



La regulación de operaciones con partes relacionadas en grandes transacciones intragrupo en Chile: el derecho en los libros y el derecho en acción

Related party transactions regulation in large intragroup transactions in Chile: law in books and law in action

OSVALDO LAGOS VILLARREAL¹

Resumen

¿Cuál es el efecto previsible de la regulación chilena sobre operaciones con partes relacionadas a propósito de grandes transacciones intragrupo? ¿Logra disuadir transacciones cuya finalidad sea perseguir beneficios para el controlador sin generar rendimientos claros para la sociedad? Una primera lectura de la regulación legal chilena permitiría considerar que el diseño legislativo de la regulación de OPR establece un estándar exigente. En consecuencia, debería disuadir o evitar grandes transacciones intragrupo que no persigan el interés social. Sin embargo, la aplicación práctica de la normativa da cuenta de que la regulación descansa en una tutela: la publicación de informes de evaluadores independientes, cuyo efecto es, simplemente, mejorar —no demasiado— para la sociedad de referencia, las condiciones de las grandes transacciones intragrupo.

Palabras clave: *Sociedad anónima; operaciones con partes relacionadas; transacciones intragrupo; grupo empresarial.*

Abstract

What is the foreseeable effect of the Chilean regulation on related-party transactions regarding large intra-group transactions? Does it succeed in deterring transactions whose purpose is to pursue benefits for the controller without generating clear gains for the corporation? A first look at the Chilean regulation would suggest that the statutory design of the RPT regulation sets a high standard. Consequently, it should discourage or avoid large intra-group transactions that do not pursue the corporate interest. However, the practical application of the rules shows that the regulation rests in one remedy: the publication of reports by independent appraisers, the effect of which is simply

¹ Universidad Adolfo Ibáñez (osvaldo.lagos@uai.cl). ORCID: 0000-0002-5991-6350. Este artículo se enmarca en el proyecto de investigación FONDECYT regular N° 1201124, sobre problemas institucionales del sistema de gobiernos corporativo chileno. Agradezco los comentarios a una versión previa de este trabajo de los profesores Guillermo Caballero, Andrea Martínez, Guillermo Jiménez, Diego Pardo y Adrián Schopf. Asimismo, a los estudiantes de doctorado de la Facultad de Derecho de la Universidad LUISS en Roma, a los profesores y estudiantes de doctorado de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes (Santiago) en su seminario *iurisprudencia* y a los dos árbitros de este texto, por sus observaciones y comentarios que ayudaron a mejorar este trabajo.

Artículo recibido el 27 de diciembre de 2023 y aceptado para publicación el 18 de junio de 2024. Traducido por Daniela Pavez.

Cómo citar este artículo:

LAGOS, Osvaldo (2024). “Related party transactions regulation in large intragroup transactions in Chile: law in books and law in action”, *Latin American Legal Studies*, Vol. 12 N° 2, pp. 219-275.

to improve —not too much— for the reference corporation, the conditions of large intra-group transactions.

Keywords: *Public corporation; related-party transactions; intra-group transactions; corporate group.*

I. INTRODUCCIÓN

¿Cómo saber cuál es el verdadero efecto de la regulación sobre operaciones con partes relacionadas (OPR) en grandes transacciones en Chile? La forma usual de buscar la respuesta a esta interrogante consiste en analizar el texto legal. Sin embargo, en este trabajo se plantea que el texto de la norma legal sugiere un efecto mucho más exigente que el que se puede observar en la aplicación de esas reglas a casos reales.

La regulación sobre OPR para transacciones de monto relevante en sociedades anónimas abiertas es la normativa disponible en el ordenamiento jurídico chileno, para controlar las grandes transacciones entre sociedades pertenecientes a un mismo grupo empresarial (artículo 96 Ley de Mercado de Valores, LMV), que son las OPR más comunes en el mercado chileno, por lo cual este trabajo se enfoca en ellas.¹

Este estudio revela que el sistema de normas que regula las OPR para grandes transacciones en Chile descansa en el informe de los evaluadores independientes como tutela fundamental. Esto ocurre como consecuencia de la forma en que se ha aplicado el procedimiento regulado, sin la intervención —crucial en el diseño— de los directores “no involucrados”, a lo que se agrega el sentido que se atribuye a la regulación sobre la aprobación de la operación por la junta de accionistas. Esta forma de interpretar el derecho se combina con los altos niveles de concentración del mercado local y con la debilidad institucional en lo que respecta al funcionamiento de la litigación privada. Todo esto determina que, finalmente, la OPR pueda ser diseñada y aprobada, en la mayoría de los casos, por el propio controlador del grupo. En consecuencia, y salvo aquellos casos en que una transacción específica dé lugar, además, a derecho a retiro, las opiniones de los evaluadores independientes divulgadas al público y el eventual castigo del precio de la acción se erigen, hasta ahora, como la única tutela con real impacto —aunque limitado— en el caso de grandes transacciones sujetas a la regulación sobre OPR. No obstante, una interpretación distinta de las mismas reglas jurídicas puede acercar a la regulación chilena a un funcionamiento óptimo, que permita realizar operaciones socialmente rentables sin perjudicar a la sociedad de referencia.

En cuanto a su metodología, este trabajo se inscribe en la perspectiva de la literatura de gobiernos corporativos que considera que, para analizar instituciones en esta materia, el texto de la legislación enseña menos que la observación de éste combinada con los mecanismos de *enforcement* disponibles.² No basta con analizar el derecho en los libros, sino que es necesario observar cómo interactúa con los demás arreglos institucionales y con la estructura de mercado.

¹ En 2018, de un total de 172 sociedades anónimas abiertas incorporadas en la lista de emisores de la Bolsa de Comercio de Santiago, 90 formaban parte de un grupo de sociedades (ISLAS, LAGOS & CERDA (2024)). Según ZINGALES (2023), p. 72, “los grupos empresariales representan 84% de la capitalización bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago [a 2019].”

² Así, ENRIQUES (2002), p. 767, citando múltiples referencias de trabajos clásicos sobre gobiernos corporativos en este sentido, entre ellos, a ROE (2006), pp. 194-196, quien señala que lo que cuenta como factor relevante o condición para lograr mercados de valores robustos no es solo el derecho en los libros, sino que éste analizado

La investigación se enfoca en el análisis de la legislación chilena sobre OPR en sociedades anónimas abiertas, que es la institución contemplada por el ordenamiento jurídico para regular grandes transacciones intragrupo.³ Lo anterior requiere que se cumplan tres supuestos: que pueda considerarse que la transacción es una OPR,⁴ que sea de “monto relevante” y que no pueda considerarse una operación habitual. Por lo tanto, en este trabajo se entiende por “gran transacción” sujeta a la regulación de OPR a aquella regulada por las normas sobre OPR para sociedades anónimas abiertas, que sea de monto relevante y que no pueda considerarse habitual.

El artículo se organiza de la siguiente manera: primero, se ofrece una interpretación de las normas legales chilenas sobre OPR, ilustrando sus funciones y contenidos con la literatura jurídica nacional y comparada sobre esta materia (*law in books*); segundo, se analizan dos casos en que estas reglas se han aplicado (*law in action*). Por último, se contrasta el resultado de una y otra observación, concluyendo que la regulación de OPR en Chile, como tutela para grandes transacciones intragrupo, es bastante menos eficaz, a partir de cómo ha sido aplicada, que lo que se podría desprender de la lectura de la normativa legal. Sin embargo, se sugiere que una interpretación diversa de las mismas reglas permite mejorar este resultado.

II. LA REGULACIÓN CHILENA SOBRE OPR EN LOS LIBROS

En el derecho comparado se observan tres tendencias institucionales para resolver el problema de las grandes transacciones entre sociedades que pertenecen a un mismo grupo empresarial, desde la perspectiva de la protección a los accionistas de sociedades anónimas abiertas cotizadas en bolsa. Primero, la aplicación de reglas generales del derecho de sociedades, en particular, las obligaciones fiduciarias de directores, ejecutivos y controladores. El sistema más sofisticado en esta tendencia es el del derecho del estado de Delaware, en Estados Unidos.⁵ Segundo, el derecho de grupos de sociedades, una regulación legal de origen alemán.⁶ Tercero, la regulación de operaciones con partes relacionadas, una normativa de origen contable, utilizada originalmente para sociedades listadas en el segmento *premium* de la Bolsa de Valores de Londres, en el Reino Unido y, de ahí, traspasada al resto de Europa.⁷ El derecho chileno se inserta en este tercer modelo de regulación.

Por sofisticadas que puedan parecer las opciones de regulación en el derecho comparado, la solución al problema de las grandes transacciones en las que el controlador se encuentra en conflictos de intereses, parece estar en volver a los principios del derecho de sociedades. Como sostiene Subramanian a propósito de operaciones de *freeze-out*, “el objetivo es replicar los elementos de una transacción entre sujetos independientes —esto es, aprobación por directores no interesados y por accionistas no interesados.”⁸ Naturalmente, la regulación

en el contexto de la calidad de los reguladores, su eficiencia, precisión, la honestidad del sistema judicial, entre otros elementos.

³ La Ley 18.046 de Sociedades Anónimas también contempla reglas sobre operaciones con partes relacionadas para sociedades anónimas cerradas, en su artículo 44. Estas normas no van a ser objeto de análisis en este estudio.

⁴ Sobre este punto, véase LAGOS (2024a), pp. 1-27.

⁵ GEVURTZ (2020), pp. 193-222; COX & HAZEN (2020), pp. 289-299. El caso más relevante para la configuración actual de la regla es *Kahn v. M & F Worldwide Corp* (2014).

⁶ MOCK (2020), pp. 303-398.

⁷ BIANCHI & MILIC (2021), pp. 290-291; DAVIES (2022), pp. 2-3.

⁸ SUBRAMANIAN (2005), p. 8.

no debe ser tan exigente como para evitar transacciones con partes relacionadas que sí crean valor.⁹

La literatura sobre derecho de sociedades distingue entre reglas de responsabilidad y reglas de propiedad.¹⁰ Las primeras, permiten que la mayoría imponga un acuerdo social a la minoría, pero establece que la transacción puede ser revisada *a posteriori* por los tribunales bajo un criterio exigente (*entire fairness*). Esto tiene como efecto que el controlador tenga la carga de la prueba de demostrar que el negocio era favorable al interés social, como si fuera una transacción entre terceros ajenos entre sí (*arms length*). Las segundas (reglas de propiedad o “reales”), permiten detener la transacción. Se trata de reglas de gobierno, es decir, determinan la forma en que se puede acordar el negocio. Para satisfacer las exigencias de justicia del derecho común, deben excluir a las partes interesadas de la decisión. Si el acuerdo social corresponde al directorio, debe ser adoptado por un comité especial de directores independientes (o “no involucrados”). Si el acuerdo social lo adopta la junta de accionistas, debe excluirse al accionista interesado o involucrado (regla de la mayoría de la minoría o MoM). De no observarse el procedimiento establecido por la ley, el acuerdo social no es válido.

De los modelos de regulación disponibles, el más eficaz es el desarrollado por la jurisprudencia de Delaware.¹¹ Luego de *Kahn v. M & F Worldwide Corp.*,¹² si el acuerdo social es adoptado por un comité de directores independientes y, además, por la mayoría de la minoría de los accionistas, la transacción ya no puede ser revisada bajo el exigente estándar de *entire fairness*, sino solo por medio de la deferente *business judgement rule*.¹³ Esta regulación es más efectiva, pues incentiva el uso de un comité de directores independientes para aprobar la transacción.¹⁴ Promueve, además, la aprobación por la mayoría de la minoría de la junta de

⁹ SUBRAMANIAN (2005), pp. 39-48, explicando las maneras en que se pueden obstaculizar transacciones de *freeze-out* que crean valor para ambas partes de la operación (controlador y minoritarios) o, en los términos acuñados por ENRIQUES (2015), p. 13, disminuir lo más posible el riesgo de *tunneling* (evitar falsos negativos) sin sofocar transacciones que crean valor (falsos positivos).

