

Lagos Villarreal, Osvaldo

EL MUNDO AL REVÉS: PACTOS DE ACCIONISTAS, RESTRICCIONES A LA LIBRE  
CESIBILIDAD DE LAS ACCIONES Y LA REFORMA AL ARTÍCULO 14 DE LA LEY DE  
SOCIEDADES ANÓNIMAS

Revista Chilena de Derecho Privado, núm. 22\*, 2014, pp. 51-106

Universidad Diego Portales

Santiago, Chile

Disponible en: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=370838888002>

- ▶ Cómo citar el artículo
- ▶ Número completo
- ▶ Más información del artículo
- ▶ Página de la revista en redalyc.org

# EL MUNDO AL REVÉS: PACTOS DE ACCIONISTAS, RESTRICCIONES A LA LIBRE CESIBILIDAD DE LAS ACCIONES Y LA REFORMA AL ARTÍCULO 14 DE LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

## THE WORLD TURNED UPSIDE DOWN: SHAREHOLDERS AGREEMENTS, RESTRICTIONS TO FREE TRADEABILITY OF SHARES AND THE REFORM TO THE SECTION 14 OF THE CORPORATIONS ACT'S REFORM

## LE MONDE À L'ENVERS: PACTES D'ACTIONNAIRES, RESTRICTIONS À LA LIBRE CESSION DES ACTIONS ET LA REFORME À L'ARTICLE 14 DE LA LOI DE SOCIÉTÉS ANONYMES

51

*Osvaldo Lagos Villarreal\**

### RESUMEN

La reforma al artículo 14 de la Ley de Sociedades Anónimas constituyó un inexplicable retroceso en materia de gobiernos corporativos, al modificar el efecto de la falta de inscripción de los pactos restrictivos

---

\* Profesor de Derecho Comercial, Universidad Adolfo Ibáñez. Dirección postal: Diagonal Las Torres 2640. Oficina B-225. Peñalolén. Artículo recibido el 17 de enero de 2014 y aceptado para su publicación el 12 de mayo de 2014. Correo electrónico: osvaldo-lagos@uai.com.

Agradezco los aportes de: Jaime Lavín, Mauricio Baquero, Adrián Schopf, Cristián Eyzaguirre, Francisco Saffie, Javier Wilenmann, José Miguel Valdivia y, en particular, de Guillermo Caballero. También, al claustro de profesores de la Facultad de Derecho de la Universidad Adolfo Ibáñez, por el debate y las ideas sugeridas a partir de una versión preliminar de este texto, en el seminario académico UAI.

de libre cesibilidad de acciones en el registro de accionistas. Éste pasó de ser nulidad de pleno derecho a inoponibilidad. La comprensión de cómo esta reforma impacta al sistema de gobiernos corporativos, exige relacionar tres aspectos:

- la configuración dogmática de los pactos de accionistas en las sociedades abiertas y cerradas;
- los diversos papeles de estos pactos en unas y otras y
- los fundamentos de la regulación de sociedades abiertas y mercado de valores a este respecto.

Este trabajo ofrece criterios para llevar a cabo esa relación, de la que se obtiene como resultado que un análisis sistemático de las normas de Derecho Societario y de mercado de valores, permite elaborar una interpretación de la reforma acorde con las exigencias de transparencia y protección a inversionistas.

**Palabras clave:** Pactos de accionistas, sociedades anónimas, gobiernos corporativos

#### ABSTRACT

52

The reform of section 14 of the corporation's act was an inexplicable backward movement in corporate governance, as it modified the effect of the lack of registration of shareholders agreements which restrict the free tradeability of shares. This effect changed from absolute nullity to lack of efficacy. The understanding of how this reform impacts the corporate governance system, requires to relate three aspects:

- the legal shaping of shareholder agreements in corporations and close corporations;
- the different roles played by these agreements in the formers and
- the grounds of corporate and capital market regulation in this regard.

This work offers criteria to make this relation, from which is obtained as result that a systemic construction of corporate and capital markets rules, affords to elaborate a construction of the reform that is in accordance with the requirements of transparency and investor protection.

**Key words:** Shareholders agreements, corporations, corporate governance

#### RÉSUMÉ

En modifiant les effets de la non-inscription (dans le registre d'actionnaires) des pactes d'actionnaires qui restreignent la cession des actions, la réforme

à l'article 14 de la Loi de Sociétés Anonymes constitue un recul inexplicable en matière de gouvernement d'entreprise. Désormais, la sanction de la non-inscription n'est plus la nullité du pacte, mais son inopposabilité aux tiers. L'analyse des conséquences de cette réforme pour le système de gouvernement d'entreprise exige de mettre en rapport trois aspects différents:

- la conception juridique des pactes d'actionnaires dans les sociétés anonymes "ouvertes" et "ermées",
- la fonction différenciée des pactes dans ces types de sociétés,
- les fondements des règles relatives aux pactes, tant du point de vue des sociétés anonymes "ouvertes" que du marché boursier.

Cette étude propose une articulation de ces éléments, rendant possible une interprétation systématique des règles du droit de sociétés et du droit des marchés boursiers, compatible avec les exigences de transparence et protection des actionnaires minoritaires.

Mots clés: Pactes d'actionnaires; sociétés anonymes; gouvernement d'entreprise.

## I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La ley N° 20.382 de 2009, que tuvo por finalidad sustancial mejorar aspectos de la institucionalidad relativa a los gobiernos corporativos, modificó el texto del artículo 14 de la LSA. Esta modificación hizo suya la doctrina, que interpretaba la sanción ante la no inscripción de pactos restrictivos de la libre cesibilidad de acciones en el registro de accionistas, como una sanción de inoponibilidad. A pesar del texto expreso de la norma interpretada, que la configuraba como un caso de nulidad de pleno derecho.

53

Llama la atención que con esta modificación se trastornó el efecto de una regla que, en el diseño original de la LSA, pretendía erigirse como un mecanismo de defensa de los accionistas minoritarios, al conminar a los controladores a revelar los pactos por los cuales controlan una sociedad. Esto es una ironía, pues la modificación tuvo lugar a propósito de una ley cuya finalidad era mejorar los niveles de información y protección de los accionistas minoritarios, durante un gobierno que pretendía promover la protección a ahorrantes e inversionistas.

La ironía se transforma en una verdadera paradoja, si se aprecia que la tendencia en Derecho Comparado es exigir la publicidad de los pactos de accionistas, y que una legislación presumiblemente más avanzada que la chilena, pretende lograrlo en los mismos términos que lo hacía el modificado inciso segundo del artículo 14 de la LSA<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> En efecto, en el Derecho español, el real decreto administrativo 1/2010, que aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, establece en su artículo 521: "en tanto

Pero esta paradoja se convierte en perplejidad, si observamos que la regla original promotorios, fue concebida originalmente en una ley que, durante su tramitación, fue despojada de todas las reglas que limitaban las posibles actuaciones abusivas de los controladores. La eliminación de estas normas del diseño original de LSA tuvo la finalidad de proteger la posición de los grupos controladores<sup>2</sup>. No obstante, el inciso segundo del artículo 14 de la LSA pasó desapercibido, y no fue eliminado.

En síntesis, la regla que cautelaba a los minoritarios, fue promulgada en el contexto de una ley procontrolador, y esta regla fue modificada, en perjuicio de los minoritarios, por una reforma legal promotorio: el mundo al revés.

Este trabajo pretende explicar cómo tuvo lugar esta paradoja, y cómo ha de entenderse la relación entre pactos de accionistas y restricciones a la libre cesibilidad de acciones, tanto en sociedades abiertas y cerradas. Para esto, el artículo analiza la figura de los pactos de accionistas y su distintos papeles dependiendo si se trata de sociedades abiertas o cerradas, además de los fundamentos del Derecho de Sociedades y de Mercado de Valores con respecto a este problema en particular. Así, se pretende configurar un sustento dogmático suficiente para elaborar una interpretación adecuada de las restricciones a la libre cesibilidad de acciones en pactos de accionistas y sus efectos. Esto es, una interpretación que de algún modo sirva de paliativo al error legislativo, y permita una aplicación de las reglas legales acorde con las exigencias de un derecho societario y de mercado de valores óptimo.

54

## II. LA SORPRENDENTE HISTORIA DEL ARTÍCULO 14 DE LA LSA

### *1. Régimen original de la LSA*

#### a) Sentido de la regla

El artículo 14 de la LSA, en su versión original, establecía: “los estatutos de las sociedades abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de acciones”. Su inciso segundo indicaba:

---

no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a las referidas materias, sin perjuicio de la restante normativa aplicable”. Esta disposición fue introducida en el artículo 112 de la Ley de Mercado de Valores por la ley 26/2003, denominada “ley de transparencia”. Con posterioridad, fue trasladada a la Ley de Sociedades de Capital.

<sup>2</sup> Ley N° 18.046, de 1981.

“los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos se tendrán por no escritos”.

Como puede apreciarse, esta regla hacía (y hace) referencia a un tipo específico de pacto de accionistas: aquéllos que tienen por finalidad restringir la libre cesibilidad de acciones. En su redacción original, la norma era tan clara que podía apreciarse nítidamente su racionalidad: la norma distinguía entre sociedades abiertas y cerradas, con la finalidad de establecer disposiciones imperativas a propósito de los pactos que impongan límites a la cesibilidad de las acciones respecto de las primeras, y admitiéndolos, sin restricciones aparentes, respecto de las segundas<sup>3</sup>. Vale decir, en las sociedades anónimas cerradas se aceptaba establecer límites a la libre cesibilidad de las acciones, ya sea por vía estatutaria o por vía contractual. En cambio, en las sociedades anónimas abiertas, se regulaban los pactos de accionistas por, al menos, dos circunstancias, que son propias de las sociedades abiertas y generan esta necesidad de regulación.

La primera de ellas consiste en que las sociedades anónimas abiertas que transen sus acciones en el mercado de valores, requieren títulos homogéneos. Esto significa que no pueden contemplar restricciones no visibles a su libre cesibilidad, pues de otro modo el mercado accionario no puede funcionar<sup>4</sup>. La segunda razón, radica en que es necesario que los emisores de títulos que se transan en una bolsa de valores, publiquen toda la información relativa a esos títulos para que el mercado pueda evaluar

---

<sup>3</sup> Sin restricciones aparentes, pues no deben descartarse aquellos límites que deriven de los elementos esenciales del concepto de sociedad, o de principios generales del Derecho. Por ejemplo: que no cabe establecer sociedades a perpetuidad, circunstancia a la que podría llegarse en la medida en que el estatuto no contemple causas de disolución más allá de las mínimas contempladas en la Ley de Sociedades Anónimas, combinadas con un pacto restrictivo absoluto de la libre cesibilidad de las acciones; o bien, que no podría haber un pacto de accionistas en el que la venta pudiera revocarse arbitrariamente y sin límites por el otro socio, sin que surgiera para este último la obligación de comprar.

<sup>4</sup> No obstante, de la lectura de la historia de la LSA, se aprecia que el redactor del proyecto original daba por satisfecha esta necesidad a partir de lo establecido en los artículos 12 y 14 inciso primero de la Ley de Sociedades Anónimas. La regla del artículo 14 inciso segundo, que es la modificada por la ley N° 20.382 y que motiva la redacción de este artículo, esta fundada, como se explica en la siguiente nota al pie, en razones de buen gobierno corporativo. Para estos efectos, se utiliza la expresión “gobierno corporativo” en su sentido institucional, definido como la estructura jurídica que establece los incentivos que determinan la posición relativa de todos los participantes en la empresa. Véase LAGOS (2011), p. 48.

con la mayor precisión posible las características y rentabilidad tanto del mismo emisor como de los títulos que emitía, evaluación que finalmente se verá reflejada en su precio. Desde luego, quién ejerce el control de la sociedad, es un aspecto importante de esta información. En consecuencia, se trata de una razón fundada en el buen gobierno corporativo de las sociedades anónimas abiertas.

