

¿ES O NO ES OPR? PRECISANDO EL CONCEPTO Y EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA REGULACIÓN SOBRE OPERACIONES CON PARTES RELACIONADAS

IS IT RPT OR NOT? SPECIFYING THE CONCEPT AND SCOPE OF RELATED PARTY TRANSACTIONS REGULATION

OSVALDO LAGOS VILLARREAL*

RESUMEN: En algunas grandes operaciones en el mercado chileno, en las que se aprecia la existencia de una situación de conflicto de intereses para el controlador de una sociedad anónima abierta, se ha discutido si esa transacción es o no es operación con partes relacionadas. La respuesta no ha sido unánime, ni de parte del mercado, ni de parte de la academia, ni entre el regulador o la justicia, lo que puede atribuirse a ciertos problemas conceptuales. Este trabajo pretende contribuir a la seguridad jurídica para este tipo de transacciones, mediante la precisión del concepto de operación con partes relacionadas, del ámbito de su regulación y por medio del análisis de los criterios de interpretación utilizados en casos difíciles que han tenido lugar en Chile.

Palabras clave: Operaciones entre partes relacionadas, conflictos de intereses, directores, sociedades anónimas, gobiernos corporativos.

ABSTRACT: In some large transactions in the Chilean market, in which the existence of a conflict of interest situation for the controller of a publicly traded company is apparent, it has been discussed whether or not that transaction is a related party transaction. The answer has not been unanimous, neither from the market, nor from academia, nor between the financial authority and the justice, which may be attributed to conceptual issues. This paper aims to contribute to legal certainty for this type of transactions, by specifying the concept of related party transactions, the scope of its regulation and by the analysis of construction criteria used in difficult cases that have taken place in Chile.

Keywords: Related party transactions, conflicts of interest, directors, corporations, corporate governance.

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, ciertas operaciones en las que se estima que el accionista controlador de una sociedad anónima se encuentra en conflicto de intereses han dado lugar a la pregunta sobre si una determinada transacción es o no es técnicamente una operación con –o entre– partes relacionadas (OPR). Si la sociedad anónima es abierta, la pregunta muchas

* Doctor en Derecho, Universidad de los Andes (Santiago de Chile). Profesor Asociado. Facultad de Derecho Universidad Adolfo Ibáñez (Santiago de Chile). Dirección postal: Av. Diagonal Las Torres 2640, Peñalolén, Santiago de Chile. Dirección electrónica: osvaldo.lagos@uai.cl. Este trabajo se enmarca en el proyecto de investigación Fondecyt regular N° 1201124, sobre problemas institucionales del sistema de gobiernos corporativo chileno.

veces se realiza al regulador (Comisión para el Mercado Financiero o CMF) por medio de una consulta, para que esta entidad elabore un dictamen. A pesar de que esto ha tenido lugar en varias oportunidades, todavía no es posible afirmar que el sistema jurídico chileno en su conjunto haya podido otorgar certeza respecto al ámbito de aplicación de la regulación sobre OPR.

En este trabajo se propone que hay un aspecto dogmático relativo al funcionamiento de los actos corporativos y claves interpretativas sobre el principio de especialidad, que explican que exista incertidumbre sobre el ámbito de la regulación de las OPR. Más allá del legítimo interés de las partes involucradas en estas transacciones por influir para la aplicación de un régimen más favorable, las precisiones expresadas pueden ayudar a una aplicación más predecible de las reglas sobre OPR, en beneficio de todos.

Dado que el ámbito de aplicación de las OPR depende de su concepto, el trabajo revisa su origen y su sentido, para luego aplicar las precisiones de la literatura jurídica a la definición de OPR del derecho positivo chileno. Posteriormente, se discute el empleo del concepto en casos emblemáticos ocurridos en Chile, dilucidando los problemas de la discusión sobre la aplicabilidad de la regulación de OPR y proponiendo claves para la interpretación, con el fin de lograr un mayor grado de certeza jurídica.

Si bien el objeto del trabajo es el análisis del concepto y ámbito de aplicación de la regulación de OPR en sociedades anónimas abiertas, la regulación del tema en sociedades anónimas cerradas es, sustancialmente, análoga en cuanto a estos dos aspectos. En consecuencia, *mutatis mutandis*, el análisis contenido en este trabajo es útil para delinear el concepto y el ámbito de aplicación de la regulación de OPR en sociedades anónimas cerradas.

I. EL CONCEPTO DE OPR

1. EL ORIGEN DE LA REGULACIÓN SOBRE OPR

La normativa sobre operaciones con partes relacionadas corresponde a una técnica para regular ciertos tipos de conflictos de intereses, que se originó en Inglaterra¹. La noción de parte relacionada es un concepto que proviene de la contabilidad, específicamente, de los principios de contabilidad redactados por el *International Accounting Standards Committee*

¹ DAVIES (2019) p. 361; Houben (2020) pp. 7-11. La regulación inglesa proviene de principios del *Common Law* derivados de sentencias del siglo XIX, que tratan a los ejecutivos y directores que se encuentran en conflictos de intereses como fiduciarios. Esta regulación se mantuvo por muchos años limitada a las OPR entre los directores y la sociedad en la que ejercen su cargo en las sucesivas versiones de la *Companies Act* inglesa. Solo a partir de 2015 se incorporan a la *Companies Act* reglas que afectan al administrador en las sombras (*shadow director*), que pueden afectar a un accionista controlador (en la medida en que se encuentre directamente involucrado en la gestión). Pero esto no quiere decir que la regulación sobre OPR afecte solamente a los directores en el Reino Unido. Como explica Davies (2022) p. 2, las sociedades que cotizan en la bolsa de valores de Londres (*London Stock Exchange*), deben someterse a las *Listing Rules*, en las que los “accionistas sustantivos” (aquellos que cuenten con más del 10% de las acciones) quedan sujetos a la regulación sobre OPR (*FCA Handbook, Listing Rules, Chapter 11 (‘Related Party Transactions’)*). Esta regulación proviene de la década de 1990 y era elaborada por la propia *London Stock Exchange*. No obstante, las *Listing Rules* son actualmente elaboradas por la *Financial Conduct Authority*. Como queda de manifiesto, ya desde la década de 1990, no solo los directores sino, también, los *substantial shareholders*, de las grandes sociedades que cotizan en la bolsa londinense están sujetos a la regulación sobre OPR en el Reino Unido.

ya a partir de 1983, regulación que está actualmente contenida en la NIC 24². La influencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE) y el prestigio de su mercado de valores determinó que esta última emitiera la *Shareholders Rights Directive 2*, que en su artículo 9 *quater* incorporó una regulación sobre OPR a la *Shareholders Rights Directive 1*³. Los países miembros de la UE debieron adoptar una regulación sobre OPR, dentro de los márgenes establecidos por la directiva. De este modo, ocurrió que países que cuentan con normativa especial para grupos de sociedades –como Alemania o Italia–, que contemplan mecanismos para afrontar conflictos de intereses en operaciones intragrupo, debieron sumar a ellos la técnica de las OPR. De todas formas, el antecedente de esta directiva puede encontrarse en los sucesivos Códigos de buenas prácticas adoptados en los diversos países europeos a principios del siglo XXI y en las recomendaciones de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)⁴.

Esto no quiere decir, naturalmente, que en otros países no haya podido encontrarse, previamente, otras técnicas para lidiar con problemas de conflictos de intereses de directores, ejecutivos o controladores. En lo que respecta al conflicto de intereses que tiene lugar a propósito de operaciones entre el controlador y la sociedad que controla, la respuesta del derecho de Estados Unidos ha sido la *entire fairness rule*⁵. En Alemania, la técnica para resolver estos conflictos es el derecho especial de grupos de sociedades⁶. Algunas jurisdicciones, como Italia o Francia, contemplan tanto una regulación sobre OPR como una regulación sobre derecho de grupos.

En Chile, como cabría esperar, no existió propiamente una regulación de OPR en el régimen legal anterior al de LSA (promulgada en 1981). La redacción original de LSA contempló una regulación sobre conflictos de intereses, pero acotada a los directores y sus relacionados, seguramente inspirada en la regulación anglosajona⁷. En rigor, Chile cuenta con una regulación sobre OPR a partir de 2009, gracias a la adopción de los estándares de contabilidad IFRS y de la incorporación del nuevo título XVI de la LSA (titulado “de las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas y sus filiales”), por

² Norma Internacional de Contabilidad 24: información a revelar sobre partes relacionadas, administrados por la *International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation* (<https://www.ifrs.org/>) y redactados por la *International Accounting Standards Board (IASB)*. En Chile, las entidades emisoras de acciones de mayor presencia o patrimonio bursátil fueron obligadas a emitir sus estados financieros bajo IFRS desde el año 2009 (Oficio Circular N° 427 de 28 de diciembre de 2007, Superintendencia de Valores y Seguros (actual CMF)).

³ LATORRE (2020) pp. 67-68.

⁴ En particular, OECD (2012).

⁵ Véase DAMMAN (2020) pp. 235-240, quien realiza una comparación de la regla de *entire fairness* con el sistema alemán de derecho de grupos)

⁶ Véase Tröger (2020) pp. 218-244.

⁷ La influencia del Banco Mundial en la redacción del proyecto de ley de sociedades anónimas de 1980 pudo haber significado la inclusión de una regulación de estándares exigentes ante conflictos de intereses en el artículo 44, probablemente inspirados en la regla sobre *entire fairness* de Delaware y la regulación inglesa sobre *Related Parties Transactions*. La regulación original incluía normas específicas para los conflictos de intereses de los controladores y, también, la regla de la mayoría de la minoría para aprobar la operación. Ambas reglas fueron eliminadas en la tramitación de la ley, lo que determinó que el artículo 44 original de LSA estableciera un control mucho más débil que el del proyecto original.

la reforma contenida en la ley 20.382 de 2009⁸. Esta reforma legislativa tuvo por finalidad satisfacer las exigencias impuestas para el ingreso de Chile a la OCDE, entre las cuales se encontraba la adopción de una regulación sobre OPR que satisficiera sus estándares⁹.

La regulación sobre OPR es, como se ve, una regulación trasplantada desde Europa, de origen inglés, que pretende resolver ciertos tipos de conflictos de intereses, pero acotados a la propia definición de OPR. Por esto, ambos conceptos no son identificables, pero están relacionados.

2. LA RELACIÓN CONCEPTUAL ENTRE OPR, CONFLICTO DE INTERESES Y *TUNNELING*

OPR es un concepto jurídico cuyo origen se encuentra en la disciplina contable. La regulación sobre OPR es una técnica para regular los riesgos de ciertas transacciones con conflictos de intereses, delimitada en su alcance por su propia concepción. Como se trata de transacciones entre partes relacionadas, que suponen un riesgo de autocontratación, toda OPR, necesariamente, involucra un conflicto de intereses¹⁰. En consecuencia, toda OPR implica un riesgo para la sociedad de referencia, pero eso no significa que necesariamente toda OPR sea perjudicial para la sociedad.

Que una OPR sea perjudicial para la sociedad de referencia, redundante, en último término, en que los activos de la sociedad sean distribuidos de un modo distinto a lo establecido en el pacto o contrato social, sea que este contrato haya sido acordado por las partes o, como ocurre en las sociedades anónimas abiertas, sus términos estén establecidos imperativamente por la ley. Esto es lo que la literatura de gobiernos corporativos denomina *tunneling*: “transferencia de activos y ganancias fuera de las firmas para el beneficio de aquellos que las controlan ... como si se sacaran activos por medio de un túnel”¹¹. Por lo tanto, hay riesgo de *tunneling* cuando se lleva a cabo una OPR. Sin embargo, no necesariamente todas las OPR son perjudiciales para la sociedad, sino que, al contrario, pueden resultar beneficiosas, ya que estas operaciones evitan la situación de asimetría de información entre la sociedad y un tercero con quien celebra un negocio, problema que puede repercutir en que las condiciones de ese negocio sean menos favorables para la sociedad de referencia que si las celebrara con una parte relacionada¹². Esta es la razón por la cual, en la mayoría de

⁸ A pesar de que el proyecto de ley de sociedades anónimas contemplaba una regulación bastante exigente para conflictos de intereses de directores y controladores, esas reglas fueron eliminadas y el artículo 44 LSA quedó estructurado como una normativa sobre conflictos de intereses de los directores. Por su parte, las operaciones entre matriz, filial y coligadas se encontraban reguladas en el artículo 89 LSA, tanto para sociedades anónimas abiertas y cerradas, sin establecer reglas de procedimiento ni efectos particulares y solamente exigiendo el estándar de “condiciones de equidad, similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado”.