¹⁰ GOSHEN (2003), pp. 393-438; ANDERSON (2020), pp. 1-103; en el derecho continental, PAZ-ARES (2020), pp. 89-115.

¹¹ En el mismo sentido, GÖZLÜGÖL (2022), p. 656. Se trata de un modelo que a partir de la modificación del estándar de revisión *a posteriori*, promueve la adopción de un procedimiento para la adopción del equivalente a una OPR *a priori*. Si bien en Chile el procedimiento regulado puede entenderse como una regla que establece el procedimiento, la imposibilidad de anular lo obrado (porque la ley expresamente restringe las tutelas a la indemnizatoria en el caso de OPR), puede conducir el modelo hacia un resultado análogo. La conveniencia para el derecho de sociedades chileno de evolucionar desde una regulación basada en reglas hacia una que utilice la técnica de los estándares ha sido justificada por VALENZUELA (2019), pp. 43-86. El desarrollo de este sistema jurídico también ha sido impulsado por la literatura jurídica y la investigación empírica financiera, que analizan constantemente los criterios jurisprudenciales elaborados por las cortes (Véase, por ejemplo, SUBRAMANIAN (2005), pp. 2-70).

¹² *Kahn v. M & F Worldwide Corp.* (2014).

¹³ Si la transacción se acuerda solo por medio de un comité de directores no involucrados, o bien, solo por la mayoría de la minoría en la junta de accionistas, la transacción sigue quedando sujeta a la revisión conforme al estándar de *entire fairness*, pero la carga de la prueba corresponde al demandante (*Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* (1994)).

¹⁴ A partir de su acceso a información y capacidad de negociación, la utilización de un comité de directores independientes es el mecanismo más efectivo para evitar *tunneling*, impactando positivamente el precio ofrecido a los accionistas en transacciones con conflictos de intereses observadas empíricamente, como el caso de las adquisiciones de una sociedad anónima por sus propios ejecutivos, denominadas *management buy-outs* o MBO (véase CAIN & DAVIDOFF (2011), p. 895), o de la adquisición completa de una sociedad mediante la compra de

accionistas que, aunque tiene menor incidencia en mejorar las condiciones para los accionistas minoritarios, permite evitar que el acuerdo sea aprobado por un comité de directores independientes que carezca de autonomía y poder suficiente para cumplir su rol, dándole mayor robustez al efecto positivo de este mecanismo.¹⁵ Pero, al ser una regla de responsabilidad, posibilita que el controlador imponga la decisión si estima que puede demostrar que es favorable al interés social, evitando el problema de *hold-out* por la minoría. Además, disminuye la litigación, sin reducir la protección a los accionistas minoritarios.¹⁶

2.1. Síntesis de la regulación legal sobre OPR en Chile

El ordenamiento chileno no cuenta con una legislación sobre derecho de grupos empresariales de inspiración alemana o europea continental. En rigor, aunque se discute, el derecho chileno no contempla una consagración legislativa del interés grupal, sino que solo se reconoce el interés social.¹⁷

En 2009, como parte de las medidas adoptadas por Chile para ingresar a la OCDE, se incorporó un nuevo Título XVI a la Ley de Sociedades Anónimas (LSA): “De las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas y sus filiales.”¹⁸ Esta es la regulación que se ha utilizado desde 2009 como el principal mecanismo para resolver las controversias que han tenido lugar a propósito de grandes transacciones intragrupo.

En síntesis, la regulación chilena sobre OPR en LSA se puede dividir en seis partes, teniendo como criterio para esta distinción, la función que cumplen las normas dentro de la regulación sobre OPR. La primera parte de la normativa define qué es OPR en términos muy amplios.¹⁹ La segunda, enumera, taxativamente, quién es parte relacionada de la sociedad

acciones de accionistas minoritarios por un accionista controlador (*freeze-out*) o por medio de su fusión por absorción (*freeze-out merger*), de manera más efectiva que la regla MoM (véase RESTREPO (2021), pp. 27-30).

¹⁵ SUBRAMANIAN & RESTREPO (2015), p. 224.

¹⁶ RESTREPO (2021), p. 30.

¹⁷ La jurisprudencia desconoce que el derecho chileno consagre un interés grupal que prevalezca sobre el interés social. Véase *Mosa, Fontaine & Battaglia con CMF* (2021) —Caso Blanco y Negro—, donde la Corte Suprema recoge la doctrina (ZEGERS & ARTEAGA (2004), pp. 245-246) según la cual el interés social puede definirse “como aquel que es común de los actuales accionistas de una sociedad en un sentido objetivo y abstracto; el mínimo común denominador de todos los accionistas desde la constitución de la sociedad hasta su liquidación, sin considerar ningún elemento externo.” Asimismo, *Ponce Lerou con SVS* (2020), donde la Corte Suprema rechaza expresamente la defensa conforme a la cual las operaciones objeto de la sanción del regulador pueden justificarse si benefician a todo el grupo empresarial, pero no se acuerdan en beneficio del interés social.

¹⁸ Sobre el origen y el sentido de la regulación, puede consultarse ISLAS (2011), pp. 9-14. También se modificó el artículo 44 LSA, consagrándolo, además, como norma para la regulación de OPR en sociedades anónimas cerradas. Recientemente, la CMF dictó —por mandato de LAM al modificar el artículo 147 LSA— la Norma de Carácter General N° 501 (NCG 501), de 8 de enero de 2024 y entrada en vigencia el 1 de septiembre de este año, sobre menciones mínimas de las políticas de habitualidad y difusión de OPR. Sobre los problemas de las OPR habituales en Chile antes de esta normativa, puede consultarse ISLAS & LAGOS (2019), pp. 95-115. Sobre los fundamentos de esta nueva NCG 501 sobre operaciones habituales, se puede consultar LAGOS (2024b). En este trabajo no se ha analizado la nueva normativa pues su impacto en grandes transacciones no es significativo. Esto se debe a que las grandes transacciones suelen considerarse hechos esenciales, por lo que las sociedades entregan información al respecto. Asimismo, como se aprecia en este artículo, el regulador exige que se divulgue información sobre la operación y la propia ley requiere que directores y auditores externos emitan sus opiniones sobre la transacción. La NCG 501 exige entrega de información sobre la OPR *a posteriori*, por lo que su impacto más relevante incidirá en transacciones de montos inferiores que antes no eran divulgadas individualmente.

¹⁹ Véase LAGOS (2024a), pp. 1-27.

anónima de referencia (artículo 146 LSA).²⁰ Por reenvío legislativo a la LMV, las operaciones entre sociedades pertenecientes a un mismo grupo deben considerarse OPR.²¹ Estas dos primeras partes determinan el ámbito de aplicación de la regulación.²² La tercera, enuncia los estándares que debe satisfacer una OPR, que son promover el interés social de la sociedad de referencia y sujetarse a condiciones de mercado. La cuarta, establece el procedimiento —“procedimiento regulado”— al que debe sujetarse una transacción que se considere OPR. La quinta, determina cuáles son los efectos ante la inobservancia del procedimiento regulado, restringiéndolos a tutelas de obligaciones y excluyendo la invalidez de la operación que lo contraviene. Finalmente, la sexta parte contempla tres excepciones a la aplicación del procedimiento regulado: operaciones que no sean de monto relevante;²³ operaciones habituales y operaciones en las que la sociedad de referencia posea al menos un 95% de las acciones de la contraparte.²⁴

La ley 21.314 de 2021 sobre agentes de mercado (LAM) introdujo un límite a la declaración de habitualidad de las transacciones, excluyendo aquellas superiores al 10% del activo de la sociedad.²⁵ Con esto, se puede señalar que a partir de 2021 las grandes transacciones que quedan sujetas al procedimiento regulado del artículo 147 LSA, son aquellas que: son de “monto relevante”, o bien, son superiores al 10% del activo de la sociedad.

Cada vez que el directorio de una sociedad anónima se propone acordar una transacción intragrupo de monto relevante,²⁶ los directores elegidos con votos del accionista controlador deben abstenerse de votar —pues se estima que son directores “involucrados”— pero han de manifestar su opinión respecto de la operación (“si son requeridos por el directorio”). El acuerdo social debe aprobarse con la mayoría de los directores “no involucrados.” Si la mayoría de los directores son directores “involucrados”, el acuerdo social debe concertarse por la unanimidad de los directores no involucrados.²⁷ Esto es lo que ocurre

²⁰ Si bien la mayoría de las normas hacen referencia a conflictos de intereses de los directores de las SA, este conflicto de agencia es irrelevante en la mayoría de los casos, como consecuencia de la combinación de las reglas sobre nombramiento y remoción del directorio con los niveles de concentración de propiedad prevalentes en Chile.

²¹ Artículo 146 N° 1 LSA.

²² Véase LAGOS (2024a), pp. 1-11.

²³ Son de monto relevante las que superan el 1% del patrimonio social, siempre que la operación sea mayor a 2.000 U.F. (unidades de fomento: alrededor de USD 90.000) y, en todo caso, las superiores a 20.000 U.F. (alrededor de USD 900.000).

²⁴ Las OPR exceptuadas por ser parte de la política de habitualidad, serán informadas y quedarán sujetas a reglas mínimas establecidas en la NCG 501. Véase nuestro *working paper* ISLAS & LAGOS (2024).

²⁵ Antes de esta ley, no había restricciones de monto para las transacciones declaradas habituales (Oficio Ordinario N°12.473 (2011), SVS), salvo que se reconocieran en la política de habitualidad, lo que rara vez fue observado (según ISLAS & LAGOS (2020), p. 111, solo un caso entre las 35 sociedades más transadas integrantes del Índice de Precios de las Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago o IPSA).

²⁶ Si la operación no es de monto relevante, está exceptuada del procedimiento regulado (artículo 147 a) LSA).

²⁷ Cabe preguntarse aquí si los directores independientes elegidos con votos del controlador —que son independientes en virtud de cumplir los requisitos de independencia del controlador establecidos desde el año 2009 en el artículo 50 bis LSA— son directores involucrados o no. Aplicando estrictamente el criterio del regulador, que recurre al artículo 44 LSA sobre OPR en sociedades cerradas, la respuesta es que sí, si es elegido con los votos del controlador. Este criterio es sensato en términos sustantivos, pero es incongruente con la finalidad de reconocer directores independientes (que lo sean según el artículo 50 LSA). Lo que esta incongruencia muestra, más bien, no es la inconveniencia del criterio del artículo 44 LSA (según el cual, no pueden participar en el voto del acuerdo social los directores elegidos por el controlador), sino que el problema que se deriva en el diseño de la figura del director independiente del artículo 50 bis LSA, pues este puede ser

normalmente en Chile, si se considera que los niveles de concentración de propiedad rondan los dos tercios de las acciones con derecho a voto.²⁸

2.2. Aprobación o rechazo de la OPR por el directorio

No está claro si los directores elegidos con votos de la minoría pueden detener la operación. La ley establece que “la operación (...) sólo podrá llevarse a cabo si es aprobada por la unanimidad de los miembros del directorio no involucrados o, en su defecto, si es aprobada en junta extraordinaria de accionistas con el acuerdo de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.” Hay tres interpretaciones posibles.