Como resultados de estas necesidades, el artículo 14 de la LSA prohibió las limitaciones a la libre cesibilidad de las acciones por vía estatutaria, y estableció un mecanismo que obligó a informar la celebración del pacto limitativo contractual.

La obligación de informar se pretendía hacer eficaz mediante un mecanismo sencillo y persuasivo: la ley establecía, en su inciso segundo:

“los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos se tendrán por no escritos”.

Esto significaba que los pactos contractuales que restringieran la libre cesión de acciones de una sociedad anónima abierta, debían inscribirse, con explícito objetivo de publicidad, en el registro de accionistas. De otro modo, se tendrían por no escritos. En síntesis: publicidad o inexistencia<sup>5</sup>.

Esta sanción pudo haber parecido estricta, pero tenía bastante sentido. En cambio, no parecía técnicamente adecuado establecer como sanción la

---

<sup>5</sup> Al respecto, la doctrina nacional no ha manifestado una opinión homogénea. SANDOVAL (2005), p. 133, sugiere una interpretación como la sostenida en este trabajo. Para este autor, la exigencia de que los pactos que limitan la libre cesión de acciones deban depositarse en la sociedad e inscribirse en el registro de accionistas: “trasunta el propósito general del legislador de proteger los derechos de los accionistas mediante medidas que contribuyen a la ‘transparencia’ del mercado de capitales, a fin de que cada uno de ellos pueda saber qué está sucediendo en la sociedad anónima en la cual ha invertido y que tal conocimiento sea el antecedente que le permita tomar las medidas del caso”. La posición de otra doctrina nacional contemporánea a la vigencia del artículo 14 de la LSA en su redacción original, es escueta y equívoca. PUELMA (2006), pp. 558-599, es en cierto punto contradictorio. Si bien repite la norma legal por la cual la falta de depósito de los pactos de la sociedad acarrea como sanción que se tengan por no escritos (p. 558), luego invita a “profundizar esta materia” (p. 559) recurriendo al texto de MELOSSI (1993), el cual, como veremos, sugiere que la sanción del artículo 14 de la LSA es inoponibilidad y no inexistencia. Por su parte, TORRES (2006), p. 329, considera que los pactos de accionistas que se depositan en la compañía son oponibles a terceros y a la sociedad, a pesar de que antes ha declarado que el principio de la libre cesibilidad de las acciones se aplica “principalmente en los tipos societarios anónima abierta”. El mismo autor considera que la consecuencia de no inscribir los títulos, es la “inexistencia jurídica”, pues la ley lo establece literalmente.

inoponibilidad, característica de las exigencias de publicidad, pues los pactos de accionistas de carácter contractual restrictivos de la libre cesibilidad de acciones son, en principio, inoponibles a terceros. Ésta es una consecuencia evidente del efecto relativo de los contratos y de las características sustanciales del pacto restrictivo de libre cesibilidad, como se analizará más adelante. Por lo tanto, el efecto que conminara a las partes a darles publicidad, debía ser otro que la inoponibilidad del pacto. Una opción pudo haber sido considerar que la inscripción era solemnidad y, en consecuencia, su omisión acarreaba nulidad. La ley N° 18.046, en su redacción original, escogió la opción más radical: la nulidad de pleno derecho, al declarar que el pacto no inscrito en el registro de accionistas se tendría por “no escrito”.

### b) El papel del artículo 14 según el mensaje de la LSA

La historia de la ley confirma este sentido del texto legal. El proyecto de ley de sociedades anónimas original, contenía una serie de reglas que pretendían proteger a los accionistas minoritarios de las conductas expropiatorias de los accionistas mayoritarios, con el fin de promover la inversión en este tipo de sociedades.

Este objetivo de la regulación de la LSA fue expresada en el proyecto original, al indicar sus redactores que, en la legislación previamente vigente a la que al final sería la ley N° 18.046:

“no existen normas eficaces para enfrentar problemas que hoy preocupan y abordan con detalle las legislaciones modernas, tales como las de precisión de la responsabilidad de los administradores y controladores de estas sociedades, específicamente de los actos constitutivos de abuso de poder por parte de las mayorías, regulación de las negociaciones recíprocas entre sociedades matrices, filiales o vinculadas, limitaciones o controles al traspaso sustancial de activos y al otorgamiento de garantías, etc.”<sup>6</sup>.

De este modo, el proyecto contenía una definición de controlador, estableciendo en qué casos se entendía que incurría en abuso de poder, y facilitando acciones judiciales y administrativas para hacer efectiva su responsabilidad<sup>7</sup>. Como puede apreciarse, el redactor era consciente de

<sup>6</sup> HL 18.046, p. 91. La norma de rango legal que regulaba las sociedades anónimas, en forma previa a la ley N° 18.046, era el DFL N° 251 de 1931, originalmente denominado “Sobre Compañías de Seguro, Sociedades Anónimas, y Bolsas de Comercio”, con las modificaciones legales posteriores, entre las que destaca la ley N° 17.308, de 1970.

<sup>7</sup> Artículos 29 y 30 del proyecto de ley preparado por el Ministerio de Hacienda, HL 18.046, pp. 97-98.

la existencia de un problema de agencia horizontal, y se hacía cargo de esta circunstancia del mercado chileno, contemplando las respectivas reglas para imponer conducta leal no sólo a los directores sino, también, al controlador o pacto controlador.

Pero para aplicar las normas que regulan la conducta del controlador, es necesario saber previamente quién es controlador. En este sentido, como el control no sólo se logra o mantiene por una persona jurídica o natural sino, también, por más de una persona jurídica o natural a través de pactos, es necesario conocer quiénes son controladores por este medio. Esto se debe a que, a partir de la sola participación accionaria, quienes controlan por medio de pactos de accionistas, no son detectables por la constatación de su participación social según el Registro de Accionistas. Por tal razón, es necesario que estos pactos sean informados. De este modo, la norma del inciso segundo del artículo 14 de la LSA, fue concebida como un mecanismo que pretendía promover la finalidad descrita en el párrafo anterior, lo que queda de manifiesto en el informe del Ministerio de Hacienda al Poder Ejecutivo de la época. En éste, inmediatamente después de describir las reglas que, en palabras del proyecto, pretendían limitar los abusos de los controladores, se expresa:

58

“los pactos tendientes a configurar las mayorías o el poder recién aludidos, deberán ser depositados en la sociedad a disposición de los demás accionistas y de terceros interesados”.

Como este tipo de pactos (contratos), naturalmente contemplan restricciones a la libre cesibilidad de acciones, con la finalidad de otorgarles estabilidad en el tiempo, el deber de otorgarles publicidad se contempló a propósito de la regulación del alcance de los pactos (estipulaciones) que restringen la libre cesibilidad de acciones<sup>8</sup>.

Con esto, queda de manifiesto que la intención detrás de la redacción original del inciso segundo del artículo 14 de la LSA, es hacer públicos los pactos tendientes a conseguir o afianzar el control de las sociedades anónimas abiertas.

La definición de controlador, su obligación de propender al interés social y las normas que pretendían hacer efectiva su responsabilidad, fueron sistemáticamente eliminadas del proyecto por la Primera Comisión

<sup>8</sup> La cuestión puede generar problemas interpretativos, pues la LSA utiliza indistintamente la expresión ‘pactos’ (de accionistas), para referirse a los contratos que regulan de manera completa las relaciones entre accionistas, y entre accionistas y la sociedad, y las estipulaciones o cláusulas contenidas en tales contratos. En consecuencia, la expresión ‘pacto’ podrá hacer referencia, según el contexto, a un contrato entre accionistas o a una estipulación de este contrato.

Legislativa, según consta en informe de 23 de septiembre de 1981. Esta comisión fundamentó la eliminación de estas normas, en la supuesta identidad del interés del controlador con el interés de la sociedad, y haciendo patente la inconveniencia de perseguir su responsabilidad y promover la litigiosidad, cuestión que, incluso, podía afectar la inversión extranjera<sup>9</sup>.

No obstante, el inciso segundo del artículo 14 sobrevivió a la eliminación de las reglas relativas al controlador. Lo más probable es que esto haya tenido lugar, pues el artículo 14 no hacía referencia expresa al controlador y, en consecuencia, puede que la disposición no haya sido percibida como amenazante a los controladores o, simplemente, no haya sido comprendida como una parte integrante del conjunto de reglas que pretendían regular la actuación de los controladores.

Pero a pesar de este golpe de suerte, el sentido del inciso segundo del artículo 14 de la LSA se perdió en la incomprensión de la doctrina

<sup>9</sup> Los fundamentos de la razia son pueriles. La Comisión Legislativa afirmó que la eliminación se fundaba en: a) la dificultad en comprobar quien es el accionista controlador, especialmente en las sociedades en que el Estado tiene participación mayoritaria; b) en que se abre la oportunidad a terceros de mala fe para incurrir en persecuciones de carácter financiero, o económico e, incluso, político, en contra de supuestos controladores, con el solo objeto de causarles perjuicios que redundarán, por ende, en la propia compañía; c) en el desincentivo a la inversión extranjera, ya que ésta resultaría, en la práctica, un verdadero controlador; d) Se estimó que los auténticos responsables de la marcha de una empresa son esencialmente, los directores y gerentes y no los supuestos controladores. Es en este aspecto donde la ley debe aclarar y ampliar las responsabilidades de estos administradores, robusteciendo las normas que rigen sus actuaciones; e) Finalmente, se esgrimió que el concepto de controlador que se pretende introducir, desnaturaliza el elemento esencial de las sociedades anónimas, cual es la responsabilidad limitada, pues el efecto de las disposiciones eliminadas sería transformar la sociedad anónima en una “sociedad de responsabilidad ilimitada, ya que todos sus bienes quedarían afectos en resguardo del cumplimiento de sus deberes”. Evidentemente, la necesidad de equilibrar la posición de mayoritarios y minoritarios en un sistema con conflicto de agencia horizontal como el chileno, es fundamento más que suficiente para el reconocimiento de las reglas eliminadas. Desde luego, a) En la gran mayoría de los casos, no es difícil determinar quien es controlador; b) Reconocer posibilidades de defensa a los inversionistas no es promover la litigación, sino que una forma de hacer efectivos derechos que, de otro modo y como ocurre en muchos casos hasta hoy, son letra muerta; c) La inversión extranjera se recibe, en gran medida, a partir de la adquisición de posiciones minoritarias (*v.gr.*, ADRs) y, por lo tanto, su protección la incentiva; d) Es evidente que los controladores son quienes toman las decisiones, de *facto*, en las empresas; e) Las restricciones a las conductas abusivas del controlador pretenden, precisamente, evitar el abuso del privilegio (y no dogma) de la limitación de responsabilidad. La rudimentaria argumentación contra las reglas que definían y regulaban la conducta del controlador, parece tener su origen más bien en la influencia de los denominados *Chicago Boys* en el gobierno, quienes circulaban entre cargos relevantes en los grandes grupos económicos de la época y cargos ministeriales o altos cargos en las carteras de relevancia económica (Hacienda, Economía, Trabajo, ODEPLAN). Véase SCHNEIDER (2010), p. 663 y CAVALLO, SALAZAR y SEPÚLVEDA (2008), pp. 101-111; 401-412.

mayoritaria y, habiendo sobrevivido al gobierno militar, recibió su tiro de gracia con la reforma “progresista” del año 2009.