⁹ Sobre los antecedentes de la reforma, véase ISLAS (2011) pp. 9-44.

¹⁰ Sobre la relación entre autocontratación y conflictos de intereses en el derecho de sociedades en Chile, véase BERNET (2007) pp. 119-122.

¹¹ JOHNSON *et al.* (2000) pp. 22-27.

¹² KERSHAW (2012) pp. 477-478 y ENRIQUES *et al.* (2017) pp. 146-147 justifican que la prohibición absoluta de realizar OPRs constituiría un daño para las sociedades, pues por problemas de asimetría de información, muchas veces las partes relacionadas son las únicas dispuestas a contratar con la sociedad de referencia, o bien, están dispuestas a celebrar el negocio en mejores condiciones para la sociedad de referencia. A veces, solo las partes relacionadas pueden evaluar con precisión el valor de un proyecto o de un activo, pues, como sugiere AKERLOF (1970) pp. 488-500, los terceros que no tienen este conocimiento tenderán a descontar el valor de

las jurisdicciones se elige regularlas, pero no prohibirlas¹³. En consecuencia, como explican Enriques y Tröger, la relación entre OPR, conflictos de intereses y *tunneling* puede reducirse a la siguiente fórmula: “Todas las OPR envuelven un conflicto de intereses, pero las situaciones de conflicto de intereses cubren un grupo más amplio de transacciones y situaciones. Algunas OPRs también pueden dar lugar a *tunneling*. *Tunneling*, a su turno, puede también ser el resultado de otras formas de conflictos de intereses”¹⁴.

En consecuencia, la declaración por parte del regulador de que cierta transacción es OPR, no determina que necesariamente exista una intención de *tunneling* atribuible a la parte relacionada (sea director, controlador u otro). Asimismo, si el regulador declara que no se trata de una OPR, lo anterior no quiere decir que no pueda existir un conflicto de intereses en esa específica transacción y, por consiguiente, riesgo de *tunneling*. Un conflicto de intereses supone un riesgo, pero no necesariamente un perjuicio e, incluso en el caso de las OPRs, puede dar lugar a un beneficio. Al formalizar la aplicación de las reglas sobre OPR, delimitando taxativamente quienes son partes relacionadas para estos efectos, la ley intenta facilitar la aplicación de esta institución, evitando la discusión sobre si existe o no conflicto de intereses.

En consideración a los mecanismos especiales para la adopción de la decisión, las tutelas y –sobre todo– los derechos de información aumentados que el ordenamiento jurídico contempla para el caso en que se esté ante una OPR, es esperable que los diversos interesados en la transacción aboguen para que esta se considere OPR o para que no se considere OPR, dependiendo de su posición. En Chile, dada la prevalencia de propiedad accionarial concentrada y los problemas que ella conlleva, la disputa sobre el concepto de OPR generalmente tiene lugar entre el controlador interesado en la transacción (para que se declare que no es OPR) y los accionistas minoritarios que albergan sospechas sobre ella (para que se declare que sí es OPR)¹⁵.

3. EL CONCEPTO DE OPR EN EL DERECHO POSITIVO CHILENO

El artículo 146 de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) establece que “son operaciones con partes relacionadas de una sociedad anónima abierta toda negociación, acto, contrato u operación en que deba intervenir la sociedad y, además, alguna de las siguientes personas”. Las personas a las que se refiere la norma citada a continuación son las “partes relacionadas” con la sociedad. Si la sociedad lleva a cabo una operación con alguna de ellas, debe sujetarse a la regulación contemplada en el artículo 147 LSA¹⁶.

tal incertidumbre por la información de la que carecen, o bien, de la que es difícil fiarse, como ocurre en el mercado de autos usados. Por las mismas razones, transacciones con relacionadas pueden resultar más rápidas y rentables que con terceros sin conocimiento interno de la sociedad.

¹³ En Chile, recoge este argumento PALASKOV (2021) p. 332.

¹⁴ ENRIQUES y TRÖGER (2019) p. 3.

¹⁵ Sobre la interacción entre derecho y estructura de mercado en Chile, véase ISLAS y LAGOS (2020) pp. 51-87.

¹⁶ Esta regulación se encuentra en el artículo 147 LSA, que establece reglas sustantivas sobre la finalidad y las condiciones de la operación, enunciadas como estándares, y un procedimiento –“procedimiento regulado”– para la adopción del acuerdo social que constituye el antecedente de la transacción, es decir, regula la forma en que debe formarse la voluntad de la sociedad en estos casos. Además, el artículo contempla normas sobre

La técnica legislativa para delimitar el ámbito de aplicación consiste en describir ampliamente el ámbito objetivo “toda negociación, acto, contrato u operación”. El ámbito subjetivo está dado por el grupo de personas que la ley considera relacionadas para estos efectos, en el propio artículo 146 LSA. La conexión entre ambos elementos está constituida por la necesidad de que la operación tenga lugar “con” la persona relacionada, es decir, entre la sociedad anónima abierta de referencia y la persona relacionada a ella¹⁷.

a) Elemento objetivo: transferencia de recursos, servicios u obligaciones

El artículo 146 LSA no establece con claridad qué implica una “negociación, acto, contrato u operación”. Enriques, como una manera de otorgarle contenido objetivo al concepto de OPR, recurre a la definición de OPR de la NIC 24, teniendo en consideración que se trata de un concepto técnico que proviene, precisamente, de la contabilidad¹⁸. La NIC 24.9 establece que “una transacción entre partes relacionadas es una transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre una entidad que informa y una parte relacionada, con independencia de que se cargue o no un precio”. La diferencia en la descripción del elemento objetivo entre ambas reglas responde a la diferencia de perspectiva de cada disciplina. La definición contable pretende describir qué es lo que materialmente ocurre para dejar constancia de una variación del activo que debe ser adecuadamente registrada. La definición jurídica, en cambio, hace referencia a los mecanismos por medio de los cuales puede tener lugar esa transferencia, de manera amplia y hasta tautológica: una negociación, un acto, un contrato o una operación. Esta definición alude a conceptos técnicos de derecho privado –acto o contrato– y a otros términos que no tienen una tradición técnica en el derecho privado tan precisa, pero que describen de manera amplia la idea de transacción– “negociación” u “operación”–, seguramente con la finalidad de evitar elusiones a la aplicación de la regulación de OPR mediante objeciones técnicas o conceptuales.

El análisis del significado de “operación” que realiza Liace para el derecho italiano confirma esta interpretación. Para este autor, la noción de operación puede referirse a cualquier hecho relevante que se refleje en la esfera patrimonial de la sociedad, más allá de la calificación del mecanismo jurídico utilizado. En consecuencia, la noción de operación comprende cualquier acto unilateral o bilateral, gratuito u oneroso, o asociativo. En sínte-

información, excepciones a la obligación de someterse al procedimiento regulado y sanciones en caso de incumplimiento.

¹⁷ Esta distinción de tres elementos del concepto corresponde a ENRIQUES (2015) pp. 9-13.

¹⁸ ENRIQUES (2015) p. 10. En el mismo sentido, SEEHAUSEN (2021) p. 414, quien plantea la necesidad de recurrir al concepto de OPR en NIC 24 para suplir la ausencia de una definición jurídica expresa de OPR en la Directiva 2017/828/EU (SRD 2). Por su parte, Latorre (2020) p. 190-191 considera que el concepto de transacción es demasiado impreciso para definir qué debe considerarse incluido dentro del ámbito de las OPR. En consecuencia, estima que la referencia al concepto de OPR de la NIC 24 no otorga mayor claridad. Concluye que “la noción de transacción no es trascendental en la delimitación del ámbito objetivo del régimen de las RPT (OPR) porque este acabará de perfilarse, en cualquier caso, con el recurso a los otros dos aspectos”. Los aspectos a los que se refiere son monto relevante y exclusiones. Estimo que esta posición es imprecisa, pues el hecho de que una transacción entre relacionadas quede fuera del ámbito del procedimiento regulado, no determina que no pueda considerarse OPR, solo que las exigencias a su respecto son menores.

sis, toda aquella transacción voluntaria de la cual puede nacer una obligación de carácter jurídico¹⁹.

De todas formas, puede pensarse en ejemplos de operaciones que no puedan considerarse OPR, pues falta el elemento objetivo. Como explica Enríques, no hay OPR si no se transfieren recursos, por ejemplo, cuando una matriz se aprovecha de una oportunidad de negocios de la filial o si el controlador se apropia de una idea de negocios (artículos 42 N° 6 y 148 LSA)²⁰.

b) Elemento subjetivo: personas relacionadas

Para que se trate de una OPR, la transferencia de recursos, servicios u obligaciones –mediante una “negociación, acto, contrato u operación” según la definición legal– debe tener lugar entre la sociedad de referencia –una sociedad anónima abierta– y una persona relacionada según la ley. La ley enumera cuáles personas, naturales o jurídicas, han de considerarse sociedades relacionadas para estos efectos.

Sustancialmente, la regulación contable sobre OPR considera personas naturales o jurídicas relacionadas de la entidad informante (*reporting entity*) –jurídicamente, la sociedad de referencia– a sujetos que se encuentran en alguna de estas tres categorías: aquellos que tienen control individual o conjunto de la entidad informante; aquellos que tienen influencia significativa sobre la entidad informante; ejecutivos relevantes de la entidad informante o de su matriz. También se consideran partes relacionadas un miembro cercano de la familia de alguna de estas personas, aun cuando no tenga conexión con la entidad informante²¹.

En cambio, la técnica jurídica no está dirigida solamente a la entrega de información, sino que puede dar lugar a procedimientos costosos y a la posibilidad de ejercer tutelas jurídicas. Por esto, la estrategia de la regulación jurídica es acotar exhaustivamente la lista de personas relacionadas.

En rigor, es imposible detallar todas las posibles situaciones de conflictos de intereses, por lo que la LSA utiliza un estándar: cada vez que un director o ejecutivo infringe su deber de actuar en beneficio del interés social, por anteponer el interés propio o el de un tercero, comete un ilícito (artículos 39 inciso tercero y 42 LSA). Esta es la regla de cierre, pero eso implica que debe probarse que se ha actuado sin anteponer el interés social. Para probar que se ha actuado contra el interés social, uno de los elementos relevantes es la situación de hecho en la que puede encontrarse un director o ejecutivo, que puede implicar un conflicto de intereses que permita explicar por qué pudo verse inclinado a hacer prevalecer un interés diverso al de la sociedad en la que ejerce su cargo.

¹⁹ LIACE (2016) p. 5. En el mismo sentido, Fera (2020) p. 5, quien señala que “la operación debe implicar siempre a la sociedad como persona jurídica en cuyo ámbito recaen los efectos de la operación: es decir, debe tratarse de una operación realizada o acordada por los órganos de la sociedad y, en consecuencia, destinada a afectar directamente a su patrimonio”.

²⁰ ENRIQUES (2015) p. 11. Esta es la razón por la cual, en Chile, la apropiación de una oportunidad de negocios se regula en el mismo título XVI de la LSA sobre OPR, pero como una norma aparte: no es, propiamente, un caso de OPR.

²¹ ROMASCHCHENKO (2020) p. 86.

