para subsanar las deficiencias que se explican en esta presentación.



Saludan atentamente a Usted,

Juan Bilbao Hormaeche

A dense, dark, and somewhat illegible handwritten signature, likely belonging to Juan Bilbao Hormaeche.

Patricio Parodi Gil

A large, stylized handwritten signature, likely belonging to Patricio Parodi Gil, enclosed within a large, loopy circular flourish.