## 2. *El régimen luego de la LGC*

La reforma de la ley N° 18.046 por la LGC, contempló una modificación del artículo 14 de la LSA, cuyo inciso primero actualmente reza: “los estatutos de las sociedades anónimas abiertas no podrán incluir limitaciones a la libre disposición de las acciones”. Su actual inciso segundo, establece:

“los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos serán inoponibles a terceros. Tales pactos no afectarán la obligación de la sociedad de inscribirse sin más trámites los traspasos que se le presenten, de conformidad a lo establecido en el artículo 12”.

Como puede apreciarse, el artículo 14 inciso primero, sólo contempla una modificación en los términos utilizados, mas no en el contenido. En rigor, sostener que: “los estatutos de las sociedades anónimas abiertas no podrán incluir limitaciones a la libre disposición de las acciones”, es idéntico a decir: “los estatutos de las sociedades abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de acciones”. Hasta aquí, no hay problemas interpretativos. Estos problemas, como veremos, aparecen en el nuevo inciso segundo.

En efecto, el actual inciso segundo indica que los pactos deben ser depositados en la compañía y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Esto no presenta novedad. El problema se produce al momento de modificar la sanción ante el incumplimiento de la prescripción, pues esta es la inoponibilidad. Es un problema, porque como se dijo, si los únicos pactos de accionistas restrictivos de la libre cesibilidad de acciones permitidos son los contractuales, y éstos, por definición, son inoponibles: ¿qué sentido tiene sancionarlos con inoponibilidad? La única interpretación lógica es que a través de esta modificación, se pretende dar efecto absoluto, esto es, oponibilidad ante terceros.

Sin embargo, la propia reforma al artículo 14 de la LSA contempla una regla que dificulta la interpretación recién sugerida. La parte final de la norma indica:

“tales pactos no afectarán la obligación de la sociedad de inscribir sin más trámites los traspasos que se le presenten, de conformidad a lo establecido en el artículo 12”.

Esto significaría que, sea que estén inscritos o no, los pactos no son oponibles a la sociedad y, por ende, tampoco a terceros.

En la búsqueda de criterios que nos permitan entender el sentido de la reforma, parece necesario referirse al legislador, y verificar cuál fue la intención de la modificación al artículo 14 de la LSA de parte de sus creadores. Esta intención se encuentra plasmada en la historia de la LGC: El asesor del Ministerio de Hacienda expresó que era conveniente corregir el inciso segundo del artículo 14 de la LSA, pues habitualmente la sanción para el caso de falta de publicidad de un acto es la inoponibilidad, lo que hacía que la doctrina cuestionara la sanción<sup>10</sup>. Esta convicción fue la que motivó la modificación del artículo 14 inciso segundo, no incluida en el mensaje de la ley, sino que introducida con posterioridad como indicación por el Ministerio de Hacienda<sup>11</sup>.

No obstante, en un momento posterior de la tramitación de la ley, el mismo asesor del Ministerio de Hacienda se da cuenta de que la modificación puede provocar un problema sistémico en el mercado de valores, por la posibilidad de hacer oponible un pacto restrictivo de la libre cesibilidad de acciones a terceros adquirentes de las acciones involucradas. Por esto, se agrega la parte final del nuevo inciso segundo del artículo 14 de la LSA, que reafirma el principio del artículo 12 de la misma ley, según el cual los traspasos deben inscribirse sin más trámite por el gerente de la sociedad<sup>12</sup>.

Como puede apreciarse, luego de su modificación, la interpretación del inciso segundo del artículo 14 de la LSA se oscurece. De ser una regla cuya finalidad es cominar a la publicidad de los pactos de accionistas, se transforma en una regla que, podría interpretarse, puede dar lugar a

<sup>10</sup> Así consta en las páginas 689 a 690 de la HL 20.382 “en relación con el número 8) del artículo 2º, letras a) y b), el [asesor del Ministerio de Hacienda] expresó que para una adecuada aplicación del inciso primero que propone la letra a), debe tenerse presente que, en la actualidad, la sanción por no registrar y depositar el pacto accionario, es que éste se tiene por no escrito. En doctrina, explicó, se cuestiona la sanción, ya que es habitual en derecho que la falta de publicidad de un acto acarree su inoponibilidad, esto es, que el pacto produzca efectos entre las partes, que se deberán indemnización de perjuicios si lo violan, pero no afecta a los demás que no pudieron conocerlo. Que se tenga por no escrito tampoco aclara si es inexistente, nulo absoluta o relativamente, añadió”.

<sup>11</sup> HL 20.382, p. 102.

<sup>12</sup> Así, se explicó: “La modificación que la letra b) del número 8) introduce al artículo 14 de la ley de sociedades anónimas, agregó [el asesor del Ministerio de Hacienda], perseguía solamente corregir la sanción, pero por su redacción puede dar lugar a una interpretación en sentido contrario con efectos indeseados. Se podría, así, alegar que un pacto registrado e inscrito es oponible a la sociedad y a terceros, y podría efectivamente impedir la cesión de las acciones. Esto contradeciría la norma que establece que el gerente debe registrar los traspasos sin más trámite (artículo 12) y el inciso primero de ésta misma norma, que dice que en las sociedades anónimas abiertas no pueden haber limitaciones en el estatuto (por lo que menos podría haberlas pactadas privadamente)”. HL 20.382, p. 690.

su oponibilidad ante terceros, aun tratándose de sociedades anónimas abiertas. Para peor, no puede afirmarse que haya habido alguna intención en particular con la introducción del inciso segundo del artículo 14 de la LSA, más allá de “corregir” la sanción y alinearla con la consecuencia que “usualmente” se reconoce al incumplimiento de exigencias de publicidad. Esto es, no hay registro en la historia de la ley, de que la intención de la modificación fuera el reconocimiento de efecto absoluto a los pactos de accionistas en sociedades anónimas abiertas, ni que se hubiera discutido sobre la conveniencia o inconveniencia de reconocer este efecto. Es necesario, en consecuencia, construir una interpretación coherente de esta regla.

Para elaborar una interpretación coherente, es necesario dilucidar la función y el sentido de los pactos de restricción a la libre cesibilidad de las acciones como especies de pactos de accionistas, su compatibilidad con el régimen de la sociedad anónima cerrada o abierta, y la relevancia o irrelevancia de su conocimiento por el público. Con esto, es posible enjuiciar el mérito o demérito de la reforma, y sugerir una interpretación adecuada de la nueva regla o, bien, proponer una reforma legislativa para subsanar los problemas que ésta pueda provocar al Derecho Societario.

## II. FUNDAMENTOS PARA LA ELABORACIÓN DE UNA INTERPRETACIÓN

### *1. El sentido de la institución*

#### 1.1. Funciones de los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de las acciones

Los pactos que limitan la libre cesibilidad de las acciones, tienen la función de personalizar las relaciones de los accionistas de una sociedad anónima, a través de revertir la regla de su libre disponibilidad, propia de las sociedades capitalistas, hacia una regla de transferencia de participaciones previa autorización de los demás socios, característica de las sociedades personalistas<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> BAINBRIDGE (2002), p. 811, las trata a propósito de las sociedades cerradas, y explica que las restricciones a la libre transferencia de acciones se explican en la incapacidad de los contratos (incompletos por definición), de anticipar y resolver todos los conflictos entre las partes y en la consiguiente necesidad de las partes de acudir a la confianza como un “lubricante para reducir la fricción social”. Esto les permite reducir costos de contratación (*ex ante*) y en costos de ejecución del contrato (*ex post*). Evidentemente, éste mecanismo sólo puede mantenerse en la medida que los accionistas tengan la opción preferente de adquirir las acciones del que pretende retirarse, o que al menos tengan el poder de oponerse al ingreso de un nuevo accionista en el que no confían.

La finalidad de personalizar estas relaciones se vincula a los intereses específicos de los socios que celebren estos pactos. Por ejemplo, es característico de las empresas que se encuentran en sus inicios, que sus inversiones sólo rentabilicen a partir del transcurso de cierto lapso de vida. La terminación de la sociedad antes de la llegada de su período de madurez, puede incidir en perjuicios para quien tenga algún costo hundido, típicamente una inversión específica de capital (la adquisición de activos que sólo rentarán en la medida que colaboren con la consecución del fin social) o de trabajo y especialización de capital humano<sup>14</sup>. En síntesis, una cláusula como ésta tiene la función de evitar la pérdida de la inversión hundida para una de las partes en una sociedad cerrada<sup>15</sup>.

Otro ejemplo es el caso de dos grandes empresarios que quieran hacerse del control de una sociedad anónima abierta, y que requieren el uno del otro, sea por la necesidad de reunir un capital cuantioso para adquirir el control o porque saben que ambos poseen habilidades complementarias, ventajas, conocimientos o ambos que les permitirán gobernar la empresa de manera óptima, generando un aumento de su valor. Con el objetivo de no desarmar esta asociación creadora de valor, estos empresarios pueden restringir la libre cesibilidad de sus acciones por vía contractual<sup>16</sup>. Así, una cláusula restrictiva de la libre cesibilidad de acciones puede tener por finalidad mantener el control en una sociedad abierta, evitando el ingreso al pacto controlador de un nuevo accionista. Lo anterior puede ocurrir, pues este nuevo accionista, a juicio de una de las partes, puede no tener

<sup>14</sup> ROCK y WATCHER (2004), p. 98.

<sup>15</sup> La referencia a sociedades “cerradas” en este trabajo, no se restringe a las sociedades anónimas cerradas. Por “sociedades cerradas” se entiende: aquellos tipos sociales que no se encuentran diseñados para recibir inversión de una multiplicidad de inversionistas/accionistas que, en los hechos, no tendrán injerencia en la administración. Estos tipos sociales, que son los más profusamente utilizados en Chile, son: la sociedad anónima cerrada, la sociedad por acciones y la sociedad de responsabilidad limitada. Las dos primeras tienen un marcado carácter capitalista, y la tercera, siendo primordialmente una sociedad de personas en razón de que su regulación supletoria es la sociedad colectiva, tiene ciertos rasgos que la hacen acercarse a la sociedad capitalista, como su razón social y, en especial, la limitación de responsabilidad. Sin embargo, todas ellas pueden “personalizarse”, en el sentido de dar estabilidad en el tiempo a los vínculos personales entre los socios, mediante pactos de accionistas.

<sup>16</sup> *V.gr.* a través de un pacto de *first refusal*, que es un acuerdo contractual que da derecho a su titular a elegir si celebra o no un determinado contrato, antes que quien se encuentra obligado correlativamente por ese derecho, pueda ofrecer a un tercero contratar sobre el mismo objeto respecto del cual recae el pacto. Como puede apreciarse, corresponde a una opción para adquirir o *call*, que usualmente va acompañada de una penalización (multa o cláusula penal) ante su incumplimiento, que consiste en la celebración del respectivo contrato con un tercero, sin realizar previamente una oferta al titular de la opción.

las habilidades, ventajas o conocimientos que posea el accionista que transfiere sus acciones, haciéndose reemplazar en el pacto de control<sup>17</sup>.

En los ejemplos ofrecidos, puede apreciarse cierta variación de la función genérica de los pactos que restringen la libre transferibilidad de las acciones, cuando estos se aplican a sociedades cerradas y a sociedades abiertas. En las sociedades cerradas, su finalidad es permitir que el accionista que pretende permanecer en la sociedad, no sea obligado a asociarse (incorporarse) con otro accionista respecto del cual la confianza aún no ha sido construida, aumentando su riesgo de incumplimiento, opresión u otro tipo de conflicto. Al estar estas sociedades usualmente compuestas por un número reducido de socios, en razón del fin asociativo que persiguen, es corriente, entonces, que el pacto se extienda a todas las partes del contrato de sociedad. En efecto, las sociedades cerradas, en los hechos, generalmente suponen el involucramiento de los accionistas o socios en el negocio que constituye el objeto social, de ahí que, en general, estén compuestas por un número reducido de socios o accionistas. Este involucramiento está, por lo general, regulado con detalle en pactos que determinan deberes de los socios-inversionistas en la gestión del negocio.