La técnica de las OPR va un paso más allá: presume que ciertas personas se encuentran en conflicto de intereses al intervenir en una operación o transacción de la sociedad, por ciertos vínculos de propiedad o de parentesco. No significa, entonces, que personas naturales o jurídicas que se encuentren en situaciones no descritas en el artículo 146 LSA no puedan encontrarse en conflicto de intereses. Significa, simplemente, que no les es aplicable la regulación sobre OPR. Esto es lo que justifica que la enumeración del artículo 146 LSA deba considerarse taxativa²². Sin embargo, dado que la finalidad de la regulación es evitar el problema de conflicto de intereses derivado de la autocontratación, no tiene sentido que se aplique cuando el conflicto de intereses se encuentra morigerado o evitado por la estructura de regulación de la operación misma, o bien, si derechamente no existe conflicto de intereses. En este sentido, la regulación y su aplicación por el regulador y los tribunales, debe ser eficiente: debe intentar evitar que, en virtud de ella, se impidan transacciones que creen valor para ambas partes y, además, debe tratar de evitar que se aumente exageradamente el costo de las operaciones por medio de una regulación demasiado costosa o sobre inclusiva²³.

En lo que respecta a los tipos de conflictos de intereses que subyacen a la enumeración exhaustiva del artículo 146 LSA, es destacable que la mayoría de los casos corresponden a situaciones de conflictos de intereses de directores y ejecutivos. Esta situación, en sociedades anónimas abiertas chilenas, es poco relevante. En un sistema de gobiernos corporativos, como el chileno, en el que predomina la propiedad concentrada y en el que la regulación legal permite a los accionistas revocar al directorio sin expresión de causa, es muy improbable que existan casos de *tunneling* en beneficio de directores o ejecutivos y en perjuicio de accionistas²⁴. Por lo tanto, el caso más común de conflicto de intereses –que puede o no dar lugar a *tunneling*– es el caso comprendido en el artículo 146 N° 1 LSA.

Esta regla considera que es relacionada con la sociedad de referencia la persona que, en conformidad con el artículo 100 de la Ley 18.045 de 1981 sobre Mercado de Valores (LMV), es decir, entre otras, “las entidades del grupo empresarial al que pertenece la sociedad” (artículo 100 a MV); “las personas jurídicas que tengan, respecto de la sociedad, la calidad de matriz, coligante, filial o coligada, en conformidad a las definiciones contenidas en la ley N° 18.046” (artículo 100 b LMV) y

²² En este sentido, LATORRE (2020) pp. 109-110, a propósito de la enumeración análoga a la del artículo 146 LSA en el artículo 231 de la Ley de Sociedades Cotizadas en España, explicando que “la norma no busca agotar las situaciones de conflicto, tarea imposible, sin identificar las relaciones cualificadas que permiten presumir, sin posibilidad de prueba en contra, que el administrador está en situación de conflicto. El efecto de la presunción *iuris et de iure* solo es compatible con una enumeración de carácter exhaustivo, lo que, en otras palabras, significa que, fuera del listado, ninguna otra relación o vínculo produce el mismo efecto presuntivo”.

²³ ENRIQUES (2015) p. 13 lo expresa mediante la siguiente fórmula: “la cuestión clave es cómo minimizar ese riesgo (es decir, tener normas que sean lo suficientemente eficaces para dar lugar a pocos ‘falsos negativos’) sin ahogar las transacciones creadoras de valor (es decir, evitando los ‘falsos positivos’ en la medida de lo posible) y, más en general, sin imponer costos excesivamente elevados”. Para un estudio clásico sobre eficiencia en el control de la autocontratación societaria, véase GOSHEN (2003) pp. 393-438.

²⁴ Como sí tuvo lugar, en parte, en el caso La Polar (véase GASPAN (2012) pp. 227-238), un caso ocurrido en una sociedad anónima abierta sin accionista controlador, muy inusual para el mercado chileno.

toda persona que, por sí sola o con otras con que tenga acuerdo de actuación conjunta, pueda designar al menos un miembro de la administración de la sociedad o controle un 10% o más del capital o del capital con derecho a voto si se tratare de una sociedad por acciones.

En términos simples y resumidos, son relacionadas a la sociedad anónima abierta de referencia las sociedades integrantes del mismo “grupo empresarial” (artículo 96 LMV); el controlador (artículo 97 LMV) e, inclusive, un accionista con participación relevante (10%), aunque no alcance a “influir decisivamente en la administración” (artículos 97 y 99 LMV).

Dada la estructura de propiedad del mercado chileno, lo más usual es que la situación de conflicto de intereses con riesgo real de *tunneling* sea aquella en que la sociedad matriz (controladora) de un determinado grupo de sociedades se encuentre en situación de “autocontratar”, es decir, afectar determinantemente el juicio de directores y ejecutivos con facultades para decidir formalmente las condiciones de la operación. En consideración a su opción de remover y nombrar a la mayoría de los directores a voluntad, un controlador podría conminarlos a adoptar una decisión motivada por su propio beneficio. Esto es en sí ilícito: constituye una infracción al deber de lealtad de los propios directores y ejecutivos (artículos 42 N° 1, 39 inciso tercero y 50 LSA) y al deber de lealtad del accionista controlador (artículo 30 LSA y 134 bis LSA)²⁵. La influencia ilícita del controlador puede también manifestarse en que los órganos sociales acuerden un acto corporativo con la finalidad de realizar *tunneling*, esto es, un acto que no se ajusta a las condiciones que habitualmente prevalecen en el mercado, con la finalidad de apropiarse de recursos sociales, infringiendo el artículo 39 inciso tercero y 147 inciso 1 LSA.

En tanto –y como es esperable– la LSA no reconoce un rol formal al controlador en la adopción de decisiones sociales, los acuerdos sociales descritos en el párrafo anterior deben ser propuestos y acordados por el directorio, eventualmente, con la anuencia de la junta de accionistas (no de los accionistas)²⁶. Es por esto por lo que debe entenderse que son directores “involucrados” los elegidos con votos del controlador. En efecto, cuando el

²⁵ Lo que no quiere decir que no sea lícito que un accionista controlador proponga políticas o negocios al directorio de la sociedad controlada. Sobre la comunicación e influencia –lícita e ilícita– entre el controlador y los directores elegidos con sus votos, véase AHERN (2011) pp. 118-146 y PAZ ARES (2017) pp. 31-191.

²⁶ No puede identificarse a la junta de accionistas con los accionistas de la sociedad. La primera es un órgano social, que interviene, en ciertas ocasiones establecidas en la ley o en los estatutos, en la adopción de decisiones sociales en la fase interna. Su intervención es formal y transparente, en el sentido de que debe ser adecuadamente convocada e instalada. Aun así, la legislación chilena, salvo una discutible excepción (artículo 58 N° 3 LSA), no le reconoce la facultad de promover decisiones de administración (la excepción es discutible pues lo es el hecho de que se le pueda reconocer a la junta de accionistas facultades de administración, más allá de la deliberación y aprobación de las propuestas que se le presenten). En cambio, los accionistas tienen una relación contractual con la sociedad, no son órgano de ella y la ley no les reconoce intervención como tales en el gobierno de la sociedad, salvo la posibilidad de participar en las juntas de accionistas (y, eventualmente, obligar al directorio a convocarla según el artículo 58 N° 3 LSA). La imposición de decisiones al directorio, actuando, obviamente, fuera de los canales formales que establece la sociedad es, sin duda, una conducta desleal. La influencia de los controladores en la gestión del negocio es, en cambio, un territorio gris, pues los diálogos entre directores y grupos de accionistas no pueden considerarse ilícitos, en la medida de que no puedan identificarse con órdenes o imposición de decisiones al directorio, en quien recae la función de gobierno y, por lo tanto, en quien recae la facultad y, de manera ineludible, la responsabilidad en caso de infringir su deber de lealtad (artículo 39 inciso tercero y 42 LSA).

artículo 147 LSA hace referencia a que el acuerdo social que puede estimarse conducente a la realización de una OPR debe adoptarse con la exclusión de los directores involucrados, este concepto no solo comprende a los directores que se encuentren, en sí mismos, en una situación de conflicto de intereses descrita en la lista taxativa del artículo 146 LSA. El concepto de directores involucrados necesariamente ha de incorporar a los directores elegidos con votos del controlador, pues, de otro modo, la regulación sobre OPR sería totalmente inútil para fiscalizar la mayoría de las transferencias de recursos al interior de “grupos empresariales” en el mercado chileno²⁷. Más aún, parte de la doctrina nacional considera que el concepto de director “involucrado” es más amplio que la idea de un director con intereses contrapuestos a la sociedad en la que ejerce su cargo: basta que tenga algún tipo de interés en la operación²⁸. Sin embargo, esta última interpretación podría pugnar con el carácter taxativo del artículo 146 LSA, en el que las causas de conflicto de intereses están estrictamente delimitadas de manera subjetiva, es decir, a partir de los vínculos de quienes participan en los acuerdos sociales.

En consecuencia, un director involucrado debe tener un conflicto de intereses que pueda encontrarse en el ámbito del artículo 146 LSA. Entre ellos, debe entenderse también que la expresión “involucrado” considera al director elegido, directa o indirectamente, con votos del controlador del grupo. Esta lectura hace reconducible este conflicto de intereses al artículo 146 N° 1 LSA²⁹.

c) Elemento de conexión: transferencia “con” o “entre” partes relacionadas

La expresión “con partes relacionadas” utilizada en el texto legal, significa que no hay OPR si no hay transferencia de recursos, obligaciones o servicios –o, en términos de

²⁷ Así lo ha entendido también el regulador y así lo entiende actualmente, también, la práctica societaria. La CMF determina que un director es “involucrado” cuando es elegido con los votos del controlador. Utiliza como fundamento legal, la norma del inciso tercero del artículo 44 LSA –que regula las OPR en las que la sociedad de referencia es una anónima cerrada– y no una regla contenida en el título XVI LSA, incluso si se trata de casos en los que la sociedad anónima de referencia es abierta (que usualmente son las emisoras de valores reguladas por la CMF). La regla del artículo 44 LSA establece: “Se entiende que existe interés de un director en toda negociación, acto, contrato u operación en la que deba intervenir en cualquiera de las siguientes situaciones: ... (iv) el controlador de la sociedad o sus personas relacionadas, si el director no hubiera resultado electo sin los votos de aquél o aquéllos”. Véanse los oficios ordinarios 28.961 de 30 de octubre de 2017; 24.807 de 11 de septiembre de 2017; 9914 de 18 de abril de 2012, todos de la CMF. El oficio ordinario 28.552 de 24 de diciembre de 2015 es particularmente elocuente en este sentido:

“1- Conforme al análisis efectuado por esta Superintendencia de los antecedentes del grupo al que pertenece la sociedad, los directores de Corpesca S.A. habrían resultado elegidos en junta ordinaria de accionistas realizada en abril de 2015 necesariamente contando con los votos del controlador, con la sola excepción de los dos directores vinculados a Sociedad Pesquera Coloso S.A., sociedad no relacionada al grupo.

2- Por aplicación del artículo 44 de la LSA, se inferiría que, en el caso en comento, siete directores estarían involucrados en la operación con parte relacionada, por lo que conforme a lo señalado en el artículo 147 numeral 2 de la LSA, debieron abstenerse de votar la realización de dicha operación”.

²⁸ Pfeffer (2005) p. 527, citando el considerando 127 de Corte Suprema, *Caso Chispas*. En el mismo sentido, EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) pp. 276-277.

²⁹ En cambio, la técnica de la CMF es hacer aplicable a las sociedades anónimas abiertas la regulación de las sociedades anónimas cerradas contenida en el artículo 44 LSA. La falta de precisión técnica de la ley es reconducible a la idea –errónea– de que la Ley de sociedades Anónimas solo debe considerar los conflictos de intereses de los accionistas.

nuestro derecho positivo, si esto no ocurre a través de una “negociación, acto, contrato u operación” – entre la sociedad de referencia y la parte relacionada conforme a la ley³⁰. Esto significa que pueden tener lugar técnicas de extracción de valor o *tunneling* que no quedan sujetas a la regulación de OPR, como ilustra Enriques, pues la operación no vincula a las partes relacionadas³¹. Por ejemplo, la oferta que un controlador hace a los accionistas minoritarios por sus acciones para cerrar la sociedad (“*internal tender offers*”); la venta de las acciones controladoras incorporando el valor de beneficios privados de control futuros o la adquisición de acciones con información privilegiada a otros sujetos distintos de la sociedad. Asimismo, si una matriz fuerza a una filial a vender parte de su negocio, pues, por razones de regulación (de derecho de la competencia u otra), ambas no pueden operar en el mismo giro, la matriz puede imponer que la venta se realice no al mejor oferente (lo más probable, un competidor), sino que, a la mejor opción para la matriz: seguramente, un competidor irrelevante. En esta operación, los minoritarios de la filial pierden valor, pero no es un caso de OPR, porque no tiene lugar una transacción entre la sociedad y una parte relacionada. Asimismo, según Enriques, tampoco hay OPR en la suscripción de acciones por algunos minoritarios en la segunda ronda (*secondary offering*) de una colocación de acciones de la sociedad a un precio artificialmente inflado por no haberse entregado información negativa al mercado. Si el controlador que cuenta con la información no suscribe, es un caso de *tunneling*, pero no es OPR, porque los accionistas que suscriben las acciones no son partes relacionadas relevantes³² según la regulación legal³³. Por su parte, los controladores, que sí son partes relacionadas, no participan en la operación.

