

PROPUESTA PARA IMPULSAR EL DESARROLLO DEL MERCADO FINANCIERO

PARA : Comisión para el Mercado Financiero

DE : Guillermo Ureta Ibarra¹

FECHA : 12 de febrero de 2025

TEMÁTICA : **Gobiernos Corporativos – Acuerdos abusivos adoptados por el directorio de una sociedad anónima**

I. LA PROBLEMÁTICA

La Ley N°21.595 de Delitos Económicos («Ley de Delitos Económicos») modificó la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas («Ley sobre Sociedades Anónimas»), entre otros, incorporando una sanción con penas privativas de libertad —presidio menor en cualquiera de sus grados, es decir, en un rango posible que va de 61 días a 5 años— a quienes «*prevaliéndose de una posición mayoritaria*» adopten acuerdos *abusivos* en el directorio o a quienes «*prevaliéndose de su condición de controlador de la sociedad*» induzcan a ese acuerdo o concurran a él.

A la luz de la literalidad de la norma, para que el acuerdo resulte sancionable, se requiere, además de que sea *abusivo*, que el infractor lo adopte con el objeto de «*beneficiarse o beneficiar económicamente a otro, en perjuicio de los demás socios y sin que el acuerdo reporte un beneficio a la sociedad*».

La historia fidedigna de la modificación informa expresamente que ella tuvo por objeto proteger a los accionistas minoritarios de los potenciales abusos a los que se exponen en el contexto societario.

Sin embargo, el legislador no incluyó —ni incluye tampoco en el resto de la regulación aplicable a las sociedades anónimas— lo que debe entenderse como un acuerdo *abusivo* que adopte un directorio.

De lo anterior surge la inquietud natural por comprender cuál es el marco que debe considerar un intérprete de la norma, ya sea él un tribunal que examine si acaso corresponde sancionar a un individuo con la sanción más gravosa que contempla el ordenamiento jurídico, o bien sea él un director que pretende dilucidar cómo debe

¹ Abogado de la Universidad de Chile, admitido en 2018, con diploma en Libre Competencia de la Universidad Adolfo Ibáñez, Chile, y diploma en Análisis y Planificación Tributaria de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Es candidato a LLM de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Ha concentrado su práctica profesional en asuntos de derecho corporativo, gobierno corporativo y derecho de la competencia.

comportarse en la ejecución de las facultades que le ha otorgado la ley y en el cumplimiento de la labor que se le ha encomendado en el contexto empresarial.

En el contexto judicial, una indefinición del carácter *abusivo* puede propender desmesuradamente a la proliferación de litigios infundados con fines coercitivos en contra del sujeto pasivo y/o conllevar peligrosamente a la potencialidad exacerbada de que se materialicen *falsos positivos* o *falsos negativos*.

En el contexto empresarial, en tanto, lo anterior puede trabar artificialmente el quehacer intenso y dinámico que le es inherente.

En ambos casos la norma termina por convertirse en esencialmente contraria al objetivo último del Derecho Corporativo que consiste en eficientar y facilitar la materialización de transacciones a través de la corporación, reduciendo el costo de hacer negocios.

El artículo 134 bis de la Ley sobre Sociedades Anónimas está vigente desde septiembre de 2024 y su modificación es imprescindible para evitar consecuencias indeseadas en su aplicación.

Por ello, la siguiente propuesta (i) identifica elementos que no están incorporados en la regulación actual y que se consideran que deberían ser normados, incluyendo propuestas de cambios legislativos; y (ii) identifica elementos normativos que requieran de una mayor precisión para impulsar el desarrollo de los mercados.

II. LA RELEVANCIA

Desde un punto de vista legal, la cuestión redonda en crítica si se considera, en palabras de *Rodríguez Grez*, que si el ejercicio de un derecho —esto es, la aplicación de la norma— se extiende a intereses que éste no consagra, entonces se actúa al margen de él, porque su existencia gira en función de aquellos intereses cuya satisfacción, al fin y al cabo, es lo único que legitima el actuar del titular². De modo que sin una definición expresa o una guía interpretativa clara, la configuración actual de la sanción aplicable a los acuerdos *abusivos* que adopta un directorio propende peligrosamente a oscurecer más de lo que puede aclarar el panorama societario nacional, generando el efecto diametralmente contrario al que se propuso el legislador al momento de considerar su inclusión.

