
Artículos

Martes 08 de junio de 2021

PIPEs en Chile: Situación actual y algunas ideas que podrían fomentar su desarrollo

/Carey

Por PATRICIA SILBERMAN & JAIME COUTTS

CAREY

CHILE



Las **inversiones privadas en compañías públicas¹** (en inglés, Private Investment in Public Equity, y en adelante “PIPEs”) son **transacciones** en las cuales **inversionistas privados** (generalmente inversionistas institucionales como fondos de inversión, fondos de pensiones o firmas de private equity) **compran acciones de compañías públicas que transan y ofrecen sus valores en el mercado de valores, a través de ventas directas realizadas por estas últimas** (en emisiones estructuradas como ofertas privadas de valores), y usualmente **a un precio menor al precio de**

mercado. Por las características del sistema legal chileno, dicha estructura no permitiría en principio ser aplicable en nuestro ordenamiento, no obstante que el propósito o finalidad de los PIPEs pudiera ser útil para el mundo jurídico, empresarial y económico del país.

Para dimensionar los alcances e importancia que tienen los **PIPEs** en el mundo, y los que eventualmente podrían tener en Chile (especialmente en momentos de recesión económica como los que actualmente atraviesan Chile y el mundo), se presentan a continuación dos estadísticas reveladoras: i) de acuerdo a Bain & Co., a abril de 2020 (en los albores de la crisis del Covid-19), las firmas de private equity estadounidenses tenían una disponibilidad de efectivo para invertir (en inglés, dry powder) de más de US\$2,5 trillones²; y ii) de acuerdo al portal especializado The Deal, el monto de las transacciones PIPEs en Estados Unidos de América en el tercer trimestre de 2020 alcanzó los US\$47 billones, siendo superior en un 87,72% a igual trimestre de 2019, y un 7,65% superior al trimestre anterior del 2020³. Si bien las cifras corresponden a la mayor economía del mundo, dan una referencia de la importancia que transacciones como los PIPEs tienen en momentos de estrés financiero, donde por una parte existe una gran cantidad de compañías en necesidad de capital inmediato para hacer frente a sus obligaciones y planes, mientras que por la otra existen inversionistas con disponibilidad de dinero dispuestos a invertir en dichas compañías.

El conocimiento y la utilización de los PIPEs difiere en las distintas regiones del mundo. Mientras en algunas jurisdicciones este tipo de transacciones son bastante **comunes** y el respectivo mercado ha alcanzado un grado de conocimiento suficiente sobre ellas, en otras jurisdicciones, ya sea por desinterés de los inversionistas o por impedimentos legales, **siguen siendo una opción muy lejana para los emisores y una alternativa generalmente desconocida para los inversionistas.**

De acuerdo a una investigación realizada por académicos de la Universidad de Strathclyde⁴, en Glasgow, Escocia, entre los años 1995 y 2015 el indiscutible líder en transacciones PIPEs fue Estados Unidos de América, con 19.566 transacciones. Le siguen el resto de América (excluyendo Estados Unidos de América), con 8.980 transacciones⁵, luego el mercado asiático con 5.922 transacciones, y finalmente Europa con 2.929 transacciones. La presencia sudamericana se reduce solo a dos transacciones, una en Brasil, y una en Argentina. En estadística más reciente, hasta el 31 de octubre de 2020, se habían recaudado durante el año 2020 US\$53 billones en 1.055 transacciones PIPEs en los Estados

Unidos de América, la cifra más alta desde el año 2008, en mitad de la Gran Recesión.⁶

En cuanto al desarrollo de los PIPEs en Chile, la única transacción reciente de la que se tiene conocimiento que pudiera asimilarse en cierto grado a este tipo de transacciones es la inversión de US\$120 millones realizada en 2017 por el fondo estadounidense Advent International en la operadora de casinos chilena Enjoy S.A.⁷ Debido a las limitaciones contenidas en el marco regulatorio imperante en Chile que se explicarán a continuación, en dicha operación transcurrieron más de cuatro meses desde que la transacción fue anunciada a la autoridad de valores nacional y hasta el momento en que las acciones fueron suscritas y pagadas por Advent International. Este plazo resulta excesivamente largo, especialmente para momentos de estrés financiero, por lo que podrían explorarse posibles modificaciones legales para permitir a las compañías nacionales el acceso a una fuente de financiamiento que ha demostrado su eficacia en otras jurisdicciones en momentos de dificultades económicas.