La primera, consiste en entender que la OPR sólo puede ser aprobada por los directores no involucrados, salvo que no haya directores no involucrados o, como ha interpretado el regulador,²⁹ si no hay, al menos, dos directores no involucrados.³⁰ Solo en estos casos, cabría la aprobación de una OPR por junta de accionistas.³¹

La segunda, implica considerar que la expresión “en su defecto” es una suerte de opción: la transacción puede ser aprobada por los directores no involucrados, o bien, por la junta de accionistas. En todo caso, la pregunta es quién tiene el derecho de optar por una u otra vía, porque el órgano que actúa por la sociedad es el directorio. Pero en este caso —el caso de una OPR— la forma de aprobar este acuerdo social está regulada en la norma que se analiza y que, precisamente, impide la participación en el acuerdo social de los directores involucrados.³²

La tercera es, en rigor, una variante de la anterior. Esta interpretación tiene como resultado considerar que se puede citar a junta no solo si no hay directores “no involucrados” para adoptar la decisión, sino, además, ante el rechazo a la transacción por los directores “no involucrados.”³³

No hay jurisprudencia sobre este punto, aunque sí dictámenes del regulador. Estos dictámenes se inclinan por la primera interpretación, pero sin afirmar la regla para todos los

elegido con votos del controlador. Para lograr verdadera autonomía del controlador, existen mecanismos en sistemas de gobiernos corporativos comparados: por ejemplo, la reserva de, al menos, un cupo de director en favor de minoritarios del derecho de sociedades italiano, haciendo que su elección y remoción dependa de ellos. La incorporación de estos mecanismos en los estatutos o en la ley otorgarían una autonomía efectiva al director independiente del artículo 50 bis LSA (véase RINGE (2013), pp. 401-424).

²⁸ ISLAS & LAGOS (2020), p. 76.

²⁹ En Chile, el actual regulador del mercado de valores es la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), continuadora legal de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en virtud de la ley 21.000 de 2017.

³⁰ En el mismo sentido, EYZAGUIRRE & VALENZUELA (2015), p. 279. Asimismo, estos autores opinan que también la OPR puede ser aprobada por la junta cuando todos los directores sean directores involucrados.

³¹ En este sentido, PALASKOV (2021), p. 364, quien afirma que la junta de accionistas de una sociedad anónima abierta tiene una facultad de aprobación “residual, pues esta se limita a aprobar la operación solo cuando existe una imposibilidad jurídica de que la haga el directorio.” Por su parte, EYZAGUIRRE & VALENZUELA (2015), p. 282, solo consideran que el rechazo de la OPR por el directorio impide su aprobación por la junta de accionistas, cuando ningún director esté involucrado en la OPR, o bien, cuando los directores involucrados sean menos que la mayoría y la OPR sea rechazada por la mayoría del directorio, pues no se trataría de una materia de la competencia de la junta de accionistas.

³² Aunque, formalmente, la objeción puede salvarse a partir de la facultad de uno o más accionistas que representen, al menos, a 10% de las acciones emitidas con derecho a voto, para convocar a junta de accionistas (artículo 58 N° 3 LSA).

³³ Así, PUGA (2023), p. 669, quien indica que “esta junta puede celebrarse porque no hubo unanimidad o porque todos los directores estaban involucrados.”

casos. Solo se pronuncian sobre casos en los que no ha habido siquiera un director “no involucrado”,³⁴ o bien, sobre casos en los que no ha habido, al menos, dos directores “no involucrados.”³⁵ Para estos casos, el regulador ha dictaminado que las OPR deben ser aprobadas por la junta extraordinaria de accionistas por dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

De las tres opciones de interpretación, la preferible es la primera pues, como se ha analizado previamente, la tutela más efectiva y menos costosa para grandes transacciones con conflictos de intereses es su aprobación por un comité de directores no involucrados.³⁶ En consecuencia, el artículo 147 LSA debería interpretarse de la siguiente forma: si la transacción, debiendo aprobarse por el comité especial de directores no involucrados, es en cambio aprobada por la junta de accionistas, debe considerarse que se ha contravenido la regla. Esto no da lugar a la invalidez de la OPR, pero sí a demandar perjuicios y restitución de ganancias de los responsables, entre ellos, el controlador. La contravención determina la inversión de la carga de la prueba en favor de los demandantes, es decir, corresponde a los demandados demostrar que la OPR se realizó en beneficio del interés social y en condiciones de equidad que prevalecen en el mercado.

Por último, el criterio del regulador, consistente en que los directores que pueden participar en el comité especial de directores “no involucrados”, deben ser exclusivamente aquellos que no han sido elegidos con votos del controlador, puede resultar contraproducente. La finalidad de incorporar directores independientes,³⁷ que pueden ser elegidos con votos del controlador, es contar con un director —además de los elegidos con votos de la minoría— que no tenga vínculos estrechos con el controlador, aunque sea elegido con sus votos. De esta manera, se logra contar con un director más, que cuenta con algún grado mayor de autonomía frente al controlador. Como se verá a propósito de la aplicación práctica de las reglas sobre OPR en grandes transacciones en Chile, estimar que el director “independiente” del artículo 50 bis LSA no puede considerarse “no involucrado” para efectos de la formación del comité *ad-hoc* de directores no involucrados, resulta una interpretación clave para evitar que se forme este comité especial, a partir de los niveles de concentración de propiedad accionaria del sistema chileno.

2.3. Aprobación o rechazo de la OPR por la junta extraordinaria de accionistas

No existe jurisprudencia, ni tampoco dictámenes, acerca de si debe o no excluirse al controlador al votar en la junta extraordinaria de accionistas para aprobar la OPR. El texto de la ley no lo excluye expresamente, lo que puede ser interpretado de tres formas distintas.³⁸

³⁴ Oficio Ordinario N.º 34302 (2017), Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Si los directores han sido elegidos por aclamación, el regulador considera que todos los directores han contado con votos del controlador. Con esto, la OPR no podría ser aprobada por el directorio y debería pasar directamente a ser aprobada por la junta de accionistas por 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto (véase Oficio Ordinario N.º 24807 (2017) y Oficio Ordinario N.º 21058 (2016), SVS).

³⁵ Oficio Ordinario N.º 9914 (2012), SVS.

³⁶ Véase la evidencia empírica para Estados Unidos en los trabajos referidos de CAIN & DAVIDOFF (2011), pp. 849-902 y de RESTREPO (2021), pp. 353-394.

³⁷ Mediante la modificación al artículo 50 bis LSA por la ley 20.382 de 2009, que incorporó la figura de los directores independientes.

³⁸ El texto de la ley no se pronuncia sobre si el controlador puede o no participar en la votación para aprobar la OPR en la que está involucrado. Más adelante (artículo 147 N.º 7 LSA), la norma establece que “la infracción a este artículo” da derecho a indemnización de perjuicios y a reembolso de los beneficios obtenidos a favor de la

Primero, que debe reconocerse una regla de abstención, pues es un principio general del derecho que quien se encuentra en conflicto de intereses debe abstenerse de participar en aquellos negocios en los que ese conflicto se manifiesta. De participar el controlador en la junta de accionistas, la OPR no es válida.³⁹

Segundo, que la no existencia de una regla de abstención expresa debe entenderse como la elección implícita de una regla de inversión, es decir, ha de considerarse que el controlador puede intervenir en la votación, pero que, en el caso en que la OPR sea aprobada con sus votos, al controlador que vota con conflicto de intereses le corresponde la carga de probar que la transacción fue realizada en beneficio del interés social y en condiciones de mercado.

Tercero, que el controlador con conflicto de intereses puede votar en la junta extraordinaria de accionistas y, aprobándose la OPR gracias a sus votos, corresponde a quien demande al controlador acreditar que la transacción no fue acordada en beneficio del interés social o en condiciones de mercado.

De estas tres opciones, la preferible para Chile es la segunda.

La primera opción no es jurídicamente posible, pues la norma chilena establece que el efecto de la contravención del procedimiento regulado no puede ser sino indemnización de perjuicios, excluyendo la invalidez de la operación. Esto significa que el controlador siempre puede contravenir la regla e imponer la decisión votando en junta, aunque exponiéndose a indemnización de perjuicios e inversión de la carga de la prueba.

La tercera opción privilegia la posición del controlador del grupo. Esta regla hace inevitable la imposición de la decisión del controlador y determina que el efecto real del procedimiento regulado sea meramente informativo.⁴⁰ Es difícil justificar la existencia de un procedimiento tan costoso para un resultado como este.

La segunda opción es la preferida por la doctrina comparada. Corresponde a lo que Goshen identifica como una regla de responsabilidad o Paz-Ares denomina “regla de inversión” y coincide —en parte— con el derecho de *Delaware*.⁴¹ Consiste en permitir que el controlador con conflicto de intereses participe en el acuerdo social para la aprobación de la OPR, pero reconociendo una alteración de la carga de la prueba en beneficio de la minoría que, eventualmente, demande al controlador por considerar que la transacción fue contraria

sociedad o de los accionistas contra “la parte relacionada infractora.” La regla establece en su parte final que “en este caso —en el caso de que se infrinja el artículo 147 LSA— corresponderá a la parte demandada probar que la operación se ajustó a lo señalado en este artículo”. ¿Significa, a *contrario sensu*, que la aprobación de la operación con votos del accionista controlador permite presumir que la transacción se ajusta a las exigencias sustantivas de interés social y precio de mercado? No, por dos razones. Primero, porque hay buenas razones para considerar que el controlador debe abstenerse de votar en la junta de accionistas en las que se ha de aprobar la transacción. Segundo, porque cuando se autoriza al controlador a votar en la junta de accionistas, a pesar de su conflicto de intereses, la contrapartida es una inversión de la carga de la prueba en su contra.

³⁹ Para el derecho chileno, ALESSANDRI (1931), p. 73, quien al comentar reglas específicas que prohíben la autocontratación, señala que “como todos estos preceptos se fundan en el conflicto de intereses que ordinariamente origina el acto consigo mismo, creemos que cada vez que él se presente, no será posible su celebración, aunque no exista un texto expreso que lo prohíba.”

⁴⁰ ENRIQUES *et al.* (2017), p. 156.

⁴¹ GOSHEN (2003), pp. 408-410; PAZ-ARES (2020), pp. 100-103. La semejanza con la regla de Delaware radica en que ésta no concede la revisión por medio de la *business judgement rule* si la transacción no ha sido aprobada por el comité especial de directores no interesados.

al interés social y/o no fue realizada en condiciones de mercado (o, al menos, razonables y equitativas). Esta regla facilita la conducción del grupo de sociedades, pero, al mismo tiempo, protege a las minorías evitando su eventual actuación oportunista. De esta manera, se permite la realización de transacciones grupales eficientes.⁴²

El artículo 147 LSA debe interpretarse del siguiente modo. Cada vez que la sociedad requiera aprobar una OPR por medio de la junta de accionistas, la participación en ella del controlador infringe el procedimiento regulado, por contravenir una regla de derecho común. Esta regla consiste en que no puede participar en la aprobación de una transacción quien se encuentra en conflicto de intereses. Sin embargo, la transacción no puede invalidarse, sino que solo cabe demandar perjuicios. Pero corresponde al demandado (controlador) demostrar que la transacción satisface los criterios de interés social y condiciones de mercado.

Aun así, la protección que otorga esta interpretación de la regla no es la óptima. Primero, porque en grandes transacciones, es muy difícil determinar algo así como un precio objetivamente justo.⁴³ Segundo, porque la protección *a posteriori* que otorga la regla es muy dependiente, para su eficacia, de que existan acciones de responsabilidad y jueces especializados habituados a analizar este tipo de operaciones, como ocurre en *Delaware*.⁴⁴ Tercero, porque es clave que existan instituciones como la regla de *discovery* o el derecho a inspeccionar los libros sociales (insuficientemente regulado en Chile), que dan acceso a la información interna de la sociedad en casos debidamente justificados, para así evaluar la factibilidad de la demanda.⁴⁵ Nada de lo cual existe, por ahora, en Chile.⁴⁶

Hasta aquí, se ha observado que el texto de la regulación legal sobre OPR, admite interpretaciones que determinarían que la regulación chilena no se encuentra muy lejos de la regulación óptima para OPR en grandes transacciones. Pero ¿es así como se ha aplicado la regulación sobre OPR para grandes transacciones en Chile? Una mirada a dos casos emblemáticos en los que estas normas fueron aplicadas, da luces sobre la diferencia relevante entre el derecho en los libros y el derecho en la práctica en materia de grandes OPR.

III. LA LEY EN ACCIÓN: APLICANDO EL PROCEDIMIENTO REGULADO SOBRE OPR EN CHILE

La escasa pero significativa experiencia chilena aplicando el procedimiento regulado, muestra que, cuando se trata de grandes transacciones, el controlador propone al directorio una

⁴² GILSON & SCHWARTZ (2013), pp. 160-181.