II. PROBLEMAS CONCEPTUALES EN LA DISCUSIÓN SOBRE EL ÁMBITO DE LA REGULACIÓN DE OPR

El concepto de OPR determina, en buena parte, el ámbito de aplicación de la regulación. En la discusión concreta sobre la aplicación de la regulación de OPR, han existido discrepancias que pueden reconducirse a dos cuestiones conceptuales. La primera, es si en ciertas operaciones puede considerarse que la sociedad de referencia es parte de la transac-

³⁰ La legislación nacional utiliza la preposición “con”, no “entre”. Esto no determina un cambio en el sentido de la expresión: una operación de una sociedad *con* otra es, al mismo tiempo, una operación *entre* ambas, una de las cuales siempre es la sociedad de referencia y, otra, la parte relacionada según la definición legal. GUERRERO (2016) pp. 392-393, sostiene una opinión distinta, que otorga relevancia al uso de la expresión “con” de la ley chilena, en vez de “entre” de la definición contable de la NIC 24. “Esta diferencia no es meramente semántica –sostiene este autor–. Una operación ‘entre’ partes relacionadas puede no tener relación alguna con la sociedad en cuestión, mientras que una operación “con” partes relacionadas supone necesariamente la intervención de la misma como parte del acto o contrato y, al mismo tiempo (‘con’) la intervención de una contraparte que, de acuerdo a la ley, sea una persona relacionada”.

³¹ ENRIQUES (2015) p. 10, a quien corresponden los ejemplos reseñados en el cuerpo del texto. Sustancialmente análogo es el análisis de GUERRERO (2016) pp. 392-393, al justificar la diferencia de las expresiones “con y “entre”.

³² No es que no tengan vínculos con la sociedad. Los tienen, en cuanto accionistas. Pero no pueden incidir de forma decisiva en el acuerdo social, por lo tanto, no hay riesgo de autocontratación. De ahí que la ley nos los describa como parte relacionada en el artículo 146 LSA.

³³ ENRIQUES (2015) p. 11, citando como referencia empírica de este tipo de operaciones el trabajo de LARRAÍN y URZÚA (2013) pp. 661-681, que explica cómo operan en el mercado chileno.

ción, o bien, si, en rigor, ha de considerarse como parte a los accionistas de la sociedad, excluyendo por esta razón la aplicación de la regulación sobre OPR. La segunda, corresponde a la aplicación del criterio de especialidad, cuando a partir de los hechos pueden considerarse aplicables las reglas sobre cierta institución del derecho de sociedades y, al mismo tiempo, la regulación sobre OPR.

1. LA NECESIDAD DE QUE LA SOCIEDAD DE REFERENCIA SEA SUJETO DE LA OPR

El elemento de conexión derivado del concepto de OPR, es uno de los requisitos para que una determinada transacción de una sociedad anónima abierta se encuentre dentro del ámbito de regulación de las OPR. Como demuestran los ejemplos enunciados en el apartado anterior, el funcionamiento de las sociedades cotizadas combinado con la estructura de ciertas operaciones, generan cierta complejidad para dilucidar con claridad si, para un caso concreto, puede considerarse que la sociedad de referencia es parte de la operación.

Esta cuestión fue debatida a propósito de dos casos: la reorganización del grupo Enersis del año 2015 y el aumento de capital de Enersis S.A. el año 2012. En ambos casos, parte de la doctrina estimó que las transacciones no debían quedar sujetas a la regulación sobre OPR, pues, en su opinión, la sociedad de referencia no era parte de la operación, sino que lo eran los accionistas.

En el caso de la reorganización del grupo Enersis en 2015, no hubo un pronunciamiento judicial explícito respecto a este punto³⁴. No obstante, como el proceso de reorganización involucraba, primero, una división de sociedades y, luego, una fusión, la SVS se pronunció sobre el elemento de conexión a propósito de la primera de estas operaciones. El regulador estimó que la división de sociedades es una operación donde solo interviene la sociedad y no otras personas relacionadas, por lo cual, no puede ser una OPR (ya que no hay una transferencia entre la sociedad de referencia y relacionadas). No se pronunció al respecto a propósito de la fusión, pero, de todas formas, consideró que la operación no era OPR, pues estimó que la regulación sobre fusiones era especial respecto de la regulación sobre OPR.

³⁴ El 22 de abril de 2015, por medio de hecho esencial dirigido a la SVS, el directorio de Enersis comunicó que su controladora, la sociedad italiana Enel SpA, difundió a su vez un hecho esencial, en que se declaró que su directorio “examinó y acordó sobre la posibilidad de que los directorios de” Enersis S.A., Endesa S.A. (Chile) y Chilectra S.A. “pudieran empezar la evaluación de una reorganización para separar las actividades de generación y distribución de energía eléctrica en Chile de aquellas en otros países de Latinoamérica”, en el marco de un proceso de racionalización y simplificación del grupo Enel. Luego de múltiples intercambios de comunicaciones entre la SVS y las sociedades del grupo en Chile, por medio de hechos esenciales y oficios, la administración de Enersis preparó un “documento descriptivo” de la operación. La reorganización consistía en la división de las sociedades Enersis S.A., Chilectra S.A. y Endesa S.A., para distribuir los activos de estas sociedades en Chile y en Latinoamérica. Posteriormente, las sociedades creadas por la división, que contendrían los activos latinoamericanos, se fusionarían en Enersis Américas. Los accionistas minoritarios, particularmente los institucionales de Endesa S.A., manifestaron sospechas sobre la operación, en particular, pues no se apreciaba con claridad cuál era el beneficio para el interés social de Endesa S.A. La SVS debió pronunciarse sobre si se la reorganización era o no una OPR, cuestión que hizo mediante Oficio ordinario 15.443 de 20 de julio de 2015 SVS. Un inversionista institucional, la AFP Habitat, reclamó en tribunales la ilegalidad del dictamen de la SVS (Corte de Apelaciones de Santiago (AFP Habitat con SVS)).

No obstante, parte de la doctrina chilena sí analizó si la fusión constituye o no OPR, a partir de lo que en este trabajo se denomina elemento de conexión, es decir, que haya una transferencia “con” o “entre” partes relacionadas.

Guerrero afirmó que la fusión en el caso de la reorganización del grupo Enersis de 2015 no es OPR, pues no hay OPR cuando una sociedad no es sujeto de la operación, sino que objeto de ella³⁵. Desde su perspectiva, en este caso, la sociedad no es sujeto de la fusión, porque la fusión —al igual que el aumento de capital según el autor referido— es una operación entre accionistas³⁶. En un sentido análogo, Eyzaguirre y Valenzuela afirman que la doctrina chilena, a diferencia de la doctrina comparada, estima que la fusión es un acto entre accionistas y no una operación “entre sociedades”. Sustentan su perspectiva con referencias a Lyon y a Puelma. El primero, sostiene expresamente que “la fusión es ... un acto jurídico, entre los distintos socios o accionistas de las sociedades intervinientes”³⁷. El segundo, explica la fusión como una unión de patrimonios de dos sociedades, sin reglas especiales distintas a las de la disolución y de la constitución³⁸. De lo expresado por Puelma, Eyzaguirre y Valenzuela deducen que la lógica de la legislación chilena es asimilar la fusión a una modificación de estatutos de las sociedades fusionadas. Por lo tanto, cabría considerar que la fusión es un acto de los socios y no de la sociedad, porque “la sociedad no podría modificar sus propios estatutos”³⁹.

No obstante, parece más acorde al derecho de sociedades de capital considerar que la fusión es un acto de la sociedad anónima. La fusión es un acto corporativo, compuesto por una serie de etapas en las que intervienen distintos órganos sociales⁴⁰. La fase preliminar o de estudio de conveniencia de la fusión, corresponde a los ejecutivos sociales y al directorio, al igual que la elaboración del contenido de la propuesta que ha de presentarse a la junta de accionistas para que esta vote a favor o en contra de la fusión, como, finalmente, la ejecución del acuerdo de fusión⁴¹. Más allá de que, en los hechos, pueda estimarse que un accio-

³⁵ GUERRERO (2016) p. 393.

³⁶ GUERRERO (2016) p. 394.

³⁷ LYON (2006) p. 225.

³⁸ PUELMA (2001) p. 216.

³⁹ EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) pp. 301-302.

⁴⁰ Sea que se considere un contrato entre sociedades o un acto corporativo unilateral (CORTÉS y PÉREZ (2010) pp. 816-821).

⁴¹ En este sentido, PUGA (2023) p. 895, quien afirma que, tanto en el proceso de fusión por creación como en el de fusión por absorción “los accionistas no actúan como tales, sino como integrantes de los órganos societarios (juntas de accionistas)”. “No participan en esta operación los accionistas de la sociedad absorbente —profundiza el mismo autor—, sino como integrantes de la junta de accionistas de la sociedad absorbente y no como personas singulares y tampoco los de la absorbida, porque ellos se limitan a aprobar la absorción en junta general extraordinaria de accionistas, esto es, en tanto órgano de la sociedad que se disuelve. Para nosotros, lo acertado es calificar la fusión de sociedades como un acto jurídico bilateral entre las sociedades partícipes de la fusión, contrariamente a la opinión de Lyon Puelma, que la concibe como un acto plurilateral toda vez que estima que los socios o accionistas de las sociedades partícipes son *partes* del acto”.

Esta perspectiva es la adoptada en, al menos, algunas de las principales jurisdicciones, en las que se describe el proceso de fusión como un conjunto de actos corporativos, es decir, acuerdos sociales y, asimismo, los efectos de la fusión como efectos para las sociedades (véase, para ESTADOS UNIDOS, COX y HAZEN pp. 631-636; para Alemania, KÜBLER (2001) pp. 559-564; para ITALIA, ABRIANI y otros (2008) pp. 508-510).

nista o un grupo de accionistas han tenido la iniciativa o, más aún, han impuesto la decisión –con los problemas de licitud de esta última circunstancia–, jurídicamente la decisión de la fusión, sus efectos y el acuerdo de fusión con la otra sociedad corresponden, antes que todo, a la sociedad⁴². Sustancialmente, toda organización de carácter corporativo está sujeta, aún para la modificación de sus propios estatutos, a las reglas de procedimiento legal, diseñadas para que aquellos que se hagan parte de la organización conozcan de antemano cuáles serán los mecanismos de modificación del “contrato social” –como dice Alfaro, los mecanismos “para ‘ir completando’ el contrato social en una sociedad de estructura corporativa”– y para resolver los problemas de gobierno en sociedades con múltiples accionistas y de distorsión del equilibrio del contrato social a partir del control del gobierno por solo una parte de los inversionistas. Los acuerdos sociales quedan sujetos a procedimientos estables, son visibles para los accionistas y están sujetos al eventual ejercicio de tutelas en caso de incumplirse las exigencias de forma y fondo. Por lo mismo, no debe identificarse una decisión de la junta de accionistas –esto incluye la reforma de estatutos– con una decisión de los socios (en rigor, accionistas)⁴³.

Por las mismas razones, sostiene Liace para el derecho italiano que, “es evidente que para que exista una operación vinculada, la operación debe implicar siempre a la sociedad como persona jurídica en cuyo ámbito recaen los efectos de la operación. De ello se desprende que las operaciones de fusión o escisión también están comprendidas en el concepto de operaciones vinculadas, ya que están destinadas a afectar directamente al patrimonio de la empresa”⁴⁴.