Observado ahora desde el prisma de la profundidad de los mercados, la protección de los accionistas minoritarios es una cuestión central para una regulación de buen gobierno corporativo. Para los sistemas jurídicos, dicha relevancia aumenta al constatarse que la propiedad concentrada es la estructura predominante en las empresas públicas de todo el

² Pablo Rodríguez Grez, *El abuso del derecho y el abuso circunstancial* (1ª ed.). (Santiago: Jurídica Chile, 1997), 44.

mundo³. Incluso en Estados Unidos y el Reino Unido, donde la propiedad dispersa es la norma, las empresas con propiedad concentrada constituyen una parte sustancial de las empresas públicas (emisores, sociedad anónima abierta)⁴. Para Chile, recientes mediciones de concentración dan cuenta que nuestro país se encuentra dentro de las cinco jurisdicciones con mayores niveles de concentración, solo superada por Rusia, Croacia, Lituania, e Indonesia⁵.

El objeto de proteger a los accionistas minoritarios radica en morigerar los riesgos del abuso de quien, por su participación accionaria mayoritaria, puede extraer beneficios pecuniarios de la compañía en perjuicio de los minoritarios, lo que a nivel comparado suele analizarse, a lo menos, a partir del uso del activo de la sociedad en beneficio propio (*asset tunneling*), la celebración de operaciones con partes interesadas o relacionadas (*self-dealing transactions*) y la contratación de personas relacionadas (*employing family members*)⁶.

La relevancia atribuida a esta protección, en particular, radica en que «*la adecuada protección de los activos de los inversionistas –los valores o títulos que reflejan su participación en la respectiva sociedad, junto con los derechos aparejados a dicha propiedad– se traduce en consecuencias positivas para el desarrollo económico*»⁷.

En ese sentido, resaltamos lo ya indicado por otros en cuanto a que «*los países con protección deficiente de los accionistas minoritarios, medida tanto por la calidad de las normas legales como por la ejecución de las mismas, tienen en general mercados de capitales más pequeños y menos desarrollados*»⁸ y que «*la falta de certezas de los inversionistas acerca de si el controlador de la sociedad objeto de inversión incurrirá o no en dichas conductas genera problemas de selección adversa, haciendo así más costoso el levantamiento de capital y obstando al mejor desarrollo económico del país*»⁹.

A mayor abundamiento, los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, 2023, han identificado la misma relevancia del asunto al resaltar la necesidad de que las regulaciones nacionales cuenten con medios eficaces de reparación frente a actos abusivos directos o indirectos por parte de los accionistas mayoritarios o en su beneficio¹⁰.

³ Entiéndase emisores de valores de oferta pública (sociedad anónima abierta), sin necesaria relación con corporaciones de propiedad estatal.

⁴ Zohar Goshen y Assaf Hamdani, «Majority Control and Minority Protection», en *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, ed. por Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe, 449-469 (Oxford: Oxford University Press, 2018), 449.

⁵ Alejandra Medina, Adriana de la Cruz y Yun Tang, «Corporate ownership and concentration», *OECD Corporate Governance Working Papers* 27 (2022): 10.

⁶ Goshen y Hamdani, «Majority...», 451.

⁷ Ignacio Valenzuela Nieto, «Dejar de jugar por las reglas: Hacia una revitalización del derecho societario como instrumento de política económica», *Estudios Públicos* 154 (2019): 45.

⁸ Ibid.

⁹ Valenzuela Nieto, Ignacio. «Dejar...», 46.

¹⁰ OECD, G20/OECD, *Principles of Corporate Governance 2023*. (Paris: OECD Publishing, 2023), 27.

Pese a ello, en Chile existen interesantes estudios empíricos sobre la resolución de los conflictos de los accionistas en sede judicial que identifican una exigua revisión como consecuencia de la estructura a través de la cual nuestro ordenamiento regula esta protección, lo cual redundaría en una protección ineficaz de los accionistas minoritarios¹¹
¹².

Entre otras conclusiones, al menos una de esas revisiones resalta como alternativa de solución otorgar un rol activo en la protección en comento a la Comisión para el Mercado Financiero¹³.

III. EL CAMBIO O LA SOLUCIÓN PROPUESTA

Ante la problemática expuesta, la Comisión para el Mercado Financiero tiene al menos dos posibles ámbitos de acción para resolver las delicadas consecuencias de la modificación a la Ley sobre Sociedades Anónimas, materializada en su nuevo artículo 134 bis.

Una primera opción plausible es proponer una modificación legislativa al texto.

Para estos efectos es necesario notar que la redacción del artículo 134 bis de la Ley sobre Sociedades Anónimas tomó como referencia la regulación contenida en el artículo 291 del Código Penal español, replicando sustancialmente la redacción de dicha norma, pero omitió complementarla con la regulación mercantil contenida en el artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital del mismo país, el que define a los acuerdos impuestos de forma abusiva como aquellos adoptados por una mayoría en interés propio, sin una necesidad razonable y en detrimento injustificado de los demás socios.