El ordenamiento jurídico vigente no permite que un PIPE se implemente en Chile con las características que tienen estas estructuras en otras jurisdicciones. Lo anterior, porque esto contravendría disposiciones legales que emisor e inversionista no están facultados para disponer. La regulación más relevante aplicable a los PIPEs en Chile se divide en tres fuentes: i) la Ley N°18.045 sobre Mercado de Valores (en adelante, “LMV”); ii) la normativa emitida por la Comisión para el Mercado Financiero (“CMF”); y iii) la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas (en adelante, “LSA”).

En cuanto a la LMV, podemos señalar a grandes rasgos que: i) los valores ofrecidos en transacciones PIPEs serían considerados como valores para efectos de la LMV; ii) hay que analizar la normativa emitida por la CMF para evaluar si los PIPEs pudieran ser considerados a) ofertas públicas exentas de registro, o b) ofertas privadas de valores; y iii) los inversores de PIPEs serían muy probablemente considerados como inversionistas calificados para efectos de la regulación de valores. Adicionalmente, y según se trata más adelante, por regla general, la LMV obliga a inscribir las acciones de compañías públicas en el Registro de Valores de la CMF, por lo que las acciones de compañías públicas emitidas en virtud de aumentos de capital deberían ser inscritas en dicho registro, salvo que se trate de una oferta exenta.

Dentro de la normativa de la CMF aplicable encontramos la recientemente dictada norma de carácter general (“NCG”) número 452. Con la dictación de

la referida NCG 452, la CMF tuvo por objeto flexibilizar las condiciones, requisitos y parámetros que rigen las excepciones de inscripción de determinadas ofertas públicas de valores, de manera de facilitar el financiamiento por parte de las empresas. En virtud de esta NCG, quedan exceptuadas del requisito de inscripción ante la CMF ciertas ofertas públicas (independiente de que sean efectuadas en bolsas de valores o fuera de ellas), incluyendo, entre otras, aquellas cuyos valores sólo puedan ser adquiridos por inversionistas calificados, y aquellas que establecen como requisito para perfeccionar cada operación, que el inversionista adquiera al menos el 2% del capital del emisor de los valores. Por lo tanto, en principio, los PIPEs podrían cumplir con los requisitos para emitir valores basados en esta NCG 452 (con el objetivo de que dicha emisión esté exenta de registro ante la CMF), salvo por el hecho de que la oferta de los derechos de suscripción preferente correspondientes pudiera ser calificada como oferta pública debido al requisito de que sea efectuada mediante publicación de avisos en periódicos.

Adicionalmente, podría resultar relevante también la NCG 336. Esta NCG dictada originalmente por la CMF en el año 2012 establece cuáles son los requisitos para que una oferta de valores no sea considerada como oferta pública de valores (y, por tanto, ofertas privadas). Al analizar los postulados de esta NCG, podría llegar a concluirse que los PIPEs podrían, en principio, cumplir con los requisitos establecidos en la referida NCG 336, y que, por tanto, podrían no ser considerados como ofertas públicas de valores para efectos de la regulación de valores chilena, pero teniendo en cuenta que no se podría hacer oferta pública de las acciones adquiridas en virtud de una transacción PIPE hasta que dichas acciones sean inscritas en el Registro de Valores de la CMF.

En cuanto a la LSA, lo primero que hay que señalar es que, dada la naturaleza misma de los PIPEs, esto es, inversiones de capital privado en compañías públicas, los emisores en dichas transacciones son necesariamente sociedades anónimas abiertas inscritas en el Registro de Valores de la CMF. Por lo tanto, las normas aplicables a dichos emisores son, justamente, las de las sociedades anónimas abiertas. Habida consideración de lo anterior, al revisar la LSA nos encontramos con dos disposiciones relevantes que obstaculizan la ejecución de PIPEs en Chile.