Este criterio también es aplicable al caso de los aumentos de capital, que fue discutido en el año 2012 a propósito del aumento de capital con pago en acciones en Enersis S.A.⁴⁵. Parte de la doctrina estimó que el aumento de capital es una decisión de los propios

⁴² La posibilidad de adoptar acuerdos sociales mediante procedimientos simplificados (artículos 39 y 60 LSA) reafirma esta conclusión: hasta en estos casos, la ley exige que las decisiones sean por medio de los órganos sociales.

⁴³ ALFARO (2017) p. 686-689, ilustrando este hecho, además, como una diferencia relevante entre sociedades de estructura corporativa y sociedades de personas.

⁴⁴ LIACE (2016) p. 6. En el mismo sentido, FERA (2020) p. 13.

⁴⁵ En el año 2012, la sociedad italiana Enel, controladora del grupo Enersis por medio de su filial Endesa Latam, propuso al directorio de Enersis S.A. un aumento de capital de alrededor de ocho mil millones de dólares. La operación tendría lugar mediante la emisión de acciones de pago. El controlador propuso que las acciones a suscribir por él fueran pagadas con acciones de propiedad de Endesa Latam en diversas sociedades latinoamericanas, mientras que las acciones a suscribir por los minoritarios fueran pagadas con dinero.

^{1a} operación propuesta debía quedar sujeta a las reglas de los aumentos de capital y, de entre ellas, a las específicas sobre pago de acciones con bienes, contenidas en el artículo 15 LSA. Según estas normas, los “aportes no consistentes en dinero” –en rigor, los bienes o derechos con los que se paguen las acciones– deben ser “estimados por peritos” y, además, tal estimación debe ser aprobada en junta de accionistas, con un quórum de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto según el artículo 67 N° 6 LSA.

Cumpliendo con esta regulación, la sociedad encargó una estimación, la que arrojó que las acciones del controlador que servirían para el pago del aumento de capital tenían un valor de USD 4.862 millones de dólares (Walker Hitschfeld, Eduardo, Informe pericial para la valorización del aporte de capital a Enersis S.A. por parte de Endesa S.A. (Endesa España), directa y/o indirectamente consistente en participaciones de acciones en otras compañías latinoamericanas, 23 de Julio de 2012, p. 17). Algunos minoritarios, en particular, las AFP, exigieron que la transacción se sujetara a las reglas de las OPR. El directorio de Enersis S.A. descansaba en informes en derecho de abogados prestigiosos y en el propio criterio de la SVS en un dictamen reciente (oficio reservado

accionistas y que la adopción de tal acuerdo en junta de accionistas no altera la naturaleza de ese acto⁴⁶. En cierto modo, esta tesis era una respuesta al criterio de la SVS, según el cual esa transacción es OPR, pues la suscripción de acciones subsiguiente cumple con las exigencias del concepto legal⁴⁷. La doctrina que considera que el criterio de la SVS es erróneo, se funda en dos razones: primero, en que los actos que no son atribución del directorio no son OPR; y, segundo, en que un aumento de capital es una operación entre accionistas⁴⁸.

La primera de las razones se funda, a su vez, en distinguir entre actos que son atribución del directorio y actos que son atribución de la junta. Pero esta distinción ilustra de manera imprecisa el funcionamiento de la sociedad anónima. La ley reconoce al directorio la administración de la sociedad anónima, pero, en ocasiones, la adopción de un acuerdo social en su fase interna exige la intervención de la junta de accionistas. En consecuencia, no hay facultades privativas de la junta, en el sentido de que no hay facultades de administración que solamente correspondan a la junta.

Estimo que el error en la interpretación proviene del tenor literal del artículo 40 LSA, que se refiere a “facultades (...) privativas de la junta de accionistas”⁴⁹ y en la situación de hecho que prevalece en Chile: la preponderancia en la junta de un accionista controlador, lo que fácticamente implica que, en muchas ocasiones, éste (o el grupo controlador) pueda adoptar decisiones por sí mismo, pues puede incluso obligar al directorio a convocar a una junta de accionistas⁵⁰. No obstante, el diseño legislativo determina un funcionamiento diverso: es el directorio quien formalmente administra la sociedad y, en los casos en que la ley exige la intervención de la junta, quien delibera y diseña el acuerdo que la junta deberá aprobar o re-

N° 106 de 2 de febrero de 2012), para considerar que el aumento de capital no debía sujetarse a las reglas del Título XVI LSA sobre OPR. Sin embargo, la SVS declaró que el aumento de capital con pago, en parte, en acciones, debía sujetarse a las reglas sobre OPR (Oficio ordinario N° 18.684 de 3 de agosto de 2012, Superintendencia de Valores y Seguros).

⁴⁶ PUGA (2013) p. 540; EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) p. 303.

⁴⁷ Sostuvo la SVS que “la aprobación de la operación supone la celebración del o de los contratos de suscripción y pago de acciones, los cuales se celebran entre la sociedad y el accionista controlador o con las sociedades de su mismo grupo... En consecuencia, y para el caso en cuestión, dado que existiría un contrato entre la sociedad y su controlador, se refuerzan las condiciones para considerar dicha operación como entre partes relacionadas, de acuerdo con el artículo 146 de la Ley de Sociedades Anónimas” (Oficio ordinario N° 18.684 de 3 de agosto de 2012, Superintendencia de Valores y Seguros).

⁴⁸ Así, EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) p. 303, al señalar que “a diferencia de las OPR, en que es la sociedad parte quien debe tomar las decisiones societarias respecto de tales operaciones, estimamos que en los aumentos de capital son los propios accionistas de la sociedad los que intervienen, adoptando la decisión corporativa correspondiente a través del ejercicio de su derecho a voto, el cual no es posible concebirlo dentro de los supuestos del artículo 146 de la LSA”. Por lo tanto, “el contrato de suscripción de acciones y sus términos no son otra cosa que la materialización del acuerdo adoptado en junta de accionistas”. La primera parte del argumento de los autores recién citados es análoga al argumento de PUGA (2013) p. 540, quien sostiene que los actos que no son atribución del directorio no quedan sujetos a las reglas sobre OPR.

⁴⁹ Esta frase debe entenderse en el siguiente sentido: “no se puede adoptar el acuerdo social sin la anuencia de la junta de accionistas con el quórum establecido en la ley, y esta atribución legal no puede modificarse a través de una reforma de estatutos”.

⁵⁰ Artículo 58 N° 3 LSA.

chazar⁵¹. Así lo entiende, también, la Comisión para el Mercado Financiero (CMF, ex SVS)⁵². Esta interpretación se confirma por el hecho de que los directores siguen teniendo responsabilidad por todos los acuerdos sociales, sin poder desligarse de ella alegando que el acuerdo ha sido aprobado por la junta o propuesto por el controlador. Asimismo, la intervención razonada del directorio constituye una garantía para todos los accionistas, pues solo los directores y ejecutivos están obligados a actuar en beneficio del interés social, no los accionistas, que solamente están sujetos al deber de lealtad del artículo 30 LSA.

Por último, es ilógico considerar que no puede haber OPR si la junta de accionistas debe adoptar un acuerdo social –excluyendo de esta decisión social al directorio– si se tiene en cuenta el resultado práctico de este punto de vista. Por ejemplo, si una sociedad enajenara un bien que tuviera una valuación de más de 50% del activo de la sociedad (artículo 67 N° 9 LSA), no se trataría de una OPR, por corresponder a una decisión del directorio. Pero si el bien tuviera una valuación inferior a aquella, entonces sí podría considerarse una OPR.

La segunda de las razones, esto es, que no hay OPR pues en el caso de la fusión no hay una transacción entre accionistas, ya ha sido despejada. Este argumento se funda en una afirmación que implica una contradicción interna: hay ciertos actos corporativos que, siéndolo, son actos de los accionistas. Pero, como se ha visto, un acuerdo social solo puede ser adoptado por un órgano de la sociedad. En este caso, quien adopta el acuerdo social en que se requiere la participación de los accionistas es, precisamente, la junta de accionistas, luego del acuerdo social del directorio que decide convocarla para deliberar y votar sobre una determinada propuesta (sea que provenga, en los hechos, del accionista controlador o no). Un acuerdo social que puede considerarse conducente a la celebración de una OPR, como indica Liace, implica “siempre a la sociedad como persona jurídica en cuyo ámbito recaen los efectos de la operación”⁵³.

⁵¹ La decisión conforme a la cual el directorio decide someter una propuesta a la junta de accionistas debe ser discutida, de manera suficientemente informada, en el directorio y aprobada por la mayoría de los directores asistentes (artículo 47 LSA). Este acto es, en sí mismo, un acuerdo social, pero que aún no se ha perfeccionado, pues la ley exige aprobación de la junta de accionistas.

⁵² La SVS (oficio ordinario 18.684 de 3 de agosto de 2012), como se ha visto, exige deliberación sobre el acuerdo social propuesto a la junta de accionistas, aun si la propuesta proviene de uno o varios accionistas. En el mismo sentido, el Oficio N° 4070 de 23 de marzo de 2010, que exige a una sociedad anónima abierta “informar a esta Superintendencia de qué forma beneficia los intereses sociales la operación que se pretende llevar a efecto; qué obligaciones asume la entidad garantizada; de qué forma puede afectar los activos de la compañía; qué porcentaje de los mismos se verán afectados con la garantía que se otorgará y cómo el directorio ha actuado en resguardo del interés social. Lo anterior, toda vez que los actos de la sociedad, y en especial las propuestas del Directorio a las Juntas de Accionistas, deben siempre velar por el mejor interés de la sociedad, lo cual, no se vislumbra en el acuerdo adoptado”. En el mismo sentido, la aclaración de la SVS al directorio de Enersis en el oficio ordinario 18.684 de 3 de agosto de 2012, al señalar que “de la revisión de las actas de las sesiones de directorio, en especial las de 22 de junio y 25 de julio ambas de 2012, consta que el directorio no se pronunció sobre el aumento de capital, en relación a su conveniencia para el interés social y el destino que se daría a los recursos obtenidos con el citado aumento, dado que consideró que solo le correspondía manifestarse a los accionistas acerca de esta operación, en circunstancias que ello corresponde a una obligación del directorio, conforme lo dispone la Ley de Sociedades Anónimas, máxime si la operación fue planteada por el controlador de la sociedad, para ser pagada en cuanto a su parte, con bienes de su propiedad”.

⁵³ LIACE (2016) p. 6.

Esto explica que no sean OPR, por faltar el elemento de conexión del concepto, es decir, la transferencia “con” o “entre” partes relacionadas, los casos reseñados por Enriques en que hay compraventa de acciones entre los accionistas. En esos casos, verdaderamente, la sociedad no es parte⁵⁴.

2. LA SUPERPOSICIÓN DE REGULACIONES: EL CRITERIO DE ESPECIALIDAD Y LA INTERPRETACIÓN TELEOLÓGICA DE LA REGULACIÓN SOBRE OPR

El Derecho de sociedades contempla múltiples estrategias –jurídicamente hablando, instituciones– para la resolución de conflictos de agencia⁵⁵. Pero estas estrategias pueden superponerse, cuando unos mismos hechos concuerdan con la descripción del ámbito de aplicación de más de una de estas instituciones. ¿Deben aplicarse ambas instituciones, de manera complementaria, o solo una de ellas? Y, en este segundo caso, ¿cómo se determina cuál es especial respecto de la otra y, por lo tanto, la que debe ser aplicada?

Esta cuestión fue discutida –también– en las operaciones de aumento de capital (2012) y de reorganización (2015) de Enersis. En la primera de ellas, las regulaciones superpuestas eran la de aumento de capital con pago de acciones en bienes (artículo 15 LSA) y OPR. En la segunda, fusiones (artículo 99 y 100 LSA) y OPR.

Se proponen dos criterios para dilucidar si debe aplicarse o no la regulación sobre OPR a partir del criterio de especialidad. Para que una regulación sea especial respecto de la normativa de OPR, esta regulación especial debe contemplar tutelas que eviten o disminuyan el problema de conflicto de intereses que justifica la regulación sobre OPR, o bien, la regulación sobre OPR ha de ser redundante o innecesaria pues los remedios contemplados por la otra regulación aplicable tutelan razonablemente los problemas a que puede dar lugar una transacción específica. Ambos criterios, en rigor, son expresión de la necesidad de interpretar la regulación de OPR a partir del fin de la norma⁵⁶. Estos criterios pueden ilustrarse a partir de los dos casos emblemáticos mencionados en el párrafo anterior.