Lo anterior no es más que una forma de reemplazar la supervigilancia que hace el mercado de capitales a la administración de las sociedades, protegiendo, de este modo, la inversión de los minoritarios, los que cuentan con la posibilidad de liquidar su participación fácilmente mediante la venta de acciones. Por esto, se ha sostenido que los pactos de accionistas se celebran cuando el proceso de decisiones en una sociedad no es supervigilado por el mercado de capitales<sup>18</sup>.

En cambio, en las sociedades abiertas, donde la finalidad misma del tipo asociativo escogido implica que no cabe esperar construir lazos de confianza entre todos los accionistas (por definición, “anónimos”), pues a través de algunos de ellos sólo se busca obtener inversión, la finalidad no puede ser exactamente la misma. El objetivo de estos pactos, no puede ser sino mantener a un grupo de accionistas en el control de una sociedad anónima abierta o unir fuerzas entre accionistas minoritarios para aumen-

<sup>17</sup> Ya no puede considerarse una finalidad, evitar la pérdida del valor de control, pues la regulación sobre OPA en Chile tiene por finalidad que este valor se reparta, aun entre los accionistas no controladores.

<sup>18</sup> A esta conclusión arriba KULMS (2011), pp. 688-689, quien explica que el proceso de reconocimiento de eficacia a los pactos de accionistas puede verse como una reacción a las deficiencias del tradicional punto de vista de la sociedad de capitales como integrante del mercado de capitales, al momento de ser utilizado para resolver cuestiones propias de las sociedades cerradas, reconciliando los conceptos tradicionales del derecho de sociedades capitalistas a la ausencia de un mercado de capitales operativo para las sociedades de capital cerradas.

tar su influencia constituyendo sindicatos de voto. La personalización de la sociedad de capitales abierta por medio de estos pactos, se aprecia en que típicamente el primer grupo de accionistas (quienes buscan obtener o consolidar el control) estará vinculado directamente en la administración del negocio, como es usual en las sociedades cotizadas con alto nivel de concentración en la propiedad, características de la práctica societaria chilena<sup>19</sup>.

Esta diferencia tiene implicancia respecto al sentido de los pactos de libre cesibilidad de las acciones: en las sociedades cerradas, tienen por finalidad personalizar los lazos entre accionistas, usualmente todos los accionistas<sup>20</sup>; en las abiertas, tienden a ser parte de pactos de control, por definición, incumbentes a algunos pocos accionistas o, bien, sindicatos de acciones. Esta segunda finalidad es ajena al mercado nacional<sup>21</sup>. Además, y en todo caso, un sindicato de acciones no necesariamente va acompañado de restricciones a la libre cesibilidad. En cambio, sí es esperable que pactos restrictivos a la libre cesibilidad de acciones se incluyan en acuerdos que pretenden conseguir o consolidar el control.

Por su parte, la forma en que esto se construye, es decir, los tipos de restricciones a la libre cesibilidad de acciones, no distingue entre sociedades abiertas y cerradas.

65

## 1.2. Tipos de restricciones a la libre cesibilidad de las acciones

### a) Restricciones negativas a la libre cesibilidad de acciones

El análisis de las cláusulas reguladas en el artículo 14 de la LSA, debe tomar en consideración que estos pactos que restringen la libre cesibilidad, no son aislados. Típicamente, ellos se integran a un acuerdo más extenso, que incorpora otros tipos de estipulaciones, dirigidas ya sea a regular las relaciones entre accionistas (algunos de ellos o todos ellos), a regular las

---

<sup>19</sup> ISLAS (2011), pp. 23-28.

<sup>20</sup> Cuestión más relevante en las sociedades anónimas cerradas y en las por acciones, ya que en las de responsabilidad limitada las relaciones jurídicas entre socios se encuentran ya personalizadas por aplicación del estatuto supletorio de la sociedad colectiva.

<sup>21</sup> Esto se debe a dos causas: en primer lugar, a que las AFP, quienes son los principales inversionistas institucionales y que toman posiciones minoritarias, tienen prohibición de concertar conductas, salvo para la elección de directores (NUÑEZ y PARDOW (2010), pp. 271-272); en segundo lugar, a que, en general, el resto de las posiciones minoritarias está tan dispersa que no podrán sobreponerse a los problemas de apatía irracional y *free riding*. No cabe descartar, en todo caso, que a medida que los grandes grupos vayan adoptando posiciones minoritarias, los sindicatos de voto se empiecen a transformar en tipos de pactos de accionistas de relevancia práctica.

relaciones entre la sociedad y los accionistas, o a establecer reglas sobre la dirección o administración de la sociedad<sup>22</sup>.

Además, la restricción de la libre cesibilidad de las acciones no es una estipulación en sí misma, sino que es el efecto de ciertas estipulaciones características de pactos de accionistas. Usualmente, las restricciones son efectos del reconocimiento de un derecho de tanteo o de adquisición preferente para algunos accionistas, pero podrían provenir también de un derecho de adquisición preferente para todos los accionistas, para la sociedad (mientras se respeten las reglas de adquisición de las propias acciones), de un derecho de aprobación de un nuevo accionista, o de una limitación del ámbito de los nuevos adquirentes<sup>23</sup>.

Al ser las restricciones derivadas de los pactos descritos, de aquéllas que impiden realizar algo, un no hacer (no transferir acciones), pueden denominarse limitaciones negativas a la libre cesibilidad.

#### b) Restricciones positivas a la libre cesibilidad de las acciones

Se debe tener presente que también pueden considerarse restricciones a la libre cesibilidad, las obligaciones de enajenar<sup>24</sup>. En cuanto importan la imposición de un hacer (transferir acciones), pueden denominarse limita-

<sup>22</sup> PAZ ARES (2003), pp. 19-20, sostiene que ya es clásica la distinción, por su naturaleza, entre pactos de relación, de atribución y de organización, definiendo a los primeros como aquéllos por los cuales los socios regulan sus relaciones de forma directa y sin mediación de la sociedad; a los segundos como aquellos que otorgan ventajas a la propia sociedad y a los terceros como los que reglamentan la organización, funcionamiento y el sistema de toma de decisiones en la sociedad.

<sup>23</sup> Entre nosotros, PUGA VIAL (2011), p. 244. En Francia, ambos tipos de restricciones a la libre cesibilidad de acciones están regulados en la ley, denominándose los primeros *clauses statutaires d'agrément*, y los segundos *clause de préemption* (o *de préférence*). Su alcance es diverso dependiendo de si se insertan en los estatutos (oponibles a todos) o si son extraestatutarios (limitan sus efectos a los participantes) GERMAIN (2009), p. 427. Por otra parte, es dudoso que en nuestro Derecho se admitan restricciones a la libre cesibilidad de las acciones derivadas de las características personales de los adquirentes: Bajo la vigencia de la regulación de las sociedades anónimas en el *Código de Comercio* y el DFL N° 251 de 1931, el reglamento de sociedades anónimas establecía que “el directorio podrá negarse a aceptar la transferencia, si la responsabilidad del cesionario no fuere suficiente o por otra causa justificada” (artículo 37 inc. 4º). A partir de esta regulación, OLAVARRÍA (1969), pp. 357-358 y LÓPEZ (1979), pp. 128-131, rechazaban la posibilidad de que el directorio pudiera oponerse a la inscripción de un traspaso fundado en consideraciones personales del adquirente de las acciones o, incluso, en una cláusula estatutaria que restringiera la transferencia sólo a trabajadores de la misma empresa. Según Jorge López, el régimen de adquisición de acciones era de orden público y no podía modificarse ni siquiera por el estatuto (p. 131). Las únicas causas justificadas, aparte de la ausencia de responsabilidad del cesionario, sería un problema formal del traspaso o un eventual perjuicio patrimonial para la sociedad (criterios de la Superintendencia extraídos por OLAVARRÍA (1969), p. 358).

<sup>24</sup> PUELMA (2006), p. 558.

ciones positivas a la libre cesibilidad de acciones. Ejemplo característico de ella es la denominada cláusula *shotgun*, por la cual una oferta de adquisición puede ser respondida por una contraoferta de adquisición, que se vuelve obligatoria para quien realizó la primera oferta; o la cláusula *drag along*, que obliga al socio minoritario a acompañar en la venta al mayoritario<sup>25</sup>. Otro ejemplo puede ser la estipulación, vía pacto de accionistas, de la cláusula de *squeeze out*, por la cual puede obligarse a un minoría calificada a vender<sup>26</sup>.

Recapitulando, estas formas de restringir la libre cesión de acciones, son mecanismos técnicos que pueden ser utilizados indistintamente, con el fin de personalizar todas las relaciones entre accionistas de una sociedad de capital cerrada, o bien, para construir un pacto de control en una abierta. En consecuencia, es su función la que tiene un matiz de diferencia en las sociedades cerradas y abiertas<sup>27</sup>.

## 2. *Compatibilidad con el régimen de la sociedad anónima cerrada o abierta*

La pregunta que entonces cabría hacerse es: ¿por qué habría de molestarse el Derecho de Sociedades en inmiscuirse imperativamente en pactos estatutarios o de carácter contractual, que pretendan alterar el principio de libre cesibilidad de las acciones?, ¿qué hay en estos pactos, que amerita una intervención que afecte a la autonomía privada?

La respuesta depende del paradigma societario desde el cual nos situemos. Si se trata de una sociedad de tamaño reducido en cuanto a número de socios, en la que los accionistas tienen suficientes incentivos para revisar los arreglos estatutarios o, incluso, para contratar, entonces parece adecuado que las partes puedan restringir la libre cesibilidad de las acciones con oponibilidad general, con el objetivo de proteger sus intereses, tal como fue descrito en el apartado anterior.

<sup>25</sup> SÁEZ y BERMEJO (2007), pp. 8-12.

<sup>26</sup> Luego de la reforma de la ley N° 18.046 de 1981 por la LGC, esta cláusula puede, incluso, pactarse en los estatutos. Sobre el *squeeze out* en las sociedades anónimas nacionales véase GASPAR (2011), pp. 145-159.

<sup>27</sup> Probablemente ésta sea la razón por la cual antes de la ley N° 18.046 de 1981, no se contemplaba una regla como la del artículo 14 de la LSA. Sólo cuando estos pactos empiezan a aparecer y tienen la aspiración de alterar el régimen imperativo de la sociedad anónima, en especial la abierta, más allá de los meros acuerdos particulares ajenos a la sociedad, es cuando el legislador tendrá interés en intervenir y regular de manera expresa. Las únicas restricciones a la libre cesibilidad aceptadas eran las que recaían sobre las acciones liberadas de pago o crías y las de industria (artículo 95 del DFL N° 251 de 1931 y artículo 446 inciso 2º del *Código de Comercio*, por los cuales estas acciones no podían ser enajenadas sino hasta transcurridos dos años de su emisión o hasta cumplido el empeño del socio industrial, respectivamente).

Pero si se va a recibir ahorro de inversionistas no inmiscuidos en la administración (en ese sentido, anónimos), respecto de los cuáles el diseño institucional pretende que éstos se sientan liberados de la indagación de la fiabilidad de los títulos adquiridos, con el fin de incentivar el flujo expedito del ahorro hacia el emprendimiento, entonces hay dos consideraciones a tener en cuenta:

- Primero, es necesario que los títulos accionarios sean fácilmente transferibles;
- Segundo, que la información relativa a los títulos y al gobierno de la sociedad, sea información pública.