⁴³ PACCES (2019), pp. 196-199; GÖZLÜGÖL (2022), pp. 643-644.

⁴⁴ GOSHEN (2003), pp. 435-437; GILSON & SCHWARTZ (2013), pp. 160-181. El argumento consiste en justificar que, más allá de la regla o estándar que reconozca el derecho sustantivo, la ausencia de *enforcement* debe equipararse a la falta de regulación.

⁴⁵ Véase GORGA & HALBERSTAM (2014), pp. 1383-1498; COX & HAZEN (2020), pp. 363-369.

⁴⁶ Para un análisis del sistema de gobiernos corporativos en Chile en este sentido, véase VALENZUELA (2019), pp. 43-86, en particular, pp. 52 y 56. En cuanto a los problemas de la acción derivativa y de la acción individual de accionistas en Chile, se puede consultar NÚÑEZ & PARDOW (2010), pp. 229-282 y LAGOS (2011), pp. 707-718, respectivamente. La reciente incorporación del nuevo artículo 134 bis a la LSA por la ley 21.595 (Ley de Delitos Económicos), de 17 de agosto de 2023, que sanciona penalmente a los que acuerden o induzcan a acordar acuerdos abusivos, puede incidir en reforzar la eficacia de la regulación sobre OPR. Pero aún está por observarse cuál va a ser el efecto real del reconocimiento de este nuevo delito, en el sistema de gobiernos corporativos. Este estado de cosas lleva a algunos autores a inclinarse en favor de reglas de propiedad para grandes transacciones. ENGERT & FLORSTEDT (2020), p. 269 prefieren reglas de propiedad para grandes transacciones. HOPT & PISTOR (2001), pp. 33-36 llegan a sugerir que el mayor costo que supone la regla de propiedad (un procedimiento de decisión *a priori*) sobre la regla de responsabilidad (revisión judicial *a posteriori*) se justifica en países institucionalmente débiles en lo que respecta a la posibilidad de hacer efectivas las tutelas en tribunales.

operación completa, es decir, expresando el detalle de lo que la sociedad controlada adoptará como acuerdo social, pero sin entregar demasiada información sobre los fundamentos de la operación. En ocasiones, cuando no es claro que la transacción es una OPR, se produce un debate público —por medio de la prensa— al respecto, lo que presiona al controlador a someter la cuestión al regulador, quien responde a través de un dictamen.

Dos casos emblemáticos (Enersis 1 y Enersis 2) nos permiten observar la aplicación práctica del procedimiento regulado. La observación sugiere que el rol de los directores es, más bien, secundario, ya que la transacción es acordada por la junta de accionistas, con la participación del controlador y sin que exista, *a posteriori*, litigación sobre la transacción. Con esto, los informes de los evaluadores independientes, establecidos expresamente por la ley para el caso en que la OPR sea sometida a la junta extraordinaria de accionistas, se erige como la principal tutela en favor de los accionistas minoritarios.

3.1. El caso Enersis 1

En 2012, la matriz de Enersis S.A. —Endesa Latinoamérica S.A.— propuso a su directorio realizar un aumento de capital de USD 8.020 millones, equivalente a alrededor del doble del capital de la sociedad.⁴⁷ Las nuevas acciones serían pagadas con dinero por minoritarios y con acciones por el controlador. Las acciones correspondían a sociedades de generación eléctrica de las que Endesa España —controlador de Endesa Latinoamérica S.A. y de Enersis S.A.— era accionista mayoritario en otros países de Latinoamérica. La transacción generó sospechas en los accionistas minoritarios y en el mercado, pues en un primer momento el propio directorio de la sociedad contaba con información suficiente sobre cuál era la finalidad del aumento de capital.⁴⁸ Las acciones de Enersis cayeron 13% después del anuncio de la propuesta de aumento de capital, generando un gran impacto en la Bolsa de Santiago.⁴⁹

Como el controlador pagaría las acciones que le correspondería suscribir en el aumento de capital con acciones de otras sociedades, el directorio de Enersis S.A. había encargado a un perito que avaluara las acciones que serían aportadas, en conformidad con el artículo 15 LSA. El evaluador estimó que las acciones que se utilizarían por el controlador para pagar su parte en el aumento de capital tenían un valor de USD 4.862 millones. El directorio, apoyado en sendos informes en derecho de oficinas de abogados prestigiosas y en dictámenes

⁴⁷ Si bien formalmente el directorio de Enersis S.A. propone el aumento de capital a su junta de accionistas (ENERSIS S.A. (2012a), hecho esencial de 25 de julio de 2012), la operación es diseñada por la matriz Endesa España, como queda de manifiesto en una carta de Endesa España dirigida al Presidente del Directorio de Enersis S.A. (ENERSIS S.A. (2012e), hecho esencial de 31 de octubre de 2012), en la que se propone que el aumento de capital debe quedar sujeto a una condición para no incumplir el límite estatutario de 65% de propiedad al suscribir y pagar el aumento de capital.

⁴⁸ En una entrevista en la época del caso, un ex-director de Endesa S.A., elegido con votos de accionistas minoritarios, que renunció como reacción a una operación propuesta por el controlador del grupo Enersis para Endesa S.A. en 2009, declaró: “Cuando dejé mi cargo de director nunca quise dar una entrevista ni hablar de lo que ocurría en el directorio, pero hoy el tamaño de la operación es tal que considero necesario hacerlo: Endesa es una de las tres empresas más grandes de Chile, con inversiones en seis países, y teníamos un directorio que duraba tres horas, sólo una vez al mes, en el cual era imposible abordar todos los temas. Se nos pasaban papeles que uno tenía que firmar rapidito. El directorio era un mero buzón en esa época.” Véase RÍOS (2012).

⁴⁹ “Las acciones de grupo energético Enersis se desplomaron este jueves y arrastraron al mercado local, luego que la firma anunció un histórico aumento de capital de unos US\$8.000 millones mediante aporte de recursos frescos y activos de su controlador español Endesa. Los papeles del holding eléctrico, que fueron los más transados en la sesión, retrocedieron 13,06% a \$162,57 en la Bolsa de Comercio de Santiago, anotando su valor más bajo desde el 22 de octubre de 2008.” Véase LA TERCERA (2012).

previos del regulador, consideró que la transacción no era OPR. Sin embargo, el regulador, consultado por inversionistas institucionales (Administradoras de Fondos de Pensiones, AFP), dictaminó que la transacción era OPR, por lo que debía quedar sujeta al procedimiento regulado. Esto determinaba que la transacción debía aprobarse por la unanimidad de los directores no involucrados “o, en su defecto”, por la junta extraordinaria de accionistas, con dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto. Además, implicaba que cada director debía emitir su opinión fundada sobre la transacción, que el comité de directores habría de informar sobre la misma y que se podían requerir informes de evaluadores independientes (artículo 147 LSA).

No obstante, y a pesar de que la mayoría de los directores se declararon “involucrados”, la operación no fue aprobada por el órgano *ad-hoc* de directores no involucrados. La razón estribó en que seis de los siete directores habían sido elegidos con votos del controlador, con lo cual, solo un director era director no involucrado.⁵⁰ Ante la consulta expresa de Enersis S.A. sobre este punto, el regulador reiteró su criterio expresado en un dictamen anterior:⁵¹ si solo hay un director “no involucrado”, no se puede cumplir con la exigencia del artículo 147 N° 4 LSA, consistente en que el acuerdo social debe ser adoptado por “la unanimidad de miembros del directorio no involucrados” —esto es, más que uno—, por lo que el acuerdo social debe ser aprobado directamente por la junta extraordinaria de accionistas, con un quórum de dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto.

De todas maneras, la operación terminó siendo más favorable a los minoritarios gracias a la intervención del regulador, pues, al menos, la declaración de que la transacción era OPR dio lugar a la elaboración de los informes de los evaluadores independientes. El evaluador independiente designado por el directorio de Enersis,⁵² estimó que “a la fecha de emisión del presente Informe y utilizando el precio de cierre de Enersis al martes 23 de Octubre de 2012 (CLP 162,2 / acción) el valor de mercado de Conosur [la sociedad titular de los activos del controlador en Latinoamérica] estaría entre USD 3.445 millones y USD 3.621 millones”; y que “las valorizaciones por flujos de caja descontados de Conosur y Enersis calculadas con criterios consistentes y que determinan el punto medio de la relación de intercambio antes mencionada, se ubican en USD 4.709 millones y USD 14.836 millones respectivamente.” El valor de “consenso de mercado” fue de USD 3.827 millones.⁵³ Por su parte, el evaluador independiente nombrado por el Comité de Directores⁵⁴ —órgano compuesto en su mayoría por directores independientes⁵⁵— estimó que el valor de las acciones de Conosur al martes 23 de octubre estaba en un rango entre USD 3.870 millones y USD 3.912 millones.⁵⁶ Finalmente,

⁵⁰ Así lo declaran seis de siete directores en la sesión de directorio de 31 de agosto de 2012 (ENERSIS S.A. (2012b), hecho esencial de 31 de agosto de 2012).

⁵¹ Oficio Ordinario N.º 21.001 (2012), SVS, reiterando el criterio contenido en el Oficio Ordinario N.º 9.914 (2012), SVS.

⁵² IM Trust, en ENERSIS S.A. (2012c), hecho esencial de 5 de septiembre de 2012.

⁵³ IM TRUST (2014). Este evaluador utilizó el flujo descontado de caja como metodología.

⁵⁴ Claro y Asociados, en ENERSIS S.A. (2012d), hecho esencial de 7 de septiembre de 2012.

⁵⁵ Artículo 50 bis LSA. Este órgano puede estar integrado por un director independiente del controlador en los términos de la regla citada, aunque sea elegido con votos del controlador.

⁵⁶ CLARO Y ASOCIADOS (2012). Este evaluador utilizó dos metodologías: flujo descontado de caja y Valor de Empresa/EBITDA por la suma de los EBITDA proporcionales a ser aportados. BEBCHUK & KAHAN (1989), pp. 27-53, han justificado que las diferencias de opinión entre evaluadores suelen manifestarse en el uso de metodologías distintas para definir “precio justo”, en las diferencias en la medición de ese precio justo, además de la influencia de los conflictos de intereses derivados de su designación y otros factores.

en hecho esencial de 21 de diciembre de 2012, Enersis informó al regulador que el precio de las acciones de Conosur (Endesa España) con el que se pagaron las acciones del aumento de capital de Enersis, acordado en la respectiva junta extraordinaria de accionistas, fue de USD 3.634.754.015,5 (USD 3.634 millones).⁵⁷ El aumento de capital finalmente fue llevado a cabo en mejores condiciones para los minoritarios, pero las dudas sobre la finalidad del aumento de capital persistieron.

Las AFP, que gestionaban fondos con inversión en Enersis, llegaron a un acuerdo con Endesa España: el aumento de capital fue por USD 5.986 millones (25,7% menor al aumento de capital anunciado originalmente, de USD 8.020 millones); las acciones aportadas por el controlador se valoraron en USD 3.650 millones (su valorización original fue de USD 4.862 millones por un evaluador independiente, conforme al artículo 15 LSA); se comprometió entre las AFP y Endesa España que Enersis sería el único vehículo de expansión en Latinoamérica y Endesa España se comprometió a no promover el pago de ningún dividendo extraordinario. La OPR fue aprobada por la junta de accionistas de Enersis, con los votos favorables de las AFP y, desde luego, del controlador, lo que dio lugar a un quorum de aprobación de 86,04% de las acciones.

3.2. El caso Enersis 2

En 2015, el controlador del grupo Enersis (ahora, Enel S.p.A.) decidió reorganizar las sociedades del grupo en Chile. La reorganización consistía en la división de las sociedades Enersis S.A. (matriz del grupo), Chilectra S.A. (sociedad cuyo giro era la distribución de energía eléctrica) y Endesa S.A. (sociedad cuyo objeto era la generación de electricidad), 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. La fusión quedaba sujeta a la condición de que no se ejerciera derecho a retiro por más del 10% de las acciones emitidas.