En el caso del aumento de capital de Enersis de 2012, la SVS resolvió que al haber pago en acciones de parte del controlador, la transacción debía quedar sujeta a las reglas sobre OPR, pues “la sola aplicación de los requisitos establecidos por la ley para el aumento de capital con bienes no consistentes en dinero, no resuelve, en este caso, el conflicto de interés, cuya resolución ha sido entregada por el legislador al Título XVI de la Ley N° 18.046”⁵⁷.

⁵⁴ Véase el apartado I.3. c) *Elemento de conexión: transferencia “con” o “entre” partes relacionadas*. En el mismo sentido, LIACE (2016) p. 7, al ilustrar el caso de la oferta pública de adquisición de acciones (OPA), la que no puede considerarse OPR, incluso si quien realiza la oferta de adquisición es el controlador, pues su contraparte no es la sociedad, sino que los demás accionistas.

⁵⁵ ARMOUR, HANSMANN y KRAAKMAN (2017) pp. 29-48.

⁵⁶ GARCÍA DE ENTERRÍA (2023) pp. 371, sugiere que el concepto de OPR debe ser interpretado de manera amplia, caracterizándose “por su perfil abierto y por carecer como tal de unos precisos lindes jurídicos, lo que lejos de suponer una limitación debe ayudar a aplicarlo de manera flexible atendiendo fundamentalmente a los fines normativos que subyacen a la disciplina de las operaciones vinculadas”.

⁵⁷ Oficio ordinario 18.684 de 3 de agosto de 2012. A propósito de la fusión de Endesa y Endesa Eco S.A. y de Endesa y Pehuenche, empresas relacionadas según el artículo 100 LMV, se consultó a la SVS si esa operación debía sujetarse a las reglas sobre OPR, además de a las reglas sobre fusiones. La SVS respondió que “a la fusión

Posteriormente, en 2015, la SVS dictaminó que una fusión entre relacionadas –la segunda fase de la reorganización del grupo Enersis– no puede considerarse OPR, es decir, que la regulación sobre fusiones es una regulación especial respecto de la regulación de OPR. La SVS reiteró expresamente el criterio contenido en el oficio reservado N° 106 de 2 de febrero de 2012, indicando que la fusión constituye una regulación especial que considera sus propias tutelas: quórum especial de aprobación, derecho a retiro y deberes especiales de información previa⁵⁸.

No obstante, la AFP Habitat, un inversionista institucional con acciones en sociedades del grupo Enersis, interpuso un reclamo de ilegalidad ante el pronunciamiento de la SVS. La Corte declaró ilegal el dictamen de la SVS, concluyendo lo opuesto a lo resuelto por la SVS, es decir, que la regulación de fusiones no es especial respecto de la de OPR. Según la Corte, esto se debe a que la regulación de OPR sí establece un procedimiento para llevar a cabo este tipo de transacciones cuando tienen lugar entre relacionadas, pero no así la regulación de fusiones. En consecuencia, el criterio de especialidad impone la aplicación de las reglas sobre OPR a la reorganización, pues la fusión entre sociedades sería una regulación general y la regulación especial sería la fusión entre partes relacionadas. En opinión de la Corte de Apelaciones de Santiago, “la regla de especialidad ... fue aplicada absolutamente al revés por la SVS, ya que lo particular, en este caso es que se trata de una fusión (operación) entre partes relacionadas de sociedades anónimas abiertas y no de una simple fusión entre sociedades anónimas abiertas. Esta última categoría, obviamente, es general respecto de la primera”⁵⁹. Sin embargo, para parte de la doctrina, la aplicación del mismo criterio –especialidad– conduce a un resultado opuesto: determina que la regulación sobre fusiones se deba aplicar con preferencia a la regulación sobre OPR, excluyéndola, concordando en esto con el criterio de la SVS⁶⁰.

no se le hacen aplicables las normas de operaciones con partes relacionadas establecidas en el Título XVI de la Ley N° 18.046, sino las disposiciones que regulan específica y particularmente los acuerdos de fusión, que para ese caso dispuso la mencionada Ley” (oficio reservado N° 106 de 2 de febrero de 2012, Superintendencia de Valores y Seguros), en consideración a que la regulación de LSA sobre fusiones contempla sus propias tutelas: acuerdo de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto; derecho a retiro y balances auditados e informes periciales. Este fue el criterio en que se basó la administración de Enersis para considerar que el aumento de capital no constituía OPR.

⁵⁸ Véase la nota anterior (N° 57).

⁵⁹ Considerando 19. Corte de Apelaciones de Santiago (AFP Habitat con SVS).

⁶⁰ EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) p. 305, señalan que, en este caso, como en el del aumento de capital de Enersis en 2012, debe aplicarse el principio de especialidad. “Por el principio de especialidad nos referimos a que cuando un acto, contrato o negocio tiene una regulación específica establecida en la LSA, que establece mecanismos de protección a los accionistas minoritarios similares o superiores a los establecidos en el Título XVI de la misma ley, no resulta razonable ni procesalmente eficiente aplicar este último, que es genérico, en forma adicional”. Estos autores justifican por qué, desde su perspectiva, la regulación sobre fusiones es más protectora para los accionistas minoritarios. No obstante, el reclamante de ilegalidad consideraba lo contrario: “AFP Habitat resulta gravemente perjudicada por la infracción denunciada, pues al no tener aplicación los requisitos y procedimientos que contempla el Título XVI de la Ley 18.046 –en particular el artículo 147– los accionistas minoritarios deben soportar la indefensión, sin que la operación pueda ser objeto del informe de un evaluador independiente ni tampoco se requiere el pronunciamiento del directorio sobre la conveniencia de la operación para el interés social, los cuales son dos importantes mecanismos de control e información establecidos para resguardar el interés de los minoritarios” (Corte de Apelaciones de Santiago (AFP Habitat con SVS).

Pareciera que se está ante dos puntos de vista inconciliables. Sin embargo, ambos casos dan cuenta de la aplicación del criterio de especialidad y un análisis teleológico de la regla. El problema interpretativo radica en que se utilizó la misma denominación (“especialidad”) para designar dos cosas distintas: una interpretación formal (existe o no una regulación específica para ese tipo de operación) y una interpretación que tiene en consideración el fin de la norma (existe o no una regulación específica que resuelva el problema de conflicto de intereses).

Esta perspectiva podría considerarse demasiado amplia, pues significaría que toda transacción que concuerde con la descripción del concepto de OPR ha de sujetarse a su normativa. Sin embargo, el concepto de OPR sí tiene límites, más allá de la amplia definición del artículo 146 LSA y de NIC 24. La propia finalidad de la regla, esto es, evitar o disminuir eficientemente los problemas derivados de los conflictos de intereses en este tipo de operaciones, permite restringir su aplicación. Esto ocurre en dos casos: cuando estos conflictos de intereses se evitan por la estructura de regulación de la respectiva operación, o bien, cuando a pesar de que la transacción puede considerarse OPR a partir de su concepto y las partes que intervienen, no existe conflicto de intereses.

a) El criterio de especialidad

El primero de estos criterios consiste en que la regulación sobre OPR debe aplicarse cuando la institución específica –por ejemplo, la de aumentos de capital o la de fusiones– no contempla reglas cuya finalidad sea resolver el problema de conflicto de intereses, problema que constituye el fundamento de la regulación sobre OPR. Es cierto, por ejemplo, que la regulación de fusiones contempla tutelas relevantes, pero ellas no se hacen cargo del problema adicional que implica la autocontratación. Por esto, la regulación de fusiones no reconoce la exclusión de los directores involucrados al adoptar el acuerdo de fusión que se propone al directorio, ni el informe de un evaluador independiente designado por el comité de directores, ni exige la opinión fundada de cada director sobre la operación, que son tutelas informativas particularmente relevantes para el mercado y para un eventual juicio de responsabilidad⁶¹. Es por eso por lo que todos los principales ordenamientos jurídicos en materia de gobiernos corporativos “fortalecen la protección de accionistas minoritarios cuando accionistas controladores se encuentran en ambas partes de una fusión”, es decir, contemplan reglas especiales para estos casos, más allá de las establecidas para una fusión que se lleva a cabo con una sociedad con la que no existe ningún tipo de relación⁶². Esto es

⁶¹ Así lo expresó el inversionista institucional demandante: “AFP Habitat resulta gravemente perjudicada por la infracción denunciada, pues al no tener aplicación los requisitos y procedimientos que contempla el Título XVI de la Ley 18.046 –en particular el artículo 147– los accionistas minoritarios deben soportar la indefensión, sin que la operación pueda ser objeto del informe de un evaluador independiente ni tampoco se requiere el pronunciamiento del directorio sobre la conveniencia de la operación para el interés social, los cuales son dos importantes mecanismos de control e información establecidos para resguardar el interés de los minoritarios” (Corte de Apelaciones de Santiago (*AFP Habitat con SVS*)).

⁶² ROCK y OTROS (2017) p. 188. Con “principales jurisdicciones” se refieren a “Brasil, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido, Estados Unidos de América” (ARMOUR y OTROS (2017) p. 3). Particularmente destacable en este sentido es el caso de Delaware, donde las cortes aplican la regla de *entire fairness* a las fusiones entre matriz y filial, en virtud de la cual es el accionista controlador quien debe demostrar que la operación se realiza con

particularmente relevante en el caso chileno, en el que las tutelas a accionistas para el caso de las fusiones son débiles⁶³.

El riesgo de la perspectiva contraria es la posibilidad de realizar arbitraje de regulación con la finalidad de eludir la aplicación de las normas sobre OPR y, así, impedir que se cumpla el objetivo regulatorio de un determinado cuerpo de reglas⁶⁴. Esto determina que se considere que las fusiones entre matriz y filial “son, de hecho, operaciones con partes relacionadas”⁶⁵.

b) La interpretación teleológica

El segundo de los criterios que debe tenerse en consideración al resolver el problema de superposición entre la regulación de OPR y otras instituciones es la interpretación teleológica, criterio que permite evitar el de exceso de regulación. La normativa sobre OPR es gravosa, involucra tiempo y costos adicionales que solo se justifican en la posibilidad de detener transacciones que pueden dar lugar a *tunneling*. El exceso de regulación consiste en establecer como criterio general la aplicación de la regulación sobre OPR, a partir de casos en los que el riesgo de expropiación a minoritarios responde a circunstancias idiosincráticas de una operación específica⁶⁶.

Si el concepto de OPR exige que la transacción consista en un negocio entre partes relacionadas, entonces el caso del aumento de capital de Enersis en 2012 es un caso de OPR, pues el aumento de capital da lugar necesariamente a la suscripción de acciones, que es un contrato que implica transferencia de recursos entre la sociedad y el controlador. Si bien el aumento de capital es, en sí mismo, un acto corporativo y, por lo tanto, no implica

un precio y un proceso justo. No obstante, actualmente Delaware permite liberarse de este estándar y aplicar la *business judgment rule*, siempre que la operación sea negociada por un comité especial de directores independientes y, además, se apruebe por la mayoría de los accionistas no involucrados (esto es, a diferencia de Chile, excluyendo de la votación en la junta al accionista controlador (ROCK y OTROS (2017) p. 189).

⁶³ En este sentido, CABALLERO (2015) p. 367, destacando la ausencia de medidas de publicidad específicas, que es precisamente una tutela que sí contempla la regulación sobre OPR. El caso de la fusión entre Corpbanca e Itaú deja de manifiesto los riesgos para minoritarios de fusiones entre partes relacionadas. En ella, se ofrecieron beneficios adicionales para los controladores, no disponibles para todos los accionistas (la adquisición del controlador en Corpbanca Colombia, una línea de crédito a 7 años por USD 950.000.000 y la posibilidad de vender acciones de la entidad fusionada equivalente a un 6.6% del capital durante 18 meses) Véase *Form 6-K/A*. Corpbanca, 30 de enero de 2014, disponible en <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1276671/000089457914000032/corpbancahechoesencialxh.htm>.