Esto es, por lo demás, lo característico de la regulación de la sociedad anónima cuando participa en el mercado de valores. Ahora bien, dado que en nuestro sistema toda sociedad que deba ser anónima en razón del artículo 5 de la LMV, debe inscribirse en el Registro de Valores, y que, por definición del artículo 2 de la LSA, “son sociedades anónimas abiertas aquellas que inscriban voluntariamente o por obligación legal sus acciones en el Registro de Valores”, es evidente que el diseño institucional de las sociedades anónimas abiertas en Chile está estructurado con la finalidad de regular sociedades masivas o, bien, sociedades que pueden ofrecer sus valores a un público inversionista no involucrado con la administración social. En consecuencia, éste es el sentido con el que deben entenderse e interpretarse las reglas de la sociedad anónima abierta, y este sentido no debe perderse de vista al escrutar la regulación de las restricciones a la libre cesibilidad de acciones en este tipo social.

Volvamos, entonces, al análisis de la reforma introducida por la LGC. Como se ha señalado al inicio de este trabajo, no hay una reforma sustancial al inciso primero del artículo 14 de la LSA. En conclusión, el artículo 14 sigue siendo una disposición que sólo se refiere expresamente a las sociedades anónimas abiertas, por lo que no se pronuncia sobre la validez o invalidez de los pactos de accionistas en las sociedades anónimas cerradas o sobre su oponibilidad o inoponibilidad a la sociedad. Esto es, no se molesta en intervenir, dejando los problemas y posibles soluciones a las reglas y principios del Derecho de Sociedades y, en general, del Derecho Privado.

### III. RESTRICCIONES A LA LIBRE CESIBILIDAD DE ACCIONES DE UNA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA

#### 1. *Validez y tutela de los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de acciones*

Valga mencionar brevemente sobre este punto, siempre respecto a las sociedades anónimas cerradas, algunos alcances sobre la validez y efectos

de estos pactos. En un primer acercamiento a estos acuerdos, puede sostenerse que las siguientes son sus características por lo general afirmadas:

- En primer lugar, que no está en discusión el reconocimiento de su validez, es decir, que los pactos de accionistas son contratos válidos para las partes que los celebran<sup>28</sup>.
- En segundo lugar, que la extensión de sus efectos se restringen a aquéllos que suscriben el pacto.
- En tercer lugar, que al ser por definición inoponibles a terceros, vale decir, a la sociedad o a tercero adquirentes de las acciones sujetas al pacto, no admiten ejecución forzada y que, por lo tanto, su tutela natural es la indemnización de perjuicios.

Puede decirse que ésta es la forma tradicional y más extendida de reconocimiento de validez y efectos de los pactos de accionistas<sup>29</sup>.

Pero más allá de este acuerdo básico respecto a la configuración de la institución, existe un esquema de precisiones más sutiles para su análisis, que distingue entre diversos tipos de pactos de accionistas, según el contenido específico de cada estipulación integrante del marco contractual. Esta perspectiva tiene la finalidad de apreciar que en algunos casos, dada

<sup>28</sup> Explica KULMS (2011), pp. 686-687, que en Estados Unidos de América, en un primer momento (fines del siglo XIX y primeros años del siglo XX), los pactos de accionistas fueron considerados contrarios al orden público, como consecuencia una visión estrictamente institucionalista de la sociedad anónima, fundada en el sistema de concesión estatal de la personalidad jurídica. No obstante, las restricciones del aparato normativo para la interpretación de los problemas propios de las sociedades anónimas cerradas (*close corporations*), derivó en el paulatino reconocimiento de estos acuerdos, hasta el punto en que puede afirmarse que hoy las cortes tienen una aproximación liberal a todos los acuerdos contractuales que limitan los incidentes de la propiedad accionaria. Véase, además, una breve descripción sobre la evolución de la interpretación judicial de los pactos de accionistas en Estados Unidos de América, desde la renuencia a reconocer su validez hasta su absoluto reconocimiento en EASTERBROOK y FISCHER (1996), pp. 234-236. Por su parte, en Alemania el proceso de reconocimiento fue análogo al estadounidense, según explica el mismo KULMS (2011), pp. 693-697. Entre nosotros, los tribunales ya han dado lugar al reconocimiento de este tipo de pactos, y no se aprecia en la doctrina nacional que haya existido resistencia al reconocimiento de la práctica de celebrar este tipo de contratos. Véase, por ejemplo, la sentencia dictada por FELIÚ (2002).

<sup>29</sup> En Chile, HERRERA (1997), pp. 12-13. Sin embargo, ROBLES (2006), pp. 58-66, describe una interesante tesis de la jurisprudencia y doctrina españolas a propósito de la oponibilidad de estos acuerdos. Según esta tesis, quien haya conocido o haya debido conocer la existencia del pacto de accionistas, y a pesar de esto, celebra un contrato contra el tenor de lo dispuesto en él, actúa con evidente mala fe, y con la finalidad de contravenir lo establecido. En consecuencia, el contrato realizado en contravención al pacto de accionistas lícito adolecería de causa ilícita, pues el fin del contrato sería provocar el incumplimiento de otro acuerdo lícito. Esta opinión es discutible, pues puede considerarse que para producir este efecto, se requiere algo más que conocimiento: dolo específico consistente en la intención de dañar a la parte del pacto transgredido.

la naturaleza misma del acuerdo (estipulación), puede admitirse su tutela no sólo a través de la indemnización de perjuicios sino que por medio de la ejecución forzada o su oponibilidad a la sociedad.

Por ejemplo, si determinada estipulación concede cierta atribución a la sociedad (*v.gr.*, un derecho a exigir aportes extraordinarios a los socios). En este caso, es evidente que se trata de una estipulación a favor de un tercero, tercero que es la sociedad, y no hay problema en afirmar que una estipulación a favor de tercero, es ejecutable forzadamente por el beneficiario<sup>30</sup>. Con esto, la sociedad puede exigir el cumplimiento forzado del pacto de accionistas<sup>31</sup>.

Otro ejemplo en que se ha admitido la oponibilidad a la sociedad, tiene lugar en aquellas circunstancias en que haya una identidad entre los socios y aquéllos que son parte del pacto de accionistas. Acudiendo a diversas instituciones del Derecho de Sociedades, como la ficción de una junta de accionistas, la teoría del levantamiento del velo o el desconocimiento de actos contrarios a la buena fe y el abuso del derecho, puede lograrse que los acuerdos sean oponibles a la sociedad<sup>32</sup>.

## *2. Efectos de los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas cerradas*

70

### 2.1. Efectos de los pactos contractuales en sociedades anónimas cerradas

En lo que respecta al efecto de los límites a la libre cesibilidad de las acciones, los pactos descritos que restringen la libertad de transferencia, necesariamente aspiran a afectar a terceros y a la sociedad, que son quienes podrían adquirir las acciones en contravención a un pacto de tanteo o de restricción del ámbito de nuevos socios. Esto es, no establecen un crédito a favor de la sociedad a cargo de un socio (pactos de atribución)

---

<sup>30</sup> Sobre la exigibilidad de la estipulación en favor de tercero en nuestro derecho, véase RAMOS (1993), pp. 10-13.

<sup>31</sup> PAZ ARES (2003) p. 23.

<sup>32</sup> PAZ ARES (2003), p. 33. En este sentido, PERDICES (1997), p. 52, afirma: "los efectos frente a terceros de las cláusulas estatutarias vienen dados únicamente por las técnicas de derecho común que se usan", y no por la calificación de social (acto corporativo) y parasocial (contrato). En mi opinión, y concordando parcialmente con el comentario de PERDICES, considero indesmentible que la incorporación de un pacto en un contrato o en los estatutos genera, en principio, efectos diversos. Esta conclusión, al menos en Chile, está refrendada por el diseño legal, reflejado especialmente en el artículo 22 de la LSA, que reconoce que un acto corporativo afecta a todos sus asociados, presentes o futuros. No obstante, el punto que hace el trabajo de Antonio Perdices es muy relevante: el problema del efecto de los pactos parasociales está determinado en gran medida por la naturaleza del mismo, cuestión que tiene que ser verificada caso a caso a la luz del derecho de obligaciones en general.

ni contemplan mecanismos para regular el sistema de decisiones sociales (pactos de organización), sino que sólo aspiran a regular las relaciones entre los accionistas (pactos de relación). Aunque en este caso específico regulan las relaciones entre accionistas con respecto a la transferencia de acciones, por definición una relación que no sólo compete a los socios sino que incumbe a un tercero (adquirente y pretendido nuevo accionista miembro de la sociedad). Por lo tanto, si bien los pactos que restringen la libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas cerradas tienen la legítima aspiración de afectar a terceros, en cuanto se celebren por medio de contratos, serán de aquellos sujetos a la noción tradicional de inoponibilidad a terceros y a la sociedad, y no ejecutables ante la sociedad, sino que sólo tutelables vía indemnización de perjuicios contra quien haya sido parte del pacto de accionistas transgredido<sup>33</sup>. Sin embargo, lo expresado tiene una importante y usual excepción: aquellos casos en que existe identidad entre las partes del acuerdo y del contrato de sociedad. En esta circunstancia, debe otorgársele al pacto de accionistas el mismo efecto que si se tratara de un pacto estatutario<sup>34</sup>.

## 2.2. Efectos de los pactos estatutarios en sociedades anónimas cerradas

Cabe preguntarse, ¿cuál es el efecto de estos pactos si se incorporan en los estatutos de sociedades cerradas? A la luz de los artículos 14 inciso primero y 22 de la LSA, es claro que los pactos estatutarios son oponibles a todos los accionistas pertenecientes a la sociedad, tanto actuales como futuros.

No obstante, es necesario realizar una precisión respecto del contenido específico del pacto, pues puede ocurrir que, a pesar de que éste se encuentre inserto en los estatutos, deba otorgársele un alcance limitado. Es la forma en que esté estructurado el acuerdo, la que indicará si debe considerarse que su alcance es generalmente oponible a la sociedad y los socios o limitado a las partes que lo celebren.

Puede ilustrarse lo antes dicho a través de algunos ejemplos: una norma estatutaria puede establecer una regla abstracta de tanteo a favor de todos los accionistas de la sociedad, a prorrata de su participación. Una suerte

<sup>33</sup> Se estimo, siguiendo en esto a SCHOPF (2014), que la mera inducción al incumplimiento no es fundamento suficiente para considerar que se trata de una conducta ilícita. “El tercero no tiene el deber de subordinar sus intereses a los de un tercero con el que no se encuentra vinculado y cuyos derechos de crédito no le imponen ningún deber de respeto y consideración. Por eso, frente al incumplimiento del contrato, el acreedor dispondrá solamente de las acciones contractuales que se dirigen contra el deudor”.

<sup>34</sup> En este caso, las partes han decidido confundir e identificar la regulación estatutaria con la contractual. No es necesario, entonces, aplicar criterios de Derecho Societario, distinguiendo formalmente entre estatuto y pactos. Véase PAZ ARES (2003), p. 33.

de derecho de adquisición preferente ante la venta de la participación de uno de los accionistas. Del mismo modo, puede pactarse una cláusula general de autorización para la incorporación de socios a favor de todos los demás socios, o a favor del directorio. En nuestra opinión, éstos son acuerdos que pueden considerarse normas estatutarias, porque regulan de manera general y abstracta el funcionamiento de la sociedad. Por lo tanto, son actos corporativos de alcance general, vale decir, oponibles tanto a los accionistas como a terceros que adquieran acciones de la sociedad sin respetar el pacto<sup>35</sup>. Pero si se trata de una cláusula incorporada en los estatutos con contenido específico, designando nominalmente a las partes afectadas por el pacto, entonces no se trata de un acto corporativo. Por su naturaleza, no es más que un contrato con efecto relativo, que se encuentra reconocido en el mismo instrumento que los estatutos sociales, pero que no es parte integrante de éstos. Su incorporación en los estatutos equivaldría a su depósito en la sociedad y a su mención en el Registro de Accionistas, es decir, sólo tendría un efecto de publicidad, pero no de oponibilidad similar al de un acto corporativo<sup>36</sup>.