Los accionistas minoritarios de las sociedades del grupo, particularmente los institucionales de Endesa S.A., manifestaron aprehensiones sobre la operación, en particular, pues no se apreciaba con claridad cuál era el beneficio para el interés social de Endesa. Consultado el regulador del mercado de valores (SVS) si se trataba de una OPR, éste sostuvo que no por medio de un dictamen. Fundamentó su respuesta en que la regulación sobre fusiones en la LSA se aplicaba con preferencia a la regulación sobre OPR, pues se trataba de una normativa especial respecto de la segunda. Sin embargo, ordenó una serie de tutelas informativas en beneficio de los minoritarios.⁵⁸ El 18 de diciembre de 2015 Enersis S.A., en junta extraordinaria de accionistas, aprobó el proceso de reorganización y, en particular, la división de Enersis. Luego, se dividirían las sociedades “operativas” del grupo (Endesa S.A., que pasó a ser Endesa Chile S.A. y Endesa Américas S.A.; y Chilectra S.A., que pasó a ser Chilectra Chile S.A. y Chilectra Américas S.A.).

En el intertanto, un inversionista institucional, que administraba fondos de pensiones con inversión en acciones de Enersis S.A. y Endesa S.A., presentó un reclamo de ilegalidad en contra del dictamen del regulador. Finalmente, la Corte de Apelaciones de Santiago resolvió que la fusión —la segunda parte de la reorganización— sí era una OPR. La sentencia se dictó recién el 22 de marzo de 2016, una vez que ya se habían realizado las divisiones de las

⁵⁷ ENERSIS S.A. (2012f), hecho esencial de 21 de diciembre de 2012.

⁵⁸ Oficio Ordinario N.º 15.452 (2015), SVS.

sociedades del grupo, aunque antes de las fusiones.⁵⁹ La declaración de la fusión como OPR obligó a que la transacción se sujetara al procedimiento regulado del artículo 147 LSA, lo que significa, entre otras cosas, que el acuerdo social para aprobar la división y la fusión se debía someter a los directores no involucrados y, además, que se debían elaborar informes de evaluadores independientes y emitir las opiniones de los directores involucrados y no involucrados. Al emitir sus opiniones, cada director debía expresar cuál era su vínculo con el controlador (la parte relacionada).

Esta última exigencia permitió verificar que, en el directorio de Endesa Américas S.A., compuesto por nueve directores, había solamente dos directores no elegidos con votos del controlador. Además, una de los directores elegidos con votos del controlador, había sido propuesta por el propio controlador como directora independiente, según la definición del artículo 50 bis LSA.⁶⁰ A partir del criterio varias veces reiterado por la CMF, un director elegido con votos del controlador, aunque sea independiente conforme al 50 bis LSA, debe considerarse “director involucrado” si el controlador es la contraparte de la sociedad en la que ejerce su cargo.⁶¹ Por lo tanto, no puede intervenir en la adopción del acuerdo social para aprobar esa transacción.

No obstante, en Endesa S.A. existían dos directores no involucrados —es decir, para este caso, no elegidos con votos del controlador— que podían dar cumplimiento a lo exigido en el artículo 147 N° 4 LSA (aprobar la operación por unanimidad de los directores no involucrados). Sin embargo, el directorio, por decisión unánime, decidió “dar inicio formal al proceso de fusión”, a pesar de declarar que solo siete de sus nueve directores se encontraban en situación de directores “involucrados.”⁶² La decisión de la unanimidad del directorio reitera expresamente los términos de la fusión aprobados en la junta extraordinaria de accionistas de Endesa S.A. de 18 de diciembre de 2015 (previa a la sentencia de la Corte de Apelaciones que declara ilegal el dictamen del regulador conforme al cual la operación no era una OPR).

El texto del hecho esencial de 6 de mayo de 2016 da a entender que el contenido crucial del acuerdo de fusión (la relación de canje) ha correspondido a una propuesta del controlador del grupo, Enel S.p.A., no a una decisión elaborada, analizada y deliberada por el directorio de Enersis S.A., menos, por el de Endesa S.A. y, menos aún, por la unanimidad de los directores no involucrados, como prescribe la ley. Como se aprecia en la opinión relativa

⁵⁹ *AFP Habitat con SVS* (2016).

⁶⁰ Según este artículo introducido por la misma Ley 20.382 de 2009 que introdujo la regulación sobre OPR, un director independiente puede ser propuesto por y elegido con votos del controlador, en la medida que no se encuentre en alguno de los casos establecidos en ese mismo artículo. Estos requisitos negativos —ausencia de parentesco, vínculos laborales o comerciales— constituyen exigencias formales que justifican —desde la perspectiva del legislador— la independencia del director. Más allá de si los requisitos exigidos por la ley garantizan efectivamente su autonomía, debe destacarse que el director independiente puede ser reelegido indefinidamente con votos del propio controlador, con lo cual, su independencia sustantiva se debilita inevitablemente en el tiempo.

⁶¹ Véase los Oficios Ordinarios N.º 22.062 (2011), N.º 9.914 (2012) y N.º 24.122 (2015), SVS.

⁶² El directorio decide, entre otras cosas, “declarar que los directores [nombra a los siete directores involucrados, incluyendo a la directora independiente según el artículo 50 bis LSA] han sido elegidos en forma determinante con votos del accionista controlador de la Sociedad, han declarado tener interés en la Fusión en los términos del Artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, y atendido lo dispuesto en la Sentencia de la Ilma. Corte de Apelaciones de Santiago de 22 de marzo de 2016” (ENDESA AMÉRICAS S.A. (2016), hecho esencial de 6 de mayo de 2016).

a la segunda parte de la operación (fusión), emitida por un director de Endesa Américas S.A.,⁶³ el acuerdo social fue elaborado y propuesto por el controlador.

Los directores “no involucrados” juegan, más bien, un rol de negociación a partir de términos previamente acordados. De hecho, uno de ellos declaró —al dar su opinión sobre la OPR que la ley le exige elaborar y publicar— que “en la misma Junta de División (así como en hechos esenciales informados en los días previos a dicha junta), Enel y Enersis S.A. dieron a conocer los términos y condiciones relativos a la Fusión que propondrían para ser conocidos en las juntas de accionistas de Endesa Américas, Enersis Américas y Chilectra Américas, en caso [del] que éstas fueran citadas para pronunciarse respecto de la fusión.”⁶⁴ El mismo director “no involucrado” señaló que “en mi calidad de miembro del Comité de Directores, sostuve reuniones de trabajo con la administración de Endesa Américas y con Tyndall [evaluador independiente nombrado por el comité de directores] en que se discutieron aspectos de la Fusión y de los Términos y condiciones de la Fusión, se formularon preguntas y se aclararon dudas”⁶⁵, todo lo cual ocurrió después de que el controlador realizara la propuesta.

Esto da cuenta del rol de los directores no involucrados en la negociación de la operación y de su acceso a información limitado y fuertemente dependiente —como denotan los fundamentos de su opinión— de las conclusiones de los informes de los dos evaluadores independientes sobre la OPR y las del perito que debía analizar la fusión. En particular, su punto de vista parece estar muy influido por las opiniones expertas relativas a la relación de canje. Debe notarse, además, que tanto el perito, como, también, uno de los evaluadores independientes, fueron designados por el directorio, integrado en su mayoría por directores “involucrados” (en este caso, elegidos con votos del controlador).

La reorganización en su globalidad fue analizada en los informes de los evaluadores independientes designados por el directorio (Banco Santander) y por el comité de directores (Tyndall), evacuados el 5 de agosto de 2016. En particular, el informe del evaluador independiente designado por el comité de directores, integrado mayoritariamente por minoritarios, sostuvo que la operación perseguía preferentemente el interés de la matriz del grupo controlador. En particular, mediante el mejor aprovechamiento de créditos tributarios.⁶⁶

Según Tyndall, las razones dadas por Enel S.A., el controlador de Enersis, a favor de la reorganización societaria, no eran en sí mismas suficientes para justificar la reorganización desde la perspectiva de Endesa. Las razones aducidas para reorganizar el grupo Enersis eran tres: i) ineficiencias administrativas; ii) ineficiencias tributarias y iii) subvaloración de activos. El informe de Tyndall propone que: i) la reorganización propuesta se dirige, simplemente, a una opción de organización distinta a la existente, que no necesariamente mejoraba todos los problemas administrativos de la organización del grupo; ii) la solución de la “ineficiencia tributaria” por el no uso de créditos por los impuestos pagados en Chile a nivel de “sociedades operativas” del grupo —como Endesa— cedían en beneficio de los accionistas de Enersis, es decir, no de los de Endesa, la sociedad cuyo interés social debe prevalecer, según ordena el artículo 147 inciso primero LSA. Como expresa el informe, la transacción es beneficiosa “respecto de aquellos accionistas con tasas de impuestos finales (Global Complementario y Adicional) superiores a la tasa de Impuesto de Primera Categoría vigente en Chile y, en el caso

⁶³ CHEYRE (2016).

⁶⁴ CHEYRE (2016), p. 5.

⁶⁵ CHEYRE (2016), p. 13.

⁶⁶ TYNDALL (2015).

de los no residentes en Chile, respecto de aquellos que residen en países con convenio de doble tributación con Chile.”⁶⁷ Esto es, la reorganización favorecería especialmente al controlador, gracias al convenio de doble tributación vigente desde diciembre de 2016, suscrito el 23 de octubre de 2015 entre Chile e Italia; iii) que el descuento con el que se transaban las acciones de las sociedades del grupo en virtud de su organización, en rigor, era mayor en el caso de Enersis que en el caso de Endesa, por lo tanto, la reorganización beneficiaba principalmente a Enersis, no a Endesa.

Ya que el proceso de reorganización, como revela el informe, favorecería al controlador y no se apreciaban mecanismos para detener la operación, Tyndall sugirió compensar a los minoritarios de Endesa. Esto se podía lograr mejorando la relación de canje en la fusión a favor de Endesa en Enersis Américas, lo que debía dar lugar a que la participación para los accionistas minoritarios de Endesa en Enersis Américas (la sociedad resultante de la fusión luego de divididos los activos de generación en Chile y en Latinoamérica) llegara a 16%.⁶⁸

Después de negociaciones entre el controlador y miembros del comité de directores, asesorados por el evaluador independiente designado por ese órgano, el controlador decidió hacer una OPA por las acciones de Endesa, con la finalidad de evitar el fracaso de la fusión por el cumplimiento de la condición consistente en que no se ejerciera derecho a retiro por más de 10% de las acciones emitidas. El controlador ofreció una salida a los minoritarios de Endesa S.A., más allá del derecho a retiro, por medio de una OPA por las acciones de Endesa Américas S.A., la cual se pagaría con dinero en efectivo (monto que fue sucesivamente mejorado en las negociaciones de 236 a 285 y, luego, a 300 pesos por acción). Los directores de Endesa emitieron sus opiniones sobre la conveniencia o inconveniencia de la OPA. En ellas, se expresa que el precio de 300 pesos por acción es inferior a la cotización bursátil a la fecha de emisión de sus informes (\$304,7), siendo, además, inferior al precio implícito en la operación de fusión (\$314,2).⁶⁹ Sin embargo, el precio que los accionistas habrían obtenido al ejercer el derecho a retiro era de \$299,64. Con esto, el precio de la OPA era bajo (un descuento de 4,5% respecto de la valorización de la acción como consecuencia de la fusión⁷⁰), pero más conveniente que el del derecho a retiro. Con esto, se evitaba el fracaso de la fusión por cumplimiento de la condición, sin aumentar excesivamente el costo de la operación desde la perspectiva de Endesa. Particularmente, de su controlador, el principal interesado en la operación.

Finalmente, en la OPA, Enersis Américas S.A. recibió ofertas de venta por una cantidad de acciones equivalente al 3,1% del capital de Endesa Américas, lo que sugiere que el precio de salida ofrecido no fue particularmente atractivo. Esto se confirma por las opiniones

⁶⁷ TYNDALL (2015), pp. 7 y 115.