⁶⁴ Este es el riesgo de conceptos jurídicos detallados y de ámbitos de aplicación excesivamente pormenorizados, como ocurre, precisamente, en el caso de la regulación sobre OPR. Así lo explican MCBARNET y WHELAN (1991) p. 849: “la combinación de normas específicas y el énfasis en la forma jurídica y la literalidad puede utilizarse artificialmente, de forma manipuladora, para eludir o socavar el propósito de la regulación. Utilizando este medio, se construyen transacciones, relaciones o formas jurídicas con el fin de evitar los límites manifiestos de normas jurídicas específicas. En este sentido, las reglas pormenorizadas contribuyen a la derrota de la política legislativa”.

⁶⁵ ROCK y OTROS (2017) p. 188. En Chile, bajo la regulación previa a la reforma de LSA por la ley 20.382 en 2009, Alcalde (2007) pp. 72-72 destaca a la fusión como un posible caso de abuso de la mayoría. En el derecho español, García de Enterría (2023) pp. 370, considera que no toda transacción que concuerde con la definición de OPR de NIC 24 queda sujeta a la regulación de “operaciones vinculadas”, si es que estas cuentan “con sus propias reglas sustantivas y que por su naturaleza no avivan los riesgos que dicho régimen trata de prevenir”.

⁶⁶ ENRIQUES (2015) p. 12.

un negocio entre la sociedad y el controlador, sí determina las condiciones conforme a las cuales se llevará a cabo la suscripción de acciones, un contrato que implica una transferencia de recursos entre relacionadas⁶⁷.

El problema de este razonamiento es que lleva necesariamente a considerar que todo aumento de capital de una sociedad anónima habrá de considerarse una OPR respecto de su controladora, pues todo aumento de capital es seguido por contratos de suscripción de acciones⁶⁸. Aquí hay un evidente peligro de hacer una interpretación sobre inclusiva de la regla⁶⁹.

Es cierto que el controlador puede influir en las condiciones de su futura suscripción de acciones, pero también es cierto que el aumento de capital contempla una tutela específica para garantizar que estas condiciones favorables correspondan a todos los accionistas: el derecho de suscripción preferente. Por otro lado, el específico riesgo de *tunneling* en este caso no era el aumento de capital –como expresa la propia SVS– sino que el aumento de capital con pago en acciones de otras sociedades, para lo cual existe también una tutela específica: la evaluación por peritos del artículo 15 LSA, además de la aprobación por dos tercios de la junta de accionistas. No obstante, la evaluación pericial es insuficiente si el controlador se encuentra en conflicto de intereses, lo que justifica la aplicación de las reglas de OPR para este tipo de casos⁷⁰. Esto no quiere decir que se justifique para otros casos cercanos.

El caso cercano relevante es el de aumentos de capital si se ha acordado que todos los accionistas deberán pagar sus acciones en dinero. De todas formas, sigue habiendo un potencial de actuación, cuando menos, no en beneficio del interés social. Puede ocurrir que el aumento de capital sea beneficioso para la matriz, porque mejora su relación entre deuda y capital, si los balances se consolidan entre matriz y filial y, al mismo tiempo, perjudicial

⁶⁷ En contra, PUGA (2023) p. 661, quien sostiene que los actos que no son atribución del directorio no quedan sujetos a las reglas sobre OPR. Asimismo, EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) p. 303, quienes consideran que “un aumento de capital es una operación entre accionistas y no una operación en la que interviene la sociedad misma”. En ambos textos referidos, se considera que la suscripción de acciones no es más que la ejecución de un acuerdo de la junta de accionistas. No se puede sino concordar con esto último. Pero es un error sostener que: primero, la decisión respecto de un aumento de capital o de cualquier acto en que la ley exige aprobación de la junta de accionistas, implica que ese acto “no es atribución del directorio”; segundo, que lo que resuelve la junta de accionistas no es un acto corporativo, sino que puede identificarse con un acto propio de los accionistas. Un acto corporativo, se reitera, muchas veces es complejo, en el sentido que supone la intervención de más de un órgano y en el sentido de que supone varias etapas.

⁶⁸ En el mismo sentido, EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) p. 303.

⁶⁹ Explica ENRIQUES (2015) pp. 11-12 que “por supuesto, el hecho de que las OPR estén sujetas a normas específicas que no se aplican a otras técnicas de *tunneling*, y viceversa, puede estar plenamente justificado. Así, puede haber operaciones de *tunneling* incluidas en una categoría de operaciones que normalmente no presentan potencial de abuso (por ejemplo, una emisión de nuevas acciones con derecho de suscripción preferente para todos los accionistas), pero que transfieran valor a la parte vinculada debido a algunas características peculiares de las mismas ... Sin embargo, la aplicación de las normas especiales sobre OPR a todas las nuevas emisiones de acciones, especialmente en presencia de derechos preferentes para a los accionistas, con el fin de evitar operaciones de *tunneling* idiosincrásicas ... puede dar lugar a una regulación gravosa y excesivamente inclusiva. En igualdad de condiciones, en tal caso, la revisión judicial a posteriori parece ser una solución mejor.

⁷⁰ Esto se debe a que la regla del artículo 15 LSA no excluye de la elección del evaluador independiente a los directores involucrados, precisamente porque no está diseñado para resolver casos de conflictos de intereses. De hecho, la operación terminó siendo más favorable a los minoritarios gracias a la intervención de la SVS y el efecto de los informes de los evaluadores independientes considerados en la regulación sobre OPR.

para la filial, si se encuentra suficientemente capitalizada y su estructura de financiamiento óptimo exigiría un mayor nivel de deuda. Pero esto no justifica que todos los aumentos de capital en los que participe el controlador deban quedar sujetos a las reglas sobre OPR, aun cuando estrictamente corresponda a partir de la sola interpretación del concepto de OPR, pues el riesgo de *tunneling* es remoto en la mayoría de los casos. Para casos sospechosos, bastaría con la revisión *a posteriori* de la actuación de los directores, ya sea a través de una investigación administrativa o demandas de responsabilidad civil o penal⁷¹.

Lo mismo puede sostenerse de operaciones como el acuerdo social que determina el pago de dividendos o para la disminución de capital. Conceptualmente, debe considerarse que se encuentran incorporadas en el concepto de OPR. No obstante, se trata de transacciones en las que la regla de prorrata⁷² y la regla de deber de lealtad de los directores (artículo 42 LSA) y de los accionistas (artículo 30 LSA) ofrecen suficiente protección a los accionistas minoritarios⁷³. Un caso más evidente es el caso de transacciones entre una sociedad matriz y una filial, en la que la primera es titular del 100% de las acciones de la segunda. Si bien esa transacción presenta riesgos para los acreedores sociales, la tutela de acreedores no es una finalidad de la regulación sobre OPR. Esta regulación constituye, más bien, una institución destinada a resolver problemas de agencia entre directores y ejecutivos y accionistas, o bien, entre accionistas mayoritarios y minoritarios, problema de agencia que es el más común en el mercado chileno. En los casos de sociedades “íntegramente participadas” (*fully owned*), no hay conflictos de intereses societarios⁷⁴.

Este mismo criterio sirve para excluir la aplicación de las reglas del título XVI LSA para aquellos casos de OPR entre matriz y filial, desde la perspectiva de la matriz. No se justifica la aplicación del procedimiento regulado para la aprobación de la transacción en la sociedad matriz, pues la filial no influye en ella para la adopción del acuerdo social, es decir, no hay riesgo de autocontratación⁷⁵.

⁷¹ En un sentido análogo, ENRIQUES (2015) p. 12.

⁷² GARCÍA DE ENTERRÍA (2023) pp. 371 señala que la regla de distribución proporcional, por sí misma, “desecha cualquier riesgo de posible tratamiento discriminatorio y de perjuicio a los accionistas”. En el mismo sentido, en *Delaware Supreme Court, Sinclair Oil Corp. v. Levien* el tribunal declara que no hay que aplicar la regla de *entire fairness* a la política de distribución de dividendos, porque en ella los minoritarios no obtienen nada menos (proporcionalmente) que los mayoritarios. Como sostiene GEVURTZ (2020) p. 197, al comentar esta parte del fallo, “la prueba consiste esencialmente en determinar si el interés de la sociedad matriz o de los accionistas mayoritarios es, en su mayor parte, aunque no sea exactamente, el mismo que el de los demás accionistas”.

⁷³ En un sentido análogo, el criterio expresado en *United States Court of Appeals for the Third Circuit, Zahn v. Transamerica Corp.*, según el cual un accionista puede votar en su propio beneficio, a diferencia del director. Sin embargo, tiene deberes de lealtad cuando los directores actúan como sus “marionetas”, es decir, si no “ejercitan un juicio independiente” (véase el comentario de GEVURTZ (2020) p. 198).

⁷⁴ Véase CAMPINS (2021) (versión electrónica). En contra, el criterio de la CMF expresado en el caso *Ohio National* en 2016. En rigor, los mecanismos contemplados por la regulación de OPR para evitar los problemas derivados de los conflictos de intereses de los directores o de los ejecutivos son totalmente ineficaces para resolver problemas entre la sociedad anónima y sus acreedores. Salvo, claro está, aplicar una sanción administrativa por infracción de ley, tutela ajena al ámbito del derecho privado.

⁷⁵ En este sentido, PAZ-ARES y JORDANO (2021) pp. 74-75, quienes sintetizan la cuestión indicando que “el conflicto de interés no es bidireccional”.

CONCLUSIONES

1. El concepto de OPR que recoge el derecho chileno a partir de 2009 proviene de la contabilidad y del derecho inglés. Es una institución que regula un tipo de conflicto de intereses, delimitado por su propia definición. La formalización del tipo de conflicto de intereses que regula facilita la aplicación de la institución, pues no es necesario demostrar quiénes se encuentran en conflicto de intereses. No obstante, la situación de conflicto de intereses constituye el fundamento de la institución y evitar sus problemas de forma eficiente es la finalidad de la regulación.

2. El acuerdo y ejecución de actos corporativos que afectan al patrimonio social corresponde a los órganos sociales. A veces, suponen la intervención de más de un órgano social y, en ocasiones, se desarrollan en varias etapas. Por lo tanto, los acuerdos sociales como fusiones o aumentos de capital no pueden considerarse actos de los socios (en rigor, accionistas), sino que son actos de la sociedad. En consecuencia, no se puede excluir la aplicación de la regulación de OPR argumentando, por ejemplo, que una fusión o un aumento de capital es un acto de los socios, no de la sociedad. Pero sí se puede excluir la regulación de OPR aduciendo que, por ejemplo, una oferta de adquisición de acciones del controlador a otros accionistas no es un acto que involucre a la sociedad.

3. La regulación de OPR puede excluirse por especialidad cuando la respectiva institución a la que se considera especial contempla mecanismos de resolución de conflictos de intereses. Esto no puede afirmarse, por ejemplo, en el caso de las regulaciones chilenas sobre aumentos de capital con pago en bienes distintos del dinero o fusiones.

4. Se puede restringir el ámbito de la regulación de OPR, cuando su aplicación irrestricta pueda considerarse sobre inclusiva, en virtud de una interpretación teleológica. La aplicación de la regulación sobre OPR es sobre inclusiva si los riesgos de la autocontratación son irrelevantes por la estructura misma de la operación y las tutelas que esta involucra. Por ejemplo, un caso de aumento de capital en que todos los accionistas se comprometen a pagar sus acciones en dinero, o bien, el acuerdo social para la distribución de dividendos o disminución de capital. Asimismo, deben considerarse ajenas al ámbito de aplicación de la regulación sobre OPR aquellas transacciones en las que no existe conflicto de intereses entre accionistas o entre estos y administradores. Por ejemplo, las transacciones entre una sociedad matriz con su filial íntegramente participada.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

ABRIANI, N. y OTROS (2008): *Derecho italiano de sociedades* (trad. LATORRE, Nuria y MARTÍ, Vanessa, Valencia, Tirant lo Blanch).