La primera dice relación con que, debido a las características esenciales de los PIPEs, y en particular de que dichas transacciones involucran la inversión en capital (en oposición a bonos, donde la inversión es a través de deuda del emisor), para poder emitir las nuevas acciones que serán

adquiridas por el inversionista se requiere de un aumento de capital del emisor. Por lo tanto, para aumentar el capital social con el objeto de emitir las acciones necesarias para completar la transacción PIPE se requiere la aprobación de la junta de accionistas del emisor, con un quórum de mayoría absoluta de las acciones presentes o representadas con derecho a voto en la junta, de acuerdo al artículo 61 de la LSA. Este requisito claramente va en contra de una de las características principales de los PIPEs, que es el ser un mecanismo ágil para necesidades urgentes de financiamiento, toda vez que las sociedades anónimas abiertas deben cumplir con una serie de trámites y formalidades para poder celebrar las juntas de accionistas⁸. Además, en caso que accionistas mayoritarios o relevantes dentro de la compañía se opongan a ejecutar un PIPE por ir en contra de sus intereses (aun cuando puede ser beneficioso para el interés social del emisor), pueden bloquear y/o retrasar la transacción. Por lo tanto, los costos de transacción para ejecutar los PIPEs se incrementan debido a que no solo se debe negociar con el equipo gerencial del emisor, sino que también con el directorio (para que cite a la junta de accionistas), y con los mismos accionistas que deben dar su aprobación al aumento de capital.

Luego de establecer la **obligatoriedad de la aprobación del aumento de capital por parte de los accionistas del emisor**, existe otro **obstáculo** para los PIPEs en Chile, que es quizás el más fundamental: los **derechos de suscripción preferente de los accionistas**. En cualquier aumento de capital de una sociedad anónima, una vez aprobado éste, se debe ofrecer preferentemente a los accionistas actuales del emisor, a prorrata de su participación actual en el capital social y por un periodo de 30 días, la suscripción de las nuevas acciones emitidas en virtud del aumento de capital. Esta disposición es de orden público, por lo que no puede ser obviada por el emisor, no obstante que se trata de derechos esencialmente renunciables⁹ y transferibles¹⁰. Esta obligación sin duda entrapa el cierre de transacciones PIPEs debido a que retrasa nuevamente la suscripción y pago de las acciones por parte del inversionista, quien además, a la fecha de firma de los documentos vinculantes de la transacción, no tiene certeza del resultado de este periodo de suscripción preferente, e incluso, en un escenario fatalista, podría quedarse sin acciones susceptibles a ser suscritas y pagadas si es que los accionistas no le ceden o transfieren sus derechos de suscripción preferente¹¹.

De acuerdo a lo expuesto, es posible concluir que los grandes obstáculos legales para la celebración de transacciones PIPEs en Chile se encuentran recogidos en la LSA, y especialmente en las formalidades y trámites requeridos para efectuar aumentos de capital en sociedades anónimas abiertas y en los derechos de suscripción preferente en dichos aumentos de

capital, ambos que por su carácter de orden público no pueden ser ignorados y deben ser respetados a cabalidad. Adicionalmente, encontramos también como obstáculo la obligatoriedad de inscripción en el Registro de Valores de la CMF de las nuevas acciones a emitir por compañías públicas a raíz de transacciones PIPEs, de acuerdo a lo dispuesto por la LMV.

A continuación, se presentan **cuatro propuestas de potenciales modificaciones legales** que podrían permitir agilizar el proceso de PIPEs en Chile y que buscan acercarse más a la naturaleza y características principales de los mismos, con el objeto de que el marco regulatorio chileno aplicable a este tipo de transacciones sea más eficiente para fomentar estas transacciones.

La **primera propuesta** consiste en, inspirado en lo actualmente existente en otras jurisdicciones como la estadounidense, incluir modificaciones legales que **permitan emitir las nuevas acciones sin necesidad de inscripción en el Registro de Valores de la CMF**. Este objetivo se podría alcanzar mediante dos caminos: i) mediante una modificación a la LMV que exceptúe a los PIPEs de la obligatoriedad de inscripción de las nuevas acciones a emitir; o ii) mediante una reforma a la NCG 452 que explicita la exención de registro para los PIPEs y establezca, además, que la oferta de derechos de suscripción preferente no se considerará como oferta pública de valores. Mediante la primera opción, se podrían emitir las nuevas acciones sin necesidad de inscripción, y podrían ser ofrecidas privadamente, sin embargo, para poder ser ofrecidas públicamente, las nuevas acciones deberían necesariamente ser inscritas en el Registro de Valores de la CMF en cumplimiento de la normativa vigente¹². En cuanto a la segunda opción, se podría, por ejemplo, realizar una emisión de acciones del emisor de una nueva serie (con el objeto de distinguirlas de las que estén listadas), la cual no requiera el registro de dichos valores en la CMF. Con esta propuesta, se lograría evitar demoras en virtud de la necesidad de inscripción de las nuevas acciones, haciendo más ágil el proceso de venta de acciones.