Lo mismo puede predicarse, por ejemplo, si se pacta una cláusula de *squeeze out* en una sociedad por acciones. Este pacto podría establecerse contractualmente o en los estatutos, dependiendo de la forma en que se redacte, teniendo alcances diversos en ambos casos. En el primero, sólo afectará a quienes sean parte del contrato. En el segundo, a todos los que ingresen a la sociedad en un momento posterior a la inclusión del pacto en los estatutos, aun cuando no hayan sido accionistas al momento de la consagración de éste.

### 2.3. Artículos 12 y 14 de la LSA ¿Un caso de antinomia?

A pesar de la forma en que se ha caracterizado el funcionamiento técnico de los pactos de accionistas hasta esta parte del trabajo, hay una valla que superar antes de poder afirmar que la caracterización descrita es fiel a nuestro Derecho Positivo. En efecto, existe un argumento de texto que, en principio, obsta a concluir que la oponibilidad del pacto de tanteo ante terceros, aun cuando sea establecido en los estatutos, sea cautelable por la propia sociedad oponiéndose a la inscripción de acciones: El artículo 12 de la LSA establece:

<sup>35</sup> A esto se refiere el artículo 22 de la LSA cuando establece: “la adquisición de acciones de una sociedad implica la aceptación de los estatutos sociales, de los acuerdos adoptados en las juntas de accionistas...”.

<sup>36</sup> Sobre el concepto y efectos de los “actos corporativos” como fuente del Derecho, véase SQUELLA (2001), pp. 306-308.

“a la sociedad no le corresponde pronunciarse sobre la transferencia de acciones y está obligada a inscribir sin más trámite los traspasos que se le presenten, siempre que éstos se ajusten a las formalidades mínimas que precise el Reglamento”.

En consecuencia, si es que se considera que una cláusula de tanteo o una cláusula de aprobación establecidas en términos abstractos son oponibles a todos los accionistas, actuales y futuros, de todas formas se da el contrasentido de que la sociedad no puede oponerse al traspaso de acciones, aun cuando transgreda el estatuto. El remedio, en este caso, sólo sería la indemnización de perjuicios.

No obstante, puede sostenerse que esta interpretación es inapropiada, pues entiende el artículo 12 de la LSA de manera absoluta y extensiva, sin situar adecuadamente su ámbito. Existe una evidente contradicción entre esta norma y la regla por la cual los actos corporativos tienen efecto absoluto entre los miembros de una organización, actuales o futuros, reconocida en el artículo 22 de la LSA. En nuestra opinión, esta aparente antinomia puede resolverse recurriendo al sentido preciso que debe otorgarse al artículo 12 de la LSA, a partir del papel de su reconocimiento en el texto legal.

El reglamento sobre sociedades anónimas vigente con anterioridad a la ley N° 18.046, permitía que el directorio pudiera oponerse a traspasos “si la responsabilidad del cessionario no fuere suficiente o por otra causa justificada” (artículo 37 N° 4 del reglamento N° 4.705, de 30 de noviembre de 1946, Ministerio de Hacienda, publicado en el *Diario Oficial* de 4 de febrero de 1947)<sup>37</sup>. Esto daba lugar a que los directorios pudieran utilizar esta regla como subterfugio, con el fin de oponerse a traspasos de acciones por consideraciones personales respecto de los nuevos accionistas, cuestión que quedaba sujeta a su calificación de “causa justificada”, y que luego podía ser resuelta por la Superintendencia<sup>38</sup>.

73

<sup>37</sup> La Superintendencia tenía la facultad de resolver las disputas derivadas de la negativa del directorio a inscribir traspasos de acciones (83 letra n del DFL N° 251 de 1931).

<sup>38</sup> Repugnaba a un destacado mercantilista nacional en esos años, que un directorio pudiera oponerse al ingreso en la sociedad de nuevos accionistas, en atención a sus características personales. Así, señalaba OLAVARRÍA (1969), p. 357: “algunos directorios formados por gente que aunque dispuesta a admitir la igualdad de los mortales en el cielo, no se muestra partidaria de reconocerla en la tierra, estimaron ‘causa justificada’ la de participar el nuevo accionista de ideas religiosas, políticas o sociales diferentes a la de los actuales socios y se negaron a practicar la inscripción solicitada”. No obstante, debe precisarse que este criterio no era absoluto, pues si la oposición era razonable, la Superintendencia de la época admitía la oposición. Así, Julio Olavarria afirma que era criterio de la Superintendencia, no estimar como inadecuado que los directorios se opusieran al ingreso de accionistas de la competencia o de accionistas que de alguna u otra

El artículo 12 de la LSA establece una reacción ante los problemas derivados de oposiciones arbitrarias del directorio ante transferencias de acciones, obligando a la sociedad a inscribirlas siempre que sean formalmente adecuadas, y otorgando a la SVS la potestad de resolver problemas de inscripción de acciones en las sociedades anónimas abiertas<sup>39</sup>. Pero esta reacción del artículo 12 de la LSA no se hace cargo de las legítimas restricciones estatutarias en las sociedades anónimas cerradas, que la ley permite pactar a los accionistas, indirectamente reconocidas por el inciso primero del artículo 14 de la LSA y reconocidas en cuanto a sus efectos por el artículo 22 de la LSA. Es evidente que el único sentido práctico de la admisibilidad legal de la incorporación de cláusulas por los accionistas en los estatutos, es otorgarles oponibilidad *erga omnes*. En consecuencia, una interpretación armónica de los artículos 12, 14 y 22 de la LSA sólo puede tener como resultado el reconocimiento de que el sentido normativo del artículo 12 de la LSA, es impedir que el directorio de la sociedad pueda oponerse a transferencias de acciones por cualquier causa, es decir, a su arbitrio. Pero esto no obsta a la obligación del directorio de no infringir los estatutos sociales y la LSA (art. 133 de la LSA) y del gerente, de llevar los registros sociales en conformidad con la ley (art. 50 de la LSA). En conclusión, las restricciones a la libre cesibilidad de las acciones, de carácter estatutario, permitidas en las sociedades anónimas abiertas (art. 14 inciso primero de la LSA), que por ser acuerdos estatutarios son oponibles a todos los accionistas, actuales y futuros, debe ser cauteladas por el directorio y los gerentes.

Se estima que ésta es la interpretación correcta en cuanto al ámbito del artículo 12 de la LSA, y así ha sido refrendado por la Corte Suprema en dos ocasiones el año 2009, reconociendo que una sociedad anónima cerrada puede oponerse a la inscripción de una transferencia de acciones, que contraviene un derecho de adquisición preferente reconocido en favor de los propios accionistas en los estatutos<sup>40</sup>.

---

manera pudieran afectar el interés social. La aplicación de un criterio como el descrito, pudo haber evitado problemas de conflictos de intereses, como los ocurridos en el caso FASA. Véase LAGOS (2011), pp. 715-716.

<sup>39</sup> En el informe del Ministerio de Hacienda al Ejecutivo sobre el proyecto de ley de sociedades anónimas, se indica que el artículo 12 “agiliza la libre negociabilidad de las acciones, eliminándose los cierres de registro de accionistas y la aprobación de los traspasos por la sociedad”.

<sup>40</sup> La Corte Suprema ha reconocido de forma expresa en dos casos exactamente análogos al expuesto, que el directorio no comete un acto ilegal o arbitrario al oponerse a la inscripción de acciones que no respetan un derecho de adquisición preferente establecido a favor de los propios accionistas en los estatutos sociales. Los fallos contemplan sendos votos disidentes fundados en apreciaciones similares a algunas consideradas en este trabajo, pero finalmente se inclinan por el reconocimiento del deber del directorio de oponerse

### *3. Recapitulación: restricciones a la libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas cerradas*

En síntesis, al no pronunciarse sobre los pactos de accionistas en las sociedades anónimas cerradas, la LSA deja entregado a las reglas generales de Derecho Societario y Derecho Privado el problema del alcance y ejecutabilidad de los mismos en este tipo de sociedades anónimas. Si bien la regla general en esta situación es la inoponibilidad a la sociedad y a terceros y, por lo tanto, la tutela suele ser el derecho a obtener indemnización de perjuicios de parte del infractor, existen casos en que son válidas otras tutelas y en que es posible extender su oponibilidad a terceros y a la propia sociedad.

En el caso de los acuerdos establecidos por vía de estatutos, si éstos tienen el carácter sustancial de verdaderos pactos estatutarios, son oponibles a accionistas actuales y futuros, teniendo en cuenta, respecto de su tutela, que el directorio puede oponerse a la inscripción de acciones, aun si la transferencia no tiene defectos formales.

## IV. RESTRICCIONES A LA LIBRE CESIBILIDAD DE ACCIONES EN SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS

75

Ya se ha dicho que el artículo 14 de la LSA queda restringido a la regulación de los pactos que limitan la libre cesión de acciones en las sociedades anónimas abiertas. Además, se ha establecido que las sociedades anónimas abiertas, en cuanto tienen la opción de ofrecer títulos en el mercado de valores, quedan sujetas a una institucionalidad que supone un diseño estructural que lo permita, lo que incide especialmente en necesidades de información y de circulación expedita de los títulos.

### *1. Restricciones estatutarias en sociedades anónimas abiertas*

Consecuente con estas premisas, el inciso primero del artículo 14 de la LSA niega la posibilidad de que se incluyan restricciones a la libre cesibilidad de acciones por vía estatutaria. El sentido de la norma es claro: si las restricciones estatutarias son por definición, oponibles a todos los accionistas, actuales y futuros, y si las sociedades anónimas abiertas re-

---

a la inscripción de acciones cuya transferencia contraviene una disposición estatutaria. Véase Gómez Solís, Miriam del Carmen contra Comunidad Feria Lo Valledor S.A. (2009) y Orellana Valdebenito, Oscar contra Sociedad Comercial de Servicios de Transporte Nueva Sol Yet S.A. (2009).

quieren que las acciones sean transferibles de forma expedita y segura, no deben admitirse restricciones a su libre cesibilidad por vía estatutaria<sup>41</sup>. Como se ha explicado antes en este trabajo, el artículo 14 de la LSA no ha sufrido una modificación sustancial, en este punto, luego de la promulgación de la LGC.

## *2. Restricciones contractuales en sociedades anónimas abiertas: de inexistencia a inoponibilidad*

Con respecto al inciso segundo, que reconoce la posibilidad de celebrar pactos de accionistas que restrinjan la libre cesibilidad de acciones, debe indicarse que la modificación del artículo 14 de la LSA es desafortunada, al modificar el texto de la ley en el sentido de reconocer la inoponibilidad como sanción a la falta de inscripción de los pactos de accionistas. En este apartado y los siguientes, el trabajo se centrará en el análisis del sentido del efecto legal reconocido ante la falta de inscripción de los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de acciones.

Como fue abordado al inicio, esta reforma tiene su origen en la convicción del asesor legislativo del Ministerio de Hacienda, de la necesidad de mejorar la redacción del artículo 14 de la LSA. La mejora, según se indicó, tenía relación con la modificación del efecto de la no inscripción del pacto en el registro de accionistas. Este efecto no debía ser sino la inoponibilidad, y no la inexistencia o nulidad de pleno derecho, según imponía el inciso segundo del artículo en cuestión. La evaluación del asesor del Ministerio de Hacienda hacía eco de la interpretación del artículo 14 de la LSA realizada por una parte de la doctrina nacional, especialmente aquélla que se ha hecho cargo de manera específica del tema de este trabajo<sup>42</sup>. Los fundamentos de esta doctrina son los que se expresan en el apartado siguiente.