Una revisión de la jurisprudencia española da cuenta que la manera correcta de interpretar el artículo 291 del Código Penal Español es justamente considerando el desarrollo de dicho artículo 204 de la Ley de Sociedades de Capital.

Además de la regulación española, otros elementos podrían incluirse en la propuesta de modificación, a la luz de otras jurisdicciones más avanzadas que han analizado la materia. Por ejemplo, la jurisprudencia de Canadá ha esbozado un listado no taxativo de indicios de conductas abusivas que incluyen (i) la falta de un propósito válido para la operación; (ii) el actuar negligente de la sociedad y sus controladores en la celebración de una operación con partes relacionadas; (iii) la falta de buena fe de los directores; (iv) la discriminación entre los accionistas para beneficiar a los mayoritarios excluyendo o perjudicando al accionista minoritario; (v) la falta de divulgación adecuada y apropiada de información

¹¹ David Núñez y Diego Pardow, «¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa», Estudios Públicos n° 118 (2010): 229-282, <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/404/614>.

¹² Valenzuela Nieto, Ignacio. «Dejar...».

¹³ Núñez y Pardow, «¿Por qué no...», 274.

material a los accionistas minoritarios; y (vi) una maquinación fraudulenta para eliminar a los accionistas minoritarios¹⁴.

Un listado no taxativo podría replicarse en términos sustancialmente similares en el texto legal, para otorgar mayores certezas al mercado.

Alternativamente, una segunda opción es que la Comisión, en el ejercicio de sus facultades de interpretación administrativa, emita un pronunciamiento definiendo su entendimiento del sentido y alcance del artículo 134 bis de la Ley sobre sociedades Anónimas.

Además de un listado no taxativo de indicios de conductas abusivas como el ya descrito en esta Sección, la interpretación administrativa podría explicitar como abusivos los acuerdos que fueren contrarios a objetivos que se entienden integrados en el interés social, como la sustentabilidad y la responsabilidad social, en los términos contenidos en su Oficio Ordinario N°27482 de fecha 5 de abril de 2022

Asimismo, a la luz de la experiencia comparada¹⁵, una interpretación administrativa de un acuerdo abusivo adoptado por el directorio debería considerar las siguientes circunstancias:

- Que el acuerdo impugnado haya sido adoptado por una mayoría de directores o hubiere sido inducido por el controlador o al que el controlador hubiere concurrido a ejecutar.
- Que el acuerdo impugnado en sí o las razones para adoptarlo no constituyan ni sean consecuencia de una legítima razón de negocios.
- Que el acuerdo impugnado sea inconsistente con las expectativas razonables de los sujetos activos que ejercen la acción respectiva.
- Que el acuerdo impugnado haya beneficiado, o tuviere el potencial de beneficiar, a quienes adoptaron la decisión prevaleciendo de una posición mayoritaria o a terceros.
- Que el acuerdo impugnado haya causado, o tenga el potencial de causar, perjuicio a uno o más accionistas minoritarios.
- Que el acuerdo impugnado haya tenido un efecto patrimonial negativo o neutro para la sociedad.

¹⁴ *Arthur con Signum Communications Ltd.*, 1991 O.J. 86 (Gen. Div.)

¹⁵ *Krynen con Bugg et al.* [2003] O.T.C. 252 (SC).

BIBLIOGRAFÍA

- Rodríguez Grez, Pablo. (1997). *El abuso del derecho y el abuso circunstancial* (1ª ed.). Santiago: Jurídica Chile.
- Goshen, Zohar y Assaf Hamdani. «Majority Control and Minority Protection». En *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, editado por Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe, 449-469. Oxford: Oxford University Press, 2018.
- Medina, Alejandra, Adriana de la Cruz y Yun Tang. «Corporate ownership and concentration». *OECD Corporate Governance Working Papers 27* (2010). DOI: <https://doi.org/10.1787/bc3adca3-en>
- Valenzuela Nieto, Ignacio. «Dejar de jugar por las reglas: Hacia una revitalización del derecho societario como instrumento de política económica». *Estudios Públicos* 154 (2019): 43-86. <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/22>
- Núñez, David y Diego Pardow. «¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa». *Estudios Públicos* 118 (2010): 229-282. <https://www.estudiospublicos.cl/index.php/cep/article/view/404>
- OCDE, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*. París: OECD Publishing, 2023. DOI: <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

JURISPRUDENCIA CANADÁ

- Arthur con Signum Communications Ltd.* [1991] O.J. No. 86 (Gen. Div.).
- Krynen con Bugg et al.* [2003] O.T.C. 252 (SC).