La **segunda propuesta** dice relación con **permitir que aquellas sociedades anónimas abiertas que cuenten con un comité de directores de acuerdo a lo establecido por el artículo 50 bis de la LSA, puedan facultar a dicho órgano para aprobar una transacción PIPE, pudiendo acordar un aumento de capital excepcional y la correspondiente emisión de acciones de pago, sin necesidad de cumplir con las formalidades establecidas en la LSA y pudiendo obviar las obligaciones de derechos de suscripción preferente que contiene**

la misma normativa. La disposición debiera establecer que esta facultad está restringida únicamente a momentos de necesidad plausible de financiamiento ágil y urgente del emisor, decisión que deberá ser justificada por los miembros del comité y que se le deberá otorgar a dicho órgano un presupuesto para poder contratar la asesoría económica y legal necesaria para resguardar el interés social en virtud de la transacción. Como contrapeso a esta facultad extraordinaria¹³, debiera establecerse también un límite para el monto del aumento de capital, el cual, por ejemplo, no debiera ser superior a un 10% del capital social al momento anterior de aprobarse el nuevo aumento de capital. Adicionalmente, y para evitar abusos en el ejercicio de esta facultad extraordinaria, se podría establecer también, por ejemplo, a través de una fórmula determinable¹⁴, un límite de precio mínimo al cual se debieran vender las nuevas acciones, con el objeto de otorgar un mínimo resguardo respecto a la dilución de los accionistas actuales del emisor.

El fundamento para dejar esta decisión en manos del comité de directores dice relación con evitar conflictos de interés y al mismo tiempo proteger los intereses de los accionistas minoritarios. Este órgano de administración parece estar en una mejor posición para velar por el interés social, toda vez que teóricamente no responde a algún accionista en particular (está necesariamente compuesto por al menos un director independiente, y en muchos casos, por mayoría de directores independientes), sino que, a todos los accionistas, a diferencia de lo que en la práctica ocurre respecto de los directores elegidos con los votos de accionistas controladores. Esto es particularmente relevante en Chile, donde la concentración de propiedad de las compañías públicas alcanza altos niveles, y, por tanto, el control y la toma de decisiones radica en estos accionistas controladores, en desmedro del directorio que es, finalmente, un órgano instrumental a los intereses de los accionistas mayoritarios, a diferencia de lo que ocurre en otros países, como Estados Unidos de América, donde el directorio está facultado para tomar la gran mayoría de las decisiones relevantes de la compañía, con relativa independencia de los accionistas controladores.

Una **tercera propuesta** dice relación con que en la junta anual ordinaria de accionistas de las sociedades anónimas abiertas, **los accionistas puedan facultar al directorio o al comité de directores (para aquellas sociedades que tengan dicho comité) para emitir nuevas acciones y aumentar el capital¹⁵**, sin tener que ofrecerlas preferentemente a los accionistas de la sociedad, hasta por un monto máximo y con la prohibición de que las nuevas acciones sean ofrecidas a accionistas actuales de la sociedad o a sus personas relacionadas. Esta autorización duraría hasta la

siguiente junta ordinaria de accionistas y debiera ser aprobada por un quórum de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

La **cuarta propuesta** dice relación con que se pueda establecer en los estatutos del emisor una **autorización general para que el directorio o comité de directores (para aquellas sociedades que tengan dicho comité) pueda emitir y colocar nuevas acciones de pago y aumentar el capital**, con un límite de hasta un 10% del capital social, sin la necesidad de la aprobación de la junta de accionistas ni debiendo ofrecer las acciones preferentemente a los accionistas de la sociedad, siempre y cuando sea en directo beneficio del interés social y las acciones sean ofrecidas a terceros distintos de los actuales accionistas y sus personas relacionadas. De esta manera, la legislación nacional permitiría estas emisiones excepcionales a través de una autorización establecida en los estatutos sociales de cada emisor, la cual podría ser modificada vía junta de accionistas con un quórum de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

Estas son solo algunas ideas que permitirían flexibilizar nuestras LMV y LSA para permitir la llegada de más PIPEs a nuestro país, dado que la importancia de los PIPEs en el mundo va creciendo constantemente y Chile no debería por qué alejarse de esa tendencia. Su rol en tiempos de crisis, cuando el acceso de las compañías públicas a financiamiento se hace muy engorroso, es vital.