⁶⁸ TYNDALL (2015), p. 13, indica que “una aproximación razonable para determinar la Relación de Canje, por tanto, debiese considerar: • La contribución relativa que realiza cada grupo de accionistas a la fusión de Enersis Américas a valores que consideren los descuentos relativos con que transan actualmente Enersis y Endesa, esto es, a valores lo más parecidos al mercado • Una compensación por el costo tributario cierto en que va a incurrir Endesa por ocasión de la división • Los riesgos relativos en que incurren los distintos grupos de accionistas [como consecuencia de la reorganización].”

⁶⁹ Valor que se obtiene a partir de la relación de canje entre las acciones de Enersis Américas y Endesa Américas (2,8), considerando la cotización de Enersis Américas al momento de emitir el informe.

⁷⁰ Sobre los factores que pueden dar lugar a la diferencia entre el precio de mercado de la acción y el valor de la acción conforme a las reglas sobre derecho a retiro, véase CABALLERO & LAVÍN (2018), pp. 205-242.

de todos los directores, que consideraron que la transacción era “inconveniente” o “poco atractiva.”⁷¹

3.3. Los aspectos clave en la aplicación del procedimiento regulado para aprobar OPR en Chile

En ambos procedimientos para acordar que Enersis celebrara la OPR, se optó directamente por la junta de accionistas, sin someter el asunto al comité *ad hoc* de directores no involucrados establecido en la ley.

En el primer caso, esto ocurrió porque no había más de un director “no involucrado.” La cuestión es relevante, pues la mediana de concentración de las sociedades anónimas abiertas cotizadas en bolsa en Chile aumentó de 61% en 1990 a 67% en 2019.⁷² Teniendo en consideración que el controlador de Enersis S.A. —al momento de la propuesta de aumento de capital— contaba con el 60,62% de las acciones,⁷³ es posible prever que en la mayoría de las sociedades anónimas abiertas en Chile, no se formará el comité *ad hoc* de directores no involucrados para negociar los términos de la OPR frente al controlador y acordarla en nombre de la respectiva sociedad anónima objeto de la transacción. Eso priva al procedimiento regulado chileno del mecanismo de control más efectivo y de menor costo para las OPRs en la mayoría de los casos.⁷⁴

⁷¹ Esto es concordante con las opiniones emitidas por cada uno de los nueve directores de Endesa Américas S.A., los que unánimemente concluyeron que la oferta era inconveniente, poco atractiva económicamente o inferior a otras alternativas de liquidez. Véase por todos CHEYRE (2016), director que justificó su opinión en atención a que el precio de \$300 por acción ofrecido en la OPA era inferior al precio de mercado (\$304,7, descuento de 1,5%); era inferior “al precio que está implícito en la operación de fusión” (descuento de 4,5%); y solo marginalmente superior al precio del ejercicio de derecho de retiro (\$299,64) reconocido por ley en el caso de que se aprobara la fusión. Los informes individuales de los directores están disponibles en <https://www.enelamericas.com/es/inversionistas/a201609-junta-extraordinaria-de-accionistas-2016.html> (visitado por última vez el 14 de noviembre de 2024).

⁷² ISLAS & LAGOS (2020), p. 76.

⁷³ ENERSIS S.A. (ca. 2013), p. 30.

⁷⁴ La literatura de gobiernos corporativos ha tendido a considerar más efectiva una regulación de OPR que suponga un procedimiento de decisión en el que intervengan tanto directores independientes como, posteriormente, accionistas no involucrados (ENRIQUES (2015), pp. 20-21), siguiendo el ejemplo de *Delaware* (GEVURTZ (2020), pp. 196-205). Sin embargo, parte de la doctrina especializada se inclina por preferir la intervención de directores independientes sobre la aprobación de la junta de accionistas en este tipo de transacciones por, al menos, tres razones: primero, porque los directores —independientes— tienen mayor capacidad de obtener información sobre la OPR que los accionistas no involucrados (PACCES (2019), pp. 209-212); segundo, fundado en criterios de economía del comportamiento, porque aumenta las posibilidades de colaboración (GÖZLÜGÖL (2022), pp. 644-656); tercero, por las posibilidades de uso extorsivo del mecanismo de aprobación por la mayoría de la minoría, en perjuicio de la propia sociedad (PAZ-ARES (2020), pp. 100-107), aunque la posibilidad de extorsión se limita si la regla, como en *Delaware* y como podría interpretarse en Chile, permite a la sociedad incumplir el procedimiento sin que pueda impugnarse o anularse el acuerdo social, pero sujetándose a una revisión bajo criterio de *entire fairness* (*Delaware*) o alterando la carga de la prueba (*Chile*). Asimismo, la aprobación por un comité especial de directores no interesados confiables para los minoritarios puede constituir una señal relevante para ellos, lo que aumenta las posibilidades de que la OPR sea aprobada en la junta, evitando que la regulación de OPR obstaculice la celebración de transacciones que crean valor (ENRIQUES (2015), p. 201). A propósito de operaciones de *manager buy-out* y *freeze-out* con conflicto de intereses, funcionalmente análogas a OPR de monto relevante, la literatura financiera demuestra que el comité especial de directores es el mecanismo más efectivo y de menor costo (respectivamente, CAIN & DAVIDOFF (2011), pp. 849-902 y RESTREPO (2021), pp. 353-394). Este último autor que la aprobación por mayoría de la minoría no aumenta necesariamente el precio obtenido por la negociación del comité de directores, pero cumple

En el segundo caso, se recurrió directamente a la aprobación de la junta, a pesar de haber existido quórum suficiente para la formación del comité *ad-hoc* de directores no involucrados, sin objeción aparente de los minoritarios ni del regulador. No existe información sobre por qué el directorio decidió actuar de este modo y no formando un comité de directores independientes, como ordena expresamente la ley. Esto se puede deber a dos razones. En primer lugar, a una política de “hechos consumados”: la declaración judicial de que se trataba de una OPR se realizó recién cuando la primera parte de la operación de reorganización (la división) ya se había realizado.⁷⁵ Probablemente, el fracaso de la reorganización resultaba ahora más costoso para las sociedades que antes de realizarse la división. En segundo lugar, el recurso directo a la junta extraordinaria de accionistas sin objeción de minoritarios ni del controlador puede deberse a la convicción de que la expresión “en defecto” de la aprobación de los directores “no involucrados”, otorga un derecho de opción para que la OPR sea aprobada directamente por la junta, sin intervención de ese órgano *ad-hoc*. Pero estas son solo conjeturas.⁷⁶

¿A quién correspondería la eventual opción de optar por la aprobación de la OPR por la junta de accionistas? Desde luego no al controlador, que no juega un rol formal en la aprobación de acuerdos sociales. En el caso Enersis 2, la opción fue ejercida por la unanimidad del directorio. Probablemente, se hizo de este modo para que no se pudiera objetar que la decisión no contaba con el acuerdo de los directores no involucrados. Sin embargo, la ley ordena la formación de un comité de directores “no involucrados”, en el que se excluye la participación de los demás directores, pues naturalmente no es equiparable la deliberación en uno u otro órgano. No hacerlo, implica que la norma se ha transgredido, con el consiguiente efecto de inversión de la carga de la prueba que contempla el artículo 147 N° 7 LSA.

La aprobación de la OPR por la junta de accionistas exige dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto. Si la mediana de concentración en el mercado chileno es 67% y el controlador no se excluye de la votación (ni esto se ve como una contravención al artículo 147 LSA), es previsible que en la mayoría de los casos la aprobación por la junta de accionistas sea una mera formalidad.

Asimismo, ambas operaciones contaron con sendos informes de evaluadores independientes. Las diferencias relevantes en la valoración de activos en el caso Enersis 1, confirma el escepticismo de la literatura en esta materia.⁷⁷ Por esto, es clave que la regla permita

el importante rol de evitar una transacción en la que el comité especial no ha actuado con la debida independencia, mediante una segunda revisión de la operación.

⁷⁵ Debe tenerse en consideración que el artículo 147 LSA afirma expresamente que “la infracción a este artículo no afectará la validez de la operación”, con lo que solo cabe intentar las acciones de responsabilidad civil y de reembolso de beneficios. No obstante, como ha mostrado la literatura nacional, la acción de responsabilidad civil presenta dificultades técnicas en materia de ilícitos corporativos (véase NÚÑEZ & PARDOW (2010), pp. 229-282 y LAGOS (2011), pp. 707-718), al igual que la acción de reembolso en lo que respecta a la causalidad (PINO (2019), p. 393).

⁷⁶ La experiencia chilena en esta materia parece ser concordante con la conclusión de GÖZLÜGÖL (2021), p. 855, luego de la observación del comportamiento de inversionistas institucionales a propósito de la aprobación de OPR intragrupo en grandes transacciones en Europa: “la evidencia sobre el voto en OPR y sobre remuneración de ejecutivos respalda la idea de que los inversionistas institucionales se volverán activos solo cuando necesiten parecerlo.”

⁷⁷ LICHT (2020), pp. 32-35 se refiere a cómo los jueces de Delaware expresan que es muy difícil equiparar el conocimiento interno del negocio que tienen los directores y ejecutivos *insiders* (y el controlador) y, en consecuencia, a pesar de necesitarlos, ven con escepticismo la posibilidad de verificar los resultados de los

la designación de un evaluador independiente por el comité de directores (artículo 147 N° 5 LSA), al menos, para que la “batalla” de informes de expertos se encuentre equiparada.⁷⁸ En el mismo sentido, es importante también que el comité *ad hoc* de directores independientes no involucrados pueda encargar la elaboración de un informe de evaluadores independientes, aunque, como se ha expresado, esta facultad también se desprende de otras reglas más generales atinentes al directorio (artículos 39 inciso 2 y 4 y 41 LSA).

Cabe también destacar que, en ambas grandes transacciones analizadas, si se está a lo expresado en los informes de los evaluadores independientes nombrados por el comité de directores, el riesgo de *hold-out* de los minoritarios con potencial efecto dañino para la sociedad era nulo. Esto se debe a que el beneficio esperado de la operación impactaba directamente en el controlador,⁷⁹ sin que hubiera un efecto positivo claro para la sociedad controlada.

Ambos casos muestran que, al final del día, la tutela más relevante, a pesar de sus limitaciones, fue el informe de los evaluadores independientes. Los informes sirvieron de apoyo a directores con poca información y otorgaron bases para una negociación entre mayoritarios y minoritarios, lo que se manifiesta en que las condiciones de la OPR mejoraron en beneficio de la sociedad y en que varios de ellos votaron la OPR favorablemente.

No obstante, en un mercado de alta concentración y bajo nivel de *free float*, en el que las sociedades se financian primordialmente por medio de deuda (bonos) y no de participación (emisión de acciones de pago), la influencia de la información en el precio de la acción, como mecanismo para obtener mejores condiciones para los accionistas minoritarios, es menor que en mercados donde las sociedades se financian, en una mayor proporción, a través de aumentos de capital. Por esto, la capacidad de negociación con la que cuentan los minoritarios, como resultado de la regulación sobre OPR en Chile, es bastante débil. A esto se suma que la amenaza de litigación, por ahora, no ha sido relevante.

Un efecto escuálido para un procedimiento tan largo y costoso.

No obstante, a través de una interpretación distinta de estas mismas normas legales, se puede lograr que su aplicación se acerque más a un diseño de regulación óptimo. *Ex ante*, debe considerarse que, toda vez que se pueda formar el comité de directores “no involucrados” *ad-hoc*, una OPR de monto relevante debe negociarse y aprobarse por este órgano. Solo en caso de que no sea posible formarlo, la transacción puede ser aprobada por la junta de accionistas, en la cual no pueden participar accionistas que se encuentren en conflicto de

informes de los evaluadores independientes. GOSHEN (2003), pp. 403-404 y GÖZLÜGÖL (2022), p. 643 ponen en duda su precisión y confiabilidad. El primero, explica que parte de los informes se fundan necesariamente en asumir que tendrán lugar ciertos eventos y cuál será su efecto previsible. Estas apreciaciones son vulnerables a realizarse de forma tendenciosa y, desde luego, pueden inclinarse en favor de la parte que ha encargado el informe.