### 2.1. Doctrina pro inoponibilidad

Para esta doctrina, y a pesar del texto expreso del artículo 14 de la LSA antes de su modificación por la LGC, el efecto de la falta de inscripción de estos acuerdos en el registro de accionistas, debía ser la inoponibilidad.

Uno de los exponentes de esta doctrina, Andrés Melossi Jiménez, sostenía que los pactos de accionistas son inoponibles a la sociedad, por su naturaleza contractual. Sin embargo, los pactos estatutarios sí eran oponibles a ella, en cuanto fuesen adoptados por la junta de accionistas y, en consecuencia, se les aplica el artículo 22 de la LSA, lo que hace que

<sup>41</sup> Entre nosotros, MELOSSI (1993), pp. 73-75, concuerda con este criterio.

<sup>42</sup> MELOSSI (1993), pp. 153 y 159 y HERRERA (1997), pp. 19-20.

también sean oponibles a terceros. Andrés Melossi entendía que los requisitos establecidos por el artículo 14 de la LSA original, eran requisitos de oponibilidad, a pesar de que la ley N° 18.046, antes de su modificación por la LGC, indicaba expresamente que la sanción era la inexistencia. Esto, pues, según sostenía sin más como fundamento, no hay “interés público y general comprometido como para que se justifique tan drástica sanción”<sup>43</sup>. Entonces, cumplidos los requisitos de oponibilidad (depósito y mención en el registro de accionistas), y con la finalidad de dar fuerza a los sindicatos de accionistas, los pactos de accionistas restrictivos de la libre cesibilidad de acciones deberían ser oponibles a terceros.

En el mismo sentido, Cristián Herrera consideraba que la sanción por la falta de depósito de los pactos que restringen la libre cesibilidad de acciones era la inoponibilidad. Aun cuando el texto expreso del artículo 14 de la LSA, establecía que la sanción por la falta de depósito de los acuerdos en la compañía y su referencia en el Registro de Accionistas, consistía en que éstos se tendrían por no escritos. En su opinión, el único sentido de que la ley exigiera este depósito de los pactos, era que a través de este medio se les daba publicidad y, la única razón que justifica que los accionistas y terceros conozcan esos pactos, es que la ley estima que éste es un mecanismo para hacerlos oponibles<sup>44</sup>.

Como puede apreciarse, ambos autores desconocen la exigencia de buen gobierno corporativo que motivó la redacción del artículo 14 de la LSA, esto es, la necesaria publicidad de los pactos restrictivos de libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas abiertas, que usualmente tienen como finalidad conseguir o acrecentar el control social.

## 2.2. La modificación del artículo 14 de la LSA según la historia de la LGC

Presuntamente siguiendo estos postulados, y con la intención de mejorar la regulación de la LSA, se sugirió modificar el texto del inciso segundo

<sup>43</sup> MELOSSI (1993), p. 160.

<sup>44</sup> HERRERA (1997) pp. 19-20. En palabras del propio autor: “¿Por qué podrían tales accionistas y terceros necesitar saber si es que existe o no algún pacto que limita la libre cesión de las acciones que pretenden adquirir? La única explicación lógica para ello es que el pacto que ha cumplido esos requisitos produce efectos sobre dichos accionistas y terceros; de lo contrario, no se explicaría el por qué debió depositarse el pacto en la sociedad a disposición de ellos y el por qué se les dio también la posibilidad de enterarse acerca de su existencia a través de la referencia que de él se hizo en el respectivo Registro de Accionistas. Si la ley exige que se cumplan los requisitos en cuestión, es decir, si exige que se les dé a esos accionistas y terceros la posibilidad de tomar conocimiento del pacto, es para que él produzca efectos sobre aquellos, o sea, para hacérselos oponible; si no se les dio tal posibilidad, dicho pacto no les afectará, no les será oponible”.

de su artículo 14, cambiando la redacción de “se tendrán por no escritos” a “serán inoponibles”. Como consta en actas, al verificarse que esta nueva redacción podía provocar un grave problema a la circulación de acciones en el mercado de valores, el asesor del Ministerio de Hacienda requirió agregar a la reforma la siguiente expresión en la parte final del artículo 14:

“Tales pactos no afectarán la obligación de la sociedad de inscribir sin más trámites los traspasos que se le presenten, de conformidad a lo establecido en el artículo 12”.

En consecuencia, el artículo 14 varió su redacción original:

“Los estatutos de las sociedades abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de acciones.

Los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos se tendrán por no escritos”.

78

Cambiándola por la siguiente:

“Los estatutos de las sociedades anónimas abiertas no podrán incluir limitaciones a la libre disposición de las acciones.

Los pactos particulares entre accionistas relativos a cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos serán inoponibles a terceros. Tales pactos no afectarán la obligación de la sociedad de inscribir sin más trámites los traspasos que se le presenten, de conformidad a lo establecido en el artículo 12”.

Esta modificación significó pasar de una regulación escueta, pero efectiva y elegante, a una regulación contradictoria en sus propios términos. La nueva regulación puede sintetizarse en la siguiente fórmula:

“los pactos extraestatutarios que restrinjan la libre cesibilidad de acciones en sociedades abiertas, son inoponibles, y si se cumplen los requisitos de oponibilidad, siguen siendo igualmente inoponibles en conformidad al artículo 12, al menos respecto de la sociedad”

(que es, finalmente, lo que importa para efectos de eficacia).

Como puede apreciarse, es necesario realizar un esfuerzo hermenéutico que aclare el sentido de la regulación de los pactos restrictivos a la cesibilidad de acciones en sociedades anónimas abiertas y, luego, determine el alcance de la expresión ‘inoponibles’.

Para hacerse cargo del primer problema, es necesario dejar de manifiesto que los argumentos esgrimidos por las doctrinas que fundan este cambio legislativo, son erróneos. Esto se debe a que tales posturas olvidan no sólo las necesidades de información al mercado sobre el control sino que, también, pierden de vista que el propio artículo 14 inciso primero de la LSA prohíbe las restricciones a la libre cesibilidad por vía estatutaria, tratándose de sociedades anónimas abiertas, con el fin de cautelar la circulación fluida de las acciones a propósito de este tipo de sociedad anónima. Como se ha explicado, el sentido de restringir estos acuerdos en los estatutos de sociedades abiertas, es precisamente evitar su oponibilidad a terceros adquirentes de acciones sujetas al pacto, para no restringir la libre circulación de títulos cuya aspiración es la de ser transados masivamente en el mercado de valores. En definitiva, si no pueden estipularse pactos de accionistas restrictivos de la libre cesibilidad de acciones vía estatutos, con el fin de no hacerlos oponibles a terceros en sociedades anónimas abiertas, menos sentido tiene que un pacto de accionistas que tenga el mismo fin, pero de carácter contractual, sea oponible a todos los accionistas, actuales y futuros.

Los fundamentos de una interpretación diversa a la ofrecida por la doctrina nacional aquí criticada estriban, como se ha adelantado, en la necesidad de información de los pactos de accionistas y en la necesidad de proteger al adquirente de buena fe, tratándose de sociedades anónimas abiertas. Éstos eran los fundamentos de la norma contenida en el inciso segundo del artículo 14 de la LSA. Como se verá, estas necesidades aún se encuentran cauteladas por otras normas integrantes de la regulación legal sobre sociedades de capital y mercado de valores, por lo que debe entenderse que la publicidad de los acuerdos y la libre circulación de las acciones siguen siendo principios cautelados por el ordenamiento, a pesar de la desafortunada modificación.

### *3. Fundamentos de la regulación de restricciones a la libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas abiertas*

#### 3.1. Información relativa al control de una sociedad anónima abierta

A pesar de lo expresado en su oportunidad por Andrés Melossi, es evidente que sí existe interés público en que los pactos de accionistas puedan ser conocidos por los inversionistas<sup>45</sup>. Desde luego, es relevante saber

---

<sup>45</sup> En el mismo sentido, SANDOVAL (2005), p. 132.

quiénes están asociados y de qué forma para el ejercicio del control de una sociedad anónima, o para influir en su dirección. Como se comentó al principio de este trabajo, ésa fue la finalidad de la incorporación del artículo 14 de la LSA al redactar la ley N° 18.046.

Al ser éste un hecho relevante, que tiene el potencial para influir en la cotización del título, la necesidad de informarlo puede encontrarse no sólo en la modificada disposición legal sino que en otras normas del ordenamiento jurídico, que integran el sistema de normas del Derecho de Sociedades de Capital y del mercado de valores, actualmente vigente. De este modo, no puede considerarse que la modificación del efecto del inciso segundo del artículo 14 de la LSA, significa un cambio del criterio legal, en el sentido de que ya no hay obligación de informar sobre pactos que inciden en el control. Esta regla se encuentra plenamente vigente, sólo que se encuentra en otras fuentes.

Así, LMV define como información esencial “aquella que un hombre juicioso consideraría importante para sus decisiones sobre inversión” (artículo 9 inc. 3)<sup>46</sup>. Por su parte, la norma de carácter general N° 30 de 10 de noviembre de 1989, indica que es hecho esencial cualquiera “que produzca o pueda producir influencia positiva o negativa en la marcha de la empresa, en sus valores o en la oferta de ellos”. Como ya se ha sostenido, los pactos de accionistas que restringen la libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas abiertas, son parte de acuerdos más amplios que cumplen usualmente una función de asociación para control. En consecuencia, es evidente la necesidad de publicidad de estas cláusulas, pues la identidad de quién o quiénes detienen el control vía acuerdos es determinante para los inversionistas, tanto así que puede considerarse un hecho esencial<sup>47</sup>. Esto no será de conocimiento de la sociedad, si no existe obligación de entregar esta información, pues los pactos de accionistas de carácter contractual son, por definición, actos privados. Es por eso que el artículo 14 de la LSA imponía tal obligación de forma especialmente

---

<sup>46</sup> Ley N° 18.045, de 1981.

<sup>47</sup> A propósito de pactos que pueden dar lugar a la estipulación de restricciones de libre cesibilidad, esto es, los acuerdos de sindicación de acciones, ROBLES (2006), p. 45, ha sostenido: “a pesar del reconocimiento de su validez conforme al Derecho de sociedades, los acuerdos de sindicación de acciones en las sociedades cotizadas no sólo afectan a las relaciones internas entre los socios, sino también a los terceros potenciales inversores y, en general, al funcionamiento del mercado de control. El carácter tradicionalmente secreto de los acuerdos de sindicación de acciones resulta incompatible con el principio que inspira el Derecho del mercado de valores: la transparencia. De ahí que la aceptación de su validez conforme al Derecho de sociedades haya sido completada, inicialmente, por la exigencia de proceder a la publicidad de los mismos”. Véase, en esta misma obra, una descripción de los esfuerzos a favor de la transparencia de estos acuerdos desplegados en el Derecho europeo (pp. 45-58).

persuasiva: o se inscribe (y, por lo tanto, se publicita el acto), o se le desconoce eficacia, aun entre quienes hayan sido partes del mismo.

El argumento sistemico a favor de la necesidad de divulgar los pactos de accionistas, no para lograr su oponibilidad, sino porque su publicidad es indispensable para el funcionamiento del mercado, se funda en tres exigencias legales:

- Primera, la propia LMV establece, en su artículo 54 A:

“dentro de los dos días hábiles siguientes a la fecha en que se perfeccionen los actos o contratos mediante los cuales se obtenga el control de una sociedad anónima abierta, deberá publicarse un aviso en el mismo diario en que se haya efectuado la publicación señalada en el artículo anterior, que dé cuenta de ello y enviarse una comunicación en tal sentido a las personas señaladas en el inciso segundo del artículo 54”.