AHERN, Deidre (2011): “Nominee Directors’ Duty to Promote the Success of the Company: Commercial Pragmatism and Legal Orthodoxy”, *Law Quarterly Review*, vol. 127: pp. 118-146.

AKERLOF, George A. (1970): “The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Issue 3: pp. 488-500.

- ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique (2007): *La sociedad anónima. Autonomía privada, interés social y conflictos de interés* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile).
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2016): “La naturaleza jurídica de los acuerdos sociales”. Disponible en: <https://almacenederecho.org/la-naturaleza-juridica-los-acuerdos-sociales/>. Fecha de consulta: 23 de agosto de 2018.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2017): “La junta, los acuerdos sociales, la prohibición de la unanimidad y el reconocimiento de derechos de veto a los socios”, en Juste, Javier y Espín, Cristóbal (edits.), *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital. Liber amicorum Fernando Rodríguez Artigas Gaudencio esteban Velasco* (Cizur Menor, Thomson Reuters Aranzadi).
- ARMOUR, John y otros (2017): “What is Corporate Law?” en KRAAKMAN, REINIER y otros (edits.), *The Anatomy of Corporate Law* (Oxford, Oxford, tercera edición) pp. 1-28.
- ARMOUR, John; HANSMANN, Henry y KRAAKMAN, Reiner (2017): “Agency Problems and Legal Strategies?” en Kraakman, Reinier y otros (edits.), *The Anatomy of Corporate Law* (Oxford, Oxford, tercera edición) pp. 29-48.
- BERNET PAÉZ, Manuel (2007): “El deber de lealtad de los directores y los contratos en conflicto de interés”, *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 8: pp. 107-153.
- BERNET PAÉZ, Manuel (2011): “Regulación jurídica de las operaciones con partes relacionadas” en WILENMANN, Javier (ed.), *Gobiernos corporativos: aspectos esenciales de las reformas a su regulación* (Santiago, Legal Publishing) pp. 139-172.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo (2015): “La ley de sociedades anónimas y las “modificaciones estructurales”: un tema pendiente”, en VÁSQUEZ, María y EMBID, José (directores), *Modernización del Derecho Societario*, (Santiago, Thomson Reuters) pp. 363-394.
- CAMPINS VARGAS, Aurora (2021): “El nuevo régimen de operaciones vinculadas intragrupo en sociedades de capital no cotizadas. Derecho especial de grupos “*ma non troppo*”, *Revista de Derecho Mercantil*, N° 322 (versión electrónica).
- CORTÉS DOMÍNGUEZ, Luis J. y PÉREZ TROYA, Adoración (2010): “La fusión de sociedades: concepto, naturaleza, supuestos y efectos”, en SAENZ, Juan; OLEO, Fernando y MARTÍNEZ, Aurora (coordinadores), *Estudios de Derecho mercantil. En memoria del Profesor Aníbal Sánchez Andrés* (Cizur Menor, Civitas Thomson Reuters).
- COX, James D. y HAZEN, Thomas Lee (2020): *Business Organizations Law* (St. Paul, West Academic Publishing).
- DAMMAN, Jens (2019): “Related Party Transactions and Intragroup Transactions”, en ENRIQUES, Luca y TRÖGER, Tobias (edit.), *The Law and Finance of Related Party Transactions* (Cambridge, Cambridge University Press) pp. 218-244.
- DAVIES, Paul (2019): “Related Party Transactions: UK Model”, en ENRIQUES, Luca y TRÖGER, Tobias (edit.), *The Law and Finance of Related Party Transactions* (Cambridge, Cambridge University Press) pp. 361-399.
- DAVIES, Paul (2022): “Related Party Transactions on the London Stock Exchange: What Works and What Does Not?”, *Business Law Review*, Vol. 43 issue 1: pp. 2-17.
- ENRIQUES, Luca (2015): “Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)”, *European Business Organization Law Review*, N° 16: pp. 1-37.

- ENRIQUES, Luca y HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki y PARGENDLER, Mariana (2017): “Related Party Transactions” en *The Anatomy of Corporate Law*, KRAAKMAN, REINIER y otros (edit.), (Oxford, Oxford, tercera edición).
- ENRIQUES, Luca y TRÖGER, Tobias H. (2019): “The law and (some) finance of related party transactions” en *The law and finance of related party transactions*, L. ENRIQUES y T. TRÖGER edit., (Cambridge University Press, Cambridge).
- EYZAGUIRRE COURT, Cristián y VALENZUELA NIETO, Ignacio (2015): “Las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas”, *Actualidad Jurídica*, N° 31: pp. 267-310.
- FERA, Pietro (2020): *Le operazioni tra parti correlate. Profili informativi e di governance* (Torino, Giappichelli Editore).
- GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier (2023): “Cuestiones sobre el ámbito objetivo del nuevo régimen de operaciones vinculadas”, en PEÑAS, María Jesús (coord.), *Estudios de Derecho de sociedades y de Derecho concursal: libro en homenaje al profesor Jesús Quijano González* (Valladolid, Ediciones Universidad de Valladolid) pp. 369-382.
- GASPAR, José Antonio (2012): “Deber de diligencia y cuidado de los directores de sociedades anónimas. Caso La Polar. Superintendencia de Valores y Seguros. Resoluciones exentas N°s 073, 074, 075, 076, 077, 078, 079, 080, 081 y 082, todas de 9 de marzo de 2012”, *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 19: pp. 227-238.
- GUERRERO VALENZUELA, Roberto (2016): “La fusión como operación con parte relacionada: solución para un ‘caso difícil’”, *Sentencias Destacadas (Libertad y Desarrollo)*, pp. 383-399. Disponible en: <https://lyd.org/wp-content/uploads/2018/01/pp-383-400-LA-FUSION-COMO-OPERACION-CON.pdf>. Fecha de consulta: 19 de abril de 2023.
- GEVURTZ, Franklin A. (2020): “United States’ Laws Addressing the Two Central Challenges Created by Groups of Companies: Protection of Minority Shareholders and of Creditors”, en MANÓVIL, Rafael (edit.), *Groups of Companies. A Comparative Law Overview* (Cham, Springer).
- GOSHEN, Zohar (2003): “The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality”, *California Law Review*, Vol. 91 N° 2: pp. 393-438.
- HOUBEN, Mariasofia (2020): *Operazioni con parti correlate e governo societario* (Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, segunda edición).
- ISLAS ROJAS, Gonzalo (2011): “Gobierno corporativo: teoría económica, principios de la OCDE y la ley 20.382”, en WILENMANN, Javier (ed.), *Gobiernos corporativos: aspectos esenciales de las reformas a su regulación* (Santiago, Legal Publishing), 9-44.
- ISLAS ROJAS, Gonzalo y LAGOS VILLARREAL, Osvaldo (2020): “Detrás de la cascada: el rol de las instituciones jurídicas en la estructura de mercado en Chile”, *Economía y Política*, vol. 7, N° 2: pp. 51-87.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000): “Tunneling”, *The American Economic Review*, vol. 90, N° 2: pp. 22-27.
- KERSHAW, David (2012): *Company Law in Context* (Oxford, Oxford, segunda edición).
- KÜBLER, Friedrich (2001): *Derecho de sociedades* (trad. Michèle Klein, Madrid, Fundación Cultural del Notariado)

- LARRAÍN, Borja y URZÚA, Francisco. (2013): “Controlling shareholders and market timing in share issuance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 109, N° 3: pp. 661-681.
- LATORRE CHINER, Nuria (2020): *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada* (Madrid, Marcial Pons).
- LIACE, Gianfranco (2016): *Le operazioni con parti correlate* (Milano, Giuffrè).
- LYON PUELMA, Alberto (2006): *Persona jurídicas* (Santiago, Ediciones Universidad Católica de Chile, cuarta edición).
- MCBARNET, Doreen y WHELAN, Christopher (1991): “The Elusive Spirit of the Law: Formalism and the Struggle for Legal Control”, *Modern Law Review*, vol. 54, N° 6: pp. 848-873.
- OECD (2012): *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights* (OECD Publishing).
- PALASKOV IGLESIAS, Nikolai (2021): “Operaciones con partes relacionadas: análisis comparativo entre la regulación chilena en la sociedad anónima cerrada y la abierta a la luz de los principios de gobierno corporativo de la OCDE y del G20”, *Revista de Estudios Ius Novum*, vol. XIV, N° 1: pp. 321-392.
- PAZ-ARES, Cándido (2017): “Identidad y diferencia del consejero dominical”, *Estudios sobre órganos de las sociedades de capital*, vol. 2: pp. 39-191.
- PAZ-ARES, Cándido y JORDANO LUNA, Martín (2021): “El perímetro de vinculación”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, N° 56: pp. 71-114.
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2005): “El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la superintendencia de valores y seguros en el contexto del denominado ‘caso chispas’”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 32, N° 3: pp. 501-552.
- PUELMA ACCORSI, Álvaro (2001): *Sociedades*, Tomo II (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, tercera edición).
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2023): *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, tercera edición).
- ROCK, Eduard y otros (2017): “Fundamental changes” en Kraakman, Reinier y otros (edits.), *The Anatomy of Corporate Law* (Oxford, Oxford, tercera edición) pp. 171-203.
- ROMASCHCHENKO, Ivan (2020): *Related Party Transactions and Corporate Groups* (Alphen aan den Rijn, Wolters Kluwer).
- SEEHAUSEN, Jesper (2021): “Accounting Concepts in Company Law”, *European Company and Financial Law Review*, N° 3: pp. 398-427.
- TRÖGER, Tobias H. (2019): “Germany’s Reluctance to Regulate Related Party Transactions: An Industrial Organization Perspective”, en ENRIQUES, Luca y TRÖGER, Tobias (edit.), *The Law and Finance of Related Party Transactions* (Cambridge, Cambridge University Press), pp. 218-244.
- VANBERG, Viktor (2000): “Una interpretación contractualista de las organizaciones sociales”, en KERN, L. y MÜLLER, H. P. (comps.), *La justicia: ¿discurso o mercado?* (trad. Ernesto Garzón, Barcelona, Editorial Gedisa) pp. 163-180.

JURISPRUDENCIA CITADA

Corte Suprema, 7/07/2005, rol 4261-2004, Recursos de casación en el fondo y en la forma (CASO CHISPAS).

Corte de Apelaciones de Santiago, 22/03/2016, rol 8069-2015, ilegalidad (AFP HABITAT CON SVS).

Estados Unidos: *ZAHN V. TRANSAMERICA CORP.*, 162 F.2d 36, 172 A.L.R. 495 (3d Cir. Del. June 30, 1947).

Estados Unidos: *SINCLAIR OIL CORP. V. LEVIEN*, 280 A.2d 717.

JURISPRUDENCIA ADMINISTRATIVA CITADA

Oficio reservado N° 106, 2 de febrero de 2012, Superintendencia de Valores y Seguros.

Oficio ordinario N° 9.914, 18 de abril de 2012, Superintendencia de Valores y Seguros.

Oficio ordinario N° 18.684, 3 de agosto de 2012, Superintendencia de Valores y Seguros.

Resolución exenta N° 233, 2 de septiembre de 2014, aplica sanción de multa, Superintendencia de Valores y Seguros.

Oficio ordinario N° 15.443, 20 de julio de 2015, Superintendencia de Valores y Seguros.

Oficio ordinario N° 28.552, 24 de diciembre de 2015, Superintendencia de Valores y Seguros.

Resolución exenta N° 4176, 11 de octubre de 2016, superintendencia de Valores y Seguros. Aplica sanción a Ohio National Seguros de Vida S.A. y sus directores (caso Ohio National).

Oficio ordinario N° 24.807, 11 de septiembre de 2017, Superintendencia de Valores y Seguros.

Oficio ordinario N° 28.961, 30 de octubre de 2017, Superintendencia de Valores y Seguros.

NORMAS CITADAS

Chile, Ley N° 18.046 (22/10/1981), de Sociedades Anónimas.

Reino Unido, *Financial Conduct Authority Handbook, Listing Rules*, 28 de abril de 2023, (Reino Unido).

Reino Unido, *Companies Act* (2006).

España, Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (España).

Unión Europea, Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (*Shareholders Rights Directive 1*)

Unión Europea, Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (*Shareholders Rights Directive 2*)