⁷⁸ La regla contenida en el artículo 147 N° 5 LSA, establece que, si se convoca a junta extraordinaria de accionistas para la aprobación de la operación, el directorio está obligado a designar un evaluador independiente, que debe informar sobre “las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para la sociedad.” Además, se puede nombrar un segundo evaluador independiente, en principio, sin injerencia del controlador.

⁷⁹ En el primer caso, una mejora en su *ratio* capital/deuda sin costo financiero. En el segundo caso, la posibilidad de aprovechar créditos tributarios.

intereses.⁸⁰ Si así lo hacen se infringe la regulación lo cual da lugar a una inversión de la carga de la prueba en favor del demandante.

Esta interpretación da lugar a que, en más casos, sean los directores no involucrados los que negocien y aprueben una “gran transacción.” No obstante, en aquellas situaciones en que la OPR deba ser aprobada por la junta de accionistas, la participación del controlador en la votación da lugar a la inversión de la carga de la prueba en su contra. Esto genera que la regla MoM se reconozca como una regla de responsabilidad y no de propiedad, lo cual permite que un controlador o un pacto controlador, que cuente con dos tercios de las acciones o más, pueda “imponer” la operación si la estima rentable. Esto, a su vez, debería provocar dos efectos. Primero, que el controlador que imponga la OPR, tenga la carga de acreditar que la transacción se realiza en beneficio del interés social de la sociedad anónima abierta controlada. Segundo, que de no poder hacerlo —y si considera que la transacción es, de todas maneras, más rentable para el grupo o para la matriz que perjudicial para la filial— compense o se obligue a compensar adecuadamente a la sociedad anónima abierta controlada, para evitar la infracción a su deber de lealtad.⁸¹

Como se ve, esta manera de interpretar la regla evita la realización de OPR en las que no sea evidente el beneficio para la sociedad de referencia, pero, al mismo tiempo, permite llevar a cabo grandes transacciones intragrupo que resulten favorables a esta forma de organización.⁸²

IV. CONCLUSIÓN

La incorporación de la regulación sobre OPR en 2009, fue recibida como un avance importante en el desarrollo del sistema de gobiernos corporativos chileno. Que el acuerdo social para la celebración de la OPR deba ser aprobado por directores independientes y, solo en su defecto, por la junta de accionistas, configura, al menos en el texto de la ley, un sistema suficientemente exigente para un mercado de propiedad concentrada en vías de desarrollo. Sin embargo, como acuñó Roscoe Pound hace más de cien años, una cosa es la ley en los

⁸⁰ Teniendo en consideración, además, que sería recomendable considerar, por las razones ya expresadas, que el director independiente del artículo 50 bis LSA puede participar en el comité de directores *ad-hoc* para la aprobación de una OPR de monto relevante.

⁸¹ Actualmente en Chile, tanto los directores como el controlador tienen mayor preocupación por no infringir sus deberes de lealtad, a partir del nuevo tipo penal reconocido en el artículo 134 bis por la ley 21.595 de 2023 sobre delitos económicos, que sanciona la adopción de acuerdos abusivos.

⁸² ENRIQUES & GILOTTA (2023) muestran como en grupos de sociedades integrados por minoritarios (*Minority Co-Owned Groups*) las reglas generales de derecho de sociedades permiten la realización de transacciones Kaldor-Hicks eficientes, sin necesidad de reconocer un derecho especial de grupos de sociedades. Esto se debe a que “los deberes fiduciarios ordinarios requieren que los directores obtengan compensación por el daño que de otro modo se sufriría como consecuencia de la decisión relevante, como condición para adoptar la decisión de manera legítima” (ENRIQUES & GILOTTA (2023), pp. 488-489).

En todo caso, como estos mismos autores destacan, la regulación del derecho de grupos alemán da lugar a un resultado análogo (véase ENRIQUES & GILOTTA (2023), nota 152). Sin embargo, la regulación alemana tiene un defecto importante que hace que el derecho general de sociedades sea preferible para regular estos casos. Como explica MOCK (2020), pp. 353-354, la matriz tiene un año fiscal para compensar la desventaja causada y si no cumple dentro de este plazo, la sociedad controladora y la controlada deben determinar el monto de la compensación dentro de un año. “Sin embargo, el mayor defecto de este concepto es que la sección 311 *Aktiengesetz* no otorga un derecho ejecutable [*enforceable*] a la entidad controlada. De hecho, la sección 311 *Aktiengesetz* se basa en la idea de que ambas empresas llegan a un acuerdo en buenos términos. Hasta ahora, la práctica jurídica muestra que esto no es lo que ocurre usualmente y que las empresas controladoras no otorgan ninguna compensación.”

libros y otra, la ley en acción. Los niveles de concentración de propiedad en las sociedades anónimas abiertas, combinados con la forma en que se interpretan las reglas que estructuran el procedimiento regulado para acordar una OPR, determinan que la herramienta más efectiva para el control de eventuales casos de *tunneling*—la aprobación por directores independientes o “no involucrados”— resulte fácilmente eludida. Si esto se combina con la debilidad de los mecanismos de tutela de accionistas, el resultado es que el sistema chileno, en los hechos, depende del efecto de los informes de los evaluadores independientes en la cotización de las acciones de la sociedad que aprueba una OPR. Este efecto no constituye protección suficiente, pues solo tiene como resultado que los minoritarios puedan negociar condiciones un poco más favorables para la sociedad, aun cuando resulte aparente que la transacción beneficia exclusivamente al controlador. Menos aún, si se tiene en consideración que los inversionistas expertos pueden anticipar que en Chile, en la mayoría de los casos, es inevitable que la transacción pueda ser aprobada unilateralmente por el controlador. Sin embargo, la legislación admite una interpretación que dé lugar a una aplicación óptima de la regulación sobre OPR en grandes transacciones, promoviendo la —hasta ahora nula— participación del comité de directores no involucrados *ad-hoc*. Asimismo, permitiendo que, en sociedades con altos niveles de concentración de propiedad, el controlador pueda imponer la OPR, pero quedando sujeto a demostrar que la operación es beneficiosa para la sociedad controlada o, al menos, logrando que sea compensada de manera adecuada.

BIBLIOGRAFÍA

- ALESSANDRI RODRÍGUEZ, Arturo (1931). *La autocontratación o el acto jurídico consigo mismo* (Imprenta Cervantes).
- ANDERSON, Robert IV (2020). “A Property Theory of Corporate Law”, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2020, N.º 1, pp. 1-103.
- BEBCHUK, Lucian A. & KAHAN, Marcel (1989). “Fairness Opinions: How Fair Are They and What Can Be Done About it?”, *Duke Law Journal*, Vol. 1989, N.º 1, pp. 27-53.
- BIANCHI, Marcello & MILIC, Mateja (2021). “Article 9C: Transparency and Approval of Related Party Transactions”, en BIRKMOSE, H. & SERGAKIS, K. (eds.), *The Shareholder Rights Directive II. A Commentary* (Edward Elgar Publishing), pp. 286-318.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo & LAVÍN SALAZAR, Jaime (2018). “El derecho de retiro como herramienta de gobierno corporativo: análisis empírico del caso chileno”, *Revista de Derecho Privado (Externado)*, N.º 35, pp. 205-242.
- CAIN, Matthew D. & DAVIDOFF, Steven M. (2011). “Form over Substance? The Value of Corporate Process and Management Buy-Outs”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 36, pp. 849-902.
- CHEYRE VALENZUELA, Hernán (2016). “Pronunciamiento como Director sobre la fusión de Endesa Américas S.A., Chilectra Américas S.A. y Enersis Américas S.A. sobre la base del artículo 147 N° 5 y 6 LSA”, 5 de agosto de 2016. Disponible en línea: https://www.enelamericas.com/content/dam/enel-americas/investor/eventos-y-presentaciones/juntas-de-accionistas/junta_extraordinaria_2016/endesa-chilectra/Endesa%20Am%C3%A9ricas%20-%20Informe%20Individual%20Hern%C3%A1n%20Cheyre.pdf [visitado por última vez el 26 de diciembre de 2023].
- CLARO Y ASOCIADOS (2012). “Informe de Evaluador Independiente. Comité de Directores. Enersis S.A. Claro y Asociados S.A.”, octubre de 2012.
- COX, James D. & HAZEN, Thomas Lee (2020). *Business Organizations Law* (West Academic Publishing, 5th ed.).
- DAVIES, Paul (2022). “Related Party Transactions on the London Stock Exchange: What Works and What Does Not?”, *Business Law Review*, Vol. 43, N.º 1, pp. 2-17.
- ENDESA AMÉRICAS S.A. (2016). “REF. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen. N° 49/2016, 5 de agosto de 2016. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=8841423f6283520272ecd430ded11c7dVfDwQmVFNXFRVEJOUkVWM1RVUjJNMDUzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1729981490.
- ENERSIS S.A. (2012a). “Ref. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen N° 80/2012, 25 de julio de 2012. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=eca49dc09ae855f787cf8430ded11c7dVfDwQmVFMXFRVE5OUkVFMVQwUkpNMDFuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1729621459.

ENERSIS S.A. (2012b). “Ref. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen. N° 109/2012, 31 de agosto de 2012. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=5676a5b4ddc0f1c97ac9d6b83398c725VFdwQmVFMXFRVEJOUkVWNFRsUm5NRTVuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1729975662.

ENERSIS S.A. (2012c). “Ref. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen N° 114/2012, 5 de septiembre de 2012. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=b088f0ddc9e62ece1e67f334ac618697VFdwQmVFMXFRVFZOUkVWNFQwUk5lRTFCUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1732234067.

ENERSIS S.A. (2012d). “Ref. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen N°115/2012, 7 de septiembre de 2012. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=1f230f602cc49a59818aaf4620b65f52VFdwQmVFMXFRVFZOUkVWNFQxUlpIVTUzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1732234067.

ENERSIS S.A. (2012e). “Ref. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen. N° 143/2012, 31 de octubre de 2012. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=4813fb87ce3d45e52380c9bd1eac7cc7VFdwQmVFMXFSWGROUkVVd1RWUkZlazVuUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1732226746.

ENERSIS S.A. (2012f). “Ref. Comunica HECHO ESENCIAL”, Ger.Gen. N° 179/2012, 21 de diciembre de 2012. Disponible en línea: https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=a3267fba630cdc27bc8a94f0222c33caVFdwQmVFMXFSWGxOUkVVeVRXcEJNRTEzUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1729975662.

ENERSIS S.A. (ca. 2013). “Enersis12. Memoria Anual”, Memoria anual 2012 de Enersis S.A. Disponible en línea: <https://www.enelamericas.com/es/inversionistas/press/d201611-memoria-anual-2012.html> [revisado por última vez el 26 de diciembre de 2023].

ENGERT, Andreas & FLORSTEDT, Tim (2020). “Which related party transactions should be subject to ex ante review? Evidence from Germany”, *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 20, N.º 2, pp. 263-289. DOI: <https://doi.org/10.1080/14735970.2019.1667744>.

ENRIQUES, Luca (2002). “Do Corporate Law Judges Matter? Some Evidence from Milan”, *European Business Organization Law Review*, Vol. 3, pp. 765-821. DOI: <https://doi.org/10.1017/S1566752900001142>.

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*, Vol. 16, pp. 1-37. DOI: <https://doi.org/10.1007/s40804-015-0001-3>.

ENRIQUES, Luca; HERTIG, Gerard; KANDA, Hideki & PARGENDLER, Mariana (2017). “Related Party Transactions”, en KRAAKMAN, Reinier *et al.* (eds.), *The Anatomy of Corporate Law* (Oxford University Press, 3ª ed.), pp. 145-169. DOI: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198739630.003.0006>.