Si bien el artículo 54 de la LMV se restringe sólo a las adquisiciones de títulos que llevan a tomar control, su artículo 54 A se refiere en términos más amplios a los “actos o contratos mediante los cuales se obtenga el control de una sociedad anónima abierta”. En conclusión, deben notificarse los pactos de accionistas que permiten adquirir el control. Por lo tanto, ¿qué sentido tendría que el actual artículo 14 de la LSA aboliera la publicidad de los pactos de accionistas, siendo que el artículo 54 A de la LMV exige su publicidad?

- En segundo lugar, es necesario que los acuerdos sean revelados para poder aplicar la regulación sobre OPAs. En efecto, el artículo 199 inciso final de la LMV indica:

“para los efectos del presente Título, se considerarán como directas aquellas adquisiciones de acciones por personas que actúen concertadamente o bajo un acuerdo de actuación conjunta”.

Esto significa que si dos personas adquieren acciones que individualmente no les permiten tomar el control de una sociedad, pero conjuntamente sí, y ambas actúan de forma concertada a través de un pacto de accionistas, es necesario que realicen una OPA. Si los acuerdos pudieran mantenerse en reserva, se estaría obstaculizando la aplicación de la ley de OPAs<sup>48</sup>.

Los dos fundamentos legales hasta aquí expresados, han dado lugar a que la SVS obligue a informar, tanto a ella misma como

<sup>48</sup> En el mismo sentido, LAZÉN y SEPÚLVEDA (2004), p. 35.

a las bolsas de valores, de “todo pacto de accionistas que permita a sus integrantes la obtención del control” de una sociedad, tan pronto como el hecho ocurra. Entre la información que se exige, se encuentran

“las principales características de los acuerdos y documentos del pacto de accionistas. En particular, se deberá indicar si se establecen derechos preferentes de compra o venta de acciones entre los integrantes del pacto, así como las condiciones, plazos o modalidades del mismo” (norma de carácter general N° 104, de 5 de enero de 2001)<sup>49</sup>.

- En tercer y último lugar, quien es parte de un pacto de accionistas, especialmente de uno que tiene por finalidad controlar una sociedad anónima abierta, está en poder de información esencial, como se ha demostrado. La información esencial, por definición, tiene la aptitud de alterar el precio de las acciones. Si combinamos a este factor el hecho de que esta información no haya sido divulgada, quien sea parte del acuerdo o lo conozca, está en poder de información privilegiada<sup>50</sup>. De esta manera, quien entregue esta información a otro, está infringiendo la prohibición de revelar información privilegiada. Asimismo, quien compre o venda títulos de o vinculados a la sociedad respecto de la que los integrantes de un pacto tienen el control o pretenden llegar a controlar, po-

<sup>49</sup> Un reconocimiento explícito de la necesidad de publicar los pactos sobre el control en sociedades anónimas cotizadas en bolsa (“sociedades bursátiles”), se contempla en el artículo 521 de la Ley de Sociedades de Capital española, y fue incorporado en el ordenamiento jurídico español por la “Ley de Transparencia” 26/2003. Explica CORTÉS (2004), p. 298, que esta exigencia de dar publicidad a los “pactos parasociales”, incluye tanto a aquéllos que regulan el ejercicio del derecho a voto y a aquéllos que restringen o condicionan la libre transmisibilidad de las acciones, o instrumentos convertibles o canjeables por ellas. El acuerdo debe comunicarse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y también debe publicarse como información relevante, salvo cuando su publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad (criterio equivalente al utilizado por el artículo 10 de la LMV chilena, para admitir la posibilidad de que cierta información esencial sea declarada reservada). Cómo se indicó previamente, resulta ser una ironía que el efecto por el cual se pretende lograr la publicidad de los pactos parasociales es precisamente, y tal como lo establecía con anterioridad el artículo 14 de la LSA, la nulidad de pleno derecho (“no producirá efecto alguno”). Para una explicación de las exigencias de publicidad y los efectos de su incumplimiento, véase RECALDE y DE DIOS (2004).

<sup>50</sup> PFEFFER (2010), p. 164, constata que según la jurisprudencia de la Corte Suprema, basta que la información pueda influir en el precio de mercado para que califique como información privilegiada. Véase, en el mismo sentido, el análisis de PFEFFER (2007), pp. 255-296 sobre el caso Banco de Chile.

seyendo la información no divulgada sobre un pacto de control, también infringe la prohibición<sup>51</sup>.

En síntesis, hay una serie de argumentos legales que justifican la necesidad de informar los pactos de accionistas que inciden en el control de sociedades anónimas abiertas. Esto hace patente que la necesidad de su inscripción en el registro de accionistas no obedece a la intención de hacerlos oponibles a terceros, sino precisamente a la intención de hacerlos públicos, manifestada de forma repetida en nuestra institucionalidad de mercado de valores.

La interpretación aquí expresada, es afín con el sentido original del reconocimiento del inciso segundo del artículo 14 de la LSA, expresado en la HL 18.046. Este sentido, como se constató, consistía en la necesidad de equilibrar la posición de controlador o controladores y minoritarios, reconociendo mecanismos que contrarrestasen el problema de agencia horizontal característico de las sociedades anónimas abiertas del mercado chileno. El mecanismo aquí utilizado, como queda de manifiesto, es la necesidad de dar publicidad al pacto de accionistas. Esta exigencia, en todo caso, queda de todos modos impuesta por otras disposiciones legales, de acuerdo con la redacción original del artículo 14 inciso segundo. En este sentido, la obligación de informar pactos de accionistas relativos al control de las sociedades abiertas, se encuentra vigente, a pesar de la modificación del inciso segundo del artículo 14 de la LSA<sup>52</sup>.

Finalmente, debe tenerse presente que esta interpretación es concordante con las exigencias que la OCDE impuso a Chile para su ingreso, y que, según la propia organización, aun se encuentra entre las materias pendientes de ejecución<sup>53</sup>.

<sup>51</sup> Como sostiene BASCUÑÁN (2011), pp. 90-91, no es necesario que exista una infracción a la relación fiduciaria entre el que genera la información y el que la usa, para que puedan tener los ilícitos relativos a la información privilegiada. El autor indica: “desde la perspectiva de política legislativa asumida por el legislador chileno el *insider trading* no constituye primariamente un atentado contra el interés patrimonial del emisor, sino un atentado contra la integridad del mercado de valores, o, si se quiere, contra la confianza de los inversionistas en esa integridad, y en esa medida en definitiva un atentado contra el eficiente funcionamiento del mercado financiero”.

<sup>52</sup> Ya que se podría entender que la no inscripción de los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de acciones, al ser una cuestión meramente privada, tendría como efecto la inoponibilidad a la sociedad y a terceros y, en consecuencia, no habría obligación alguna de inscribir para dar publicidad. Sin embargo, y como ha quedado de manifiesto, es evidente que nuestro sistema de Derecho de Sociedades y mercado de valores es contundente en exigir la publicidad de estos pactos.

<sup>53</sup> En efecto, se sostiene en OECD (2013), p. 25 que: “La OCDE en su informe de acceso recomendó mayores avances en entrega de información(incluyendo la necesidad de establecer requisitos para la información de pactos de accionistas”.

### 3.2. Protección al adquirente de acciones que está de buena fe

#### a) Homogeneidad del título como exigencia de una operación de mercado

La necesidad de contar con títulos libres de gravámenes, homogéneos y, por lo tanto, fungibles, es el otro requerimiento al que servía la antigua redacción del inciso segundo del artículo 14 de la LSA.

Si se entiende mercado de valores desde una perspectiva sustancial, una operación de mercado genuina es aquélla en que la formación del precio no proviene del acuerdo entre partes con capacidad de negociación equivalente, o “regateo bilateral”. Materialmente, una operación de mercado, celebrada a precio de mercado, es aquélla donde el precio se forma impersonalmente, pues la tasa de intercambio se va “modulando de forma multilateral, oscilando ‘al alza’ o ‘a la baja’ en función de las ofertas y demandas existentes en cada momento”<sup>54</sup>. Desde luego, una operación de este tipo no puede tener lugar de manera espontánea, sino que es necesario que se institucionalice una sistema que ofrezca una estructura, en las que este tipo de transacciones sea posible. Esa institucionalización es construida por el Derecho. Éste debe servir como herramienta constitutiva de la estructura, pero, también, como herramienta de perfeccionamiento de la misma, con el fin de cautelar el objetivo de ésta: permitir la interacción igualitaria y libre de los individuos para que exista una efectiva competencia. Dentro de las normas constitutivas del mercado, necesarias, como se dijo, para la elaboración de su estructura, está la oferta

“de bienes suficientemente intercambiables o sustituibles entre sí, de suerte que no hay razón (objetiva) para preferir los que suministran las unas a los que ofrecen las otras (*homogeneidad del producto*)”<sup>55</sup>.

Ésta es la razón por la cual es necesario que las acciones sean homogéneas y fungibles y que, por lo tanto, no estén sujetas a distorsiones que impidan su calidad de título transable, en un mercado que sustancialmente pueda considerarse como tal. Desde la perspectiva de las restricciones a la libre cesibilidad de acciones de sociedades anónimas abiertas, la razón por la cual es necesario que tales restricciones sean inoponibles a terceros adquirentes, cuando estos títulos se transan en un *mercado* de valores.

Como se ha sostenido, la sanción de inexistencia ante la no inscripción, permitía comprender que el efecto de los acuerdos restrictivos de la libre

<sup>54</sup> SÁNCHEZ (2008), p. 46.

<sup>55</sup> *Op. cit.*, pp. 46-50.

cesibilidad de acciones de sociedades abiertas, inscritos en el registro de accionistas respectivo, alcanzaba sólo a las partes del pacto. Lo anterior, como resultado del efecto relativo de los contratos. De este modo, se evitaba el problema de afectar a un adquirente de buena fe, impidiendo que adquiriera títulos sujetos a restricciones de libre transferibilidad que le fueran oponibles. Como se verá, esta cuestión no es problemática si la transferencia de acciones se hace de forma bilateral o directa, pues el adquirente (o, en la mayoría de los casos, el intermediario) puede, antes de comprar las acciones, verificar que los títulos estén libres de gravámenes y restricciones, revisando esto en el registro de accionistas<sup>56</sup>. De hecho, en esto descansa la regulación sobre prenda de acciones contenida en el artículo 23 de la LSA, en el sentido de que la prenda no será oponible a la sociedad (y, por lo tanto, al nuevo adquirente), si no se inscribe en el registro de accionistas.

<sup>56</sup> En nuestro sistema societario y de valores, la adquisición de acciones de sociedades anónimas abiertas en forma bilateral, se realiza a través de operaciones fuera de bolsa o, bien, a través de operaciones directas.

La operación fuera de bolsa se realiza de la siguiente forma: debe existir un título (*v.gr.* compraventa, aporte en sociedad, sucesión por causa de muerte, donación), que usualmente deberá constar en el modo de adquirir, que se denomina traspaso. La transferencia es un acto solemne, pues debe, al menos, constar en escritura privada autorizada por dos testigos mayores de edad, notario o corredor de bolsa (artículo 38 DS, N° 702 de 2011, del NRLSA), siendo este acto el modo de adquirir el dominio de las acciones. La inscripción del traspaso en el registro de accionistas, es una formalidad de oponibilidad a la sociedad y terceros (artículo 41 del NRLSA).

Si las acciones están depositadas en una misma empresa depositaria de valores (en Chile, la única actualmente es el DCV, la transferencia se realiza mediante anotaciones contables de cargo y abono entre vendedor y comprador, respectivamente (artículo 7 de la LEDV. Sobre sistemas de transferencia de acciones en Chile, véase CABALLERO (2014).

Por su parte, una OD es aquélla en que un solo corredor actúa como comprador y vendedor del instrumento (artículo 137 del Reglamento Bolsa de Comercio de Santiago. Bolsa de Valores. Aprobado por resolución N° 13 de la Superintendencia de