El marco jurídico actual que resultaría aplicable a los PIPEs en Chile, si bien cumple con el rol de proteger a los accionistas minoritarios, también produce obstáculos a las compañías públicas para poder atraer capital a sus arcas. Por lo tanto, se debe buscar un equilibrio entre la adecuada protección a los accionistas minoritarios y el otorgar herramientas excepcionales a las compañías públicas para poder acceder a financiamiento en épocas de crisis.

CAREY
[Ver Perfil](#)

1 Para efectos de este artículo, el término “compañías públicas” se referirá a sociedades anónimas abiertas que transan sus valores en bolsas de valores en Chile, y no a compañías controladas por el Estado de Chile.

2 ELTON, G., MACARTHUR, H., y RAINEY, B. Bain & Co. 2020. Covid-19 Hits Private Equity: The Early Data Is Not Pretty. [en línea] <https://www.bain.com/insights/covid-19-hits-private-equity-the-early-data-is-not-pretty/> [consulta: 20

de mayo 2021].

3 SPRINGER, P. 2020. Q3 PIPEs League Tables: Most Deal, Dollars Ever. [en línea]

<https://leaguetables.thedeal.com/2020/10/16/q3-pipes-league-tables-most-deals-dollars-ever/?c=3627> [consulta: 20 de mayo 2021].

4 ANDRIOSPOULOS, D., y PANETSIDOU, S. 2018. A Global Analysis of Private Investments in Public Equity. [en línea]

<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101832> [consulta: 20 de mayo 2021].

5 Liderado abrumadoramente por Canadá, que concentra casi la totalidad de dichas transacciones.

6 JUAREZ, C. Mayer Brown. 2020. Update on the PIPE Market. [en línea]

<https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=02c8d927-d14e-4f42-bd72-39320dc9017c> [consulta: 20 de mayo 2021].

7 Otras transacciones más antiguas incluyen, entre otras, las inversiones de la International Finance Corporation (IFC) en la Compañía Agropecuaria Copeval S.A. (Copeval) y CorpBanca.

8 Si bien recientemente se dio un paso adelante en agilizar estas formalidades a través de la publicación de la Ley 21.276 el 19 de octubre de 2020, que rebajó a diez días la anticipación mínima con la que las sociedades anónimas abiertas deben notificar a la CMF de la celebración de juntas de accionistas de acuerdo al artículo 63 de la LSA, aún el cumplimiento de estos trámites obstaculiza el otorgamiento veloz de financiamiento a las compañías públicas.

9 La Ley 21.276 vino también a facilitar el proceso de renuncia de los derechos de suscripción preferente al modificar el artículo 25 de la LSA para permitir a los accionistas de sociedades anónimas abiertas el poder renunciar a este derecho en la misma junta de accionistas donde se apruebe el aumento de capital. Con anterioridad a esta modificación solo era posible renunciar en la misma junta de accionistas en el caso de sociedades anónimas cerradas.

10 En la transacción de Advent International y Enjoy, los accionistas mayoritarios de Enjoy transfirieron sus derechos de suscripción preferente a Advent International para asegurar el éxito de dicho PIPE. Por lo tanto, más que con la sociedad misma, hubo una negociación con los controladores de esta, a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos de América.

11 En jurisdicciones con mayor tradición de PIPEs, tales como Estados Unidos de América, Australia y China, no existen derechos de suscripción preferente obligatorios y raramente se encuentran establecidos en los estatutos de los emisores.

12 Una variante distinta podría ser también el establecer que la obligación de inscripción de las acciones se pueda cumplir dentro de un plazo de un año desde que son emitidas, pero que, en el intertanto, éstas pueden ser ofrecidas privadamente en virtud de la NCG 336.

13 Estos resguardos también podrían aplicar para las propuestas tercera y cuarta.

14 Por ejemplo, en base al valor bursátil promedio de la acción durante un determinado período.

15 Este tipo de autorizaciones existen en otras jurisdicciones, como es el caso de Singapur, donde la junta de accionistas puede autorizar la emisión de hasta un 20% del capital social sin apego a los derechos de suscripción preferente.