- ENRIQUES, Luca & GILOTTA, Sergio (2023). "The Case Against a Special Regime for Intragroup Transactions", *European Business Organization Law Review*, Vol. 24, pp. 471-506. DOI: <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00285-3>.
- EYZAGUIRRE COURT, Cristián & VALENZUELA NIETO, Ignacio (2015). "Las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas", *Actualidad Jurídica*, N° 31, pp. 267-310.
- GEVURTZ, Franklin A. (2020). "National Report on the United States. United States' Laws Addressing the Two Central Challenges Created by Groups of Companies: Protection of Minority Shareholders and of Creditors", en MANÓVIL, Rafael (ed.), *Groups of Companies. A Comparative Law Overview* (Springer), pp. 193-222. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-36697-1_8.
- GILSON, Ronald J. & SCHWARTZ, Alan (2013). "Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms Versus Ex Post Transaction Review", *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 169, N.º 1, pp. 160-183. DOI: <https://doi.org/10.1628/093245613X660537>.
- GORGA, Érica & HALBERSTAM, Michael (2014). "Litigation Discovery and Corporate Governance: The Missing Story About the 'Genius of American Corporate Law'", *Emory Law Journal*, Vol. 63, N.º 6, pp. 1383-1498.
- GOSHEN, Zohar (2003). "The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality", *California Law Review*, Vol. 91, N.º 2, pp. 393-438.
- GÖZLÜGÖL, Alperen A. (2021). "Majority of the Minority Approval of Related Party Transactions: the Analysis of Institutional Shareholder Voting", *European Company and Financial Law Review*, Vol. 18, N.º 5, pp. 820-862. DOI: <https://doi.org/10.1515/ecfr-2021-0029>.
- GÖZLÜGÖL, Alperen A. (2022). "Blinded by 'Fairness': Why We Need (Strong) Procedural Safeguards in Screening Self-Dealing and Obtaining a Fair Price Is Not the Answer", *European Business Organization Law Review*, Vol. 23, Issue 3, pp. 633-669. <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00243-5>.
- HOPT, Klaus & PISTOR, Katharina (2001). "Company Groups in Transition Economies: A Case for Regulatory Intervention?", *European Business Organization Law Review*, Vol. 2, pp. 1-43. DOI: <https://doi.org/10.1017/S1566752900000318>.
- IM TRUST (2014). "Informe de Evaluador Independiente: Preparado para el Comité de Directores de Enersis S.A.", 30 de septiembre de 2014. Disponible en línea: https://www.enelamericas.com/content/dam/enel-americas/investor/eventos-y-presentaciones/juntas-de-accionistas/junta_extraordinaria_de_accionistas_2014/Informe%20de%20IMTrust.pdf [visitado por última vez el 14 de noviembre de 2024].
- ISLAS ROJAS, Gonzalo (2011). "Gobierno corporativo: teoría económica, principios de la OCDE y la ley 20.382", en WILENMANN, Javier (coord.), *Gobiernos corporativos: aspectos esenciales de las reformas a su regulación* (Legal Publishing), pp. 9-44.
- ISLAS, Gonzalo & LAGOS, Osvaldo (2019). "La política de habitualidad y su efecto en la regulación de las operaciones con partes relacionadas", *Revista de Derecho (Valdivia)*,

- Vol. 32, N.º 1, pp. 95-115. DOI: <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-09502019000100095>.
- ISLAS, Gonzalo & LAGOS, 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.º 2, pp. 51-87.
- ISLAS, Gonzalo & LAGOS, Osvaldo (2024). “Reparando un agujero: la nueva normativa sobre divulgación de operaciones con partes relacionadas y política de habitualidad” [inédito].
- ISLAS, Gonzalo; LAGOS, Osvaldo & CERDA, Iván (2024). “Shareholders’ Agreements in Public Corporations in Chile: What Are We Missing Out?”, *Inter-American Law Review*, Vol. 55, N.º 2, pp. 343-404.
- LAGOS, Osvaldo (2011). “El daño imputable al accionista o al director infractores como límite a la responsabilidad civil en conflictos de sociedades cotizadas”, en FIGUEROA, G.; BARROS, E. & TAPIA, M., *Estudios de Derecho Civil VI* (Legal Publishing), pp. 707-718.
- LAGOS, Osvaldo (2024a). “¿Es o no es OPR? precisando el concepto y el ámbito de aplicación de la regulación sobre operaciones con partes relacionadas”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 50, N.º 3, pp. 1-27. DOI: <https://doi.org/10.7764/R.503.1>.
- LAGOS, Osvaldo (2024b). “Controlando operaciones habituales en sociedades anónimas abiertas”, en *Estudios de Derecho Comercial* [inédito].
- LA TERCERA (2012). “Acciones de Enersis se desplomaron 13% y anotaron su menor valor desde fines de 2008”, 26 de julio de 2012. Disponible en línea: <https://www.latercera.com/noticia/acciones-de-enersis-se-desplomaron-13-y-anotaron-su-menor-valor-desde-fines-de-2008/#> [visitado por última vez el 26 de diciembre de 2023].
- LICHT, Amir N. (2020): “Farewell to Fairness: Towards Retiring Delaware’s Entire Fairness Review”, en *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 44, N.º 1, pp. 1-56.
- MOCK, Sebastian (2020). “National Report on Germany”, en MANÓVIL, Rafael (ed.), *Groups of Companies. A Comparative Law Overview* (Springer), pp. 303-398. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-36697-1_13.
- NÚÑEZ, David & PARDOW, Diego (2010). “¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa”, *Revista Estudios Públicos*, N.º 118, pp. 229-282.
- PACCES, Alessio M. (2019). “Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions. The Case for Noncontrolling Shareholder-Dependent Directors”, en ENRIQUES, L. & TRÖGER, T. (eds.), *The law and finance of related party transactions* (Cambridge University Press), pp. 181-217.
- 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.º 1, pp. 321-392.

- PAZ-ARES, Cándido (2020). “Operaciones vinculadas y grupos de sociedades”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo 60, pp. 89-115.
- PINO, Alberto (2019). “Los supuestos de restitución de ganancias ilícitas en el Derecho Privado Chileno”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 46, N.º 2, pp. 373-398. DOI: <http://dx.doi.org/10.4067/S0718-34372019000200373>.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2023). *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado* (Editorial Jurídica de Chile, 3ª ed).
- RESTREPO, Fernán (2021). “Judicial Deference, Procedural Protections, and Deal Outcomes in Freezeout Transactions: Evidence from the Effect of MFW”, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, Vol. 6, N.º 2, pp. 353-394. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3105169>.
- RINGE, Wolf-Georg (2013). “Independent Directors: After the Crisis”, *European Business Organization Law Rev*, Vol. 14, N.º 3, pp. 401-424. <https://doi.org/10.1017/S1566752912001206>.
- RÍOS, Josefina (2012). “Los españoles hacen y deshacen como en la Colonia”, *Revista Qué Pasa*, Negocios, 2 de agosto de 2012, entrevista a ex director de Endesa Raimundo Valenzuela. Disponible en línea: <http://www.quepasa.cl/articulo/negocios/2012/08/16-9151-9-los-espanoles-hacen-y-deshacen-como-en-la-colonia.shtml/> [revisado por última vez el 12 de diciembre de 2023].
- ROE, Mark J. (2006). *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact* (Oxford University Press). DOI: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199205301.001.0001>.
- SUBRAMANIAN, Guhan (2005). “Fixing Freezeouts”, *The Yale Law Journal*, Vol. 115, N.º 2, pp. 2-70.
- SUBRAMANIAN, Guhan & RESTREPO, Fernán (2015). “The Effect of Delaware Doctrine on Freezeout Structure & Outcomes: Evidence on the Unified Approach”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 5, N.º 2, pp. 205-236.
- TYNDALL (2015). “Resumen Informe al Comité de Directores de Empresa Nacional de Electricidad S.A.”, 4 de noviembre de 2015, informe de evaluador independiente Tyndall, designado por el Comité de Directores de Endesa S.A. Disponible en línea: <https://www.enel.cl/content/dam/enel-cl/inversionistas/enel-generacion-chile/proyectos/reorganizacion-corporativa/documentos-de-interes-reorganizacion-corporativa/Informe-Asesor-Comite-Directores-EOC-Tyndall.pdf> [revisado por última vez el 19 de diciembre de 2023].
- VALENZUELA NIETO, Ignacio (2019). “Dejar de jugar por las reglas: hacia una revitalización del derecho societario como instrumento de política económica”, *Estudios Públicos*, N.º 154, pp. 43-86.
- ZEGERS, Matías & ARTEAGA, Ignacio (2004). “Interés social, deber de lealtad de los directores y conflictos de interés en empresas multinacionales: un análisis comparado con la legislación de los Estados Unidos de América”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 31, N.º 2, pp. 239-268.

ZINGALES, Luigi (2023). “Improving the competitiveness of the financial sector in Chile RG-T3555, RG-T33091”, Draft 7 de enero de 2023. Disponible en línea: https://www.google.com/search?q=zingales+Improving+the+competitiveness+of+the+financial+sector+in+Chile&rlz=1C5CHFA_enCL1079CL1079&oq=zingales+Improving+the+competitiveness+of+the+financial+sector+in+Chile&gs_lcrp=EgZjaHJvbWUyBggAEEUYOdIBCDYyNDNqMGo3qAIAA&sourceid=chrome&ie=UTF-8 [consultado por última vez el 19 de diciembre de 2023].

JURISPRUDENCIA

Chile:

AFP Habitat con Superintendencia de Valores y Seguros (2016). Corte de Apelaciones de Santiago, 22 de marzo de 2016, rol 8.069-2015. Recurso de ilegalidad.

Mosa, Fontaine & Battaglia con Comision para el Mercado Financiero (Caso Blanco y Negro) (2021). Corte Suprema, 24 de marzo de 2021, rol 125.574-2020. Recurso de apelación.

Oficio Ordinario N.º 12.473 (2011). Superintendencia de Valores y Seguros, 3 de mayo de 2011.

Oficio Ordinario N.º 22.062 (2011). Superintendencia de Valores y Seguros.

Oficio Ordinario N.º 9.914 (2012). Superintendencia de Valores y Seguros, 18 de abril de 2012.

Oficio Ordinario N.º 21.001 (2012). Superintendencia de Valores y Seguros, 29 de agosto de 2012.

Oficio Ordinario N.º 15.452 (2015). Superintendencia de Valores y Seguros, 20 de julio de 2015.

Oficio Ordinario N.º 24.122 (2015). Superintendencia de Valores y Seguros, 3 de noviembre de 2015.

Oficio Ordinario N.º 21.058 (2016). Superintendencia de Valores y Seguros, 29 de agosto de 2016.

Oficio Ordinario N.º 24.807 (2017). Superintendencia de Valores y Seguros, 11 de septiembre de 2017.

Oficio Ordinario N.º 34.302 (2017). Superintendencia de Valores y Seguros, 26 de diciembre de 2017.

Ponce Lerou con Superintendencia de Valores y Seguros (2020). Corte Suprema, 2 de octubre de 2020, rol 17.536-2019. Recurso de casación en el fondo (reclamación de multa).

Estados Unidos:

Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. (1994). Corte Suprema del Estado de Delaware, 5 de abril de 1994, 638 A.2d 1110 (Del.1994).

Kahn v. M&F Worldwide Corp (2014). Corte Suprema del Estado de Delaware, 14 de marzo de 2014, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

LEGISLACIÓN

Ley N.º 18.045, de Mercado de Valores (LMV). D.O. 22 de octubre de 1981.

Ley N.º 18.046, de Sociedades Anónimas (LSA). D.O. 22 de octubre de 1981.

Ley N.º 21.000, crea la Comisión para el Mercado Financiero. D.O. 23 de febrero de 2017.

Ley N.º 21.595, Ley de Delitos Económicos. D.O. 17 de agosto de 2023.

Norma de Carácter General N° 501 de 8 de enero de 2024, Comisión para el Mercado Financiero, sobre menciones mínimas de las políticas de habitualidad y difusión de OPR (NCG 501). Entrada en vigor 1 de septiembre 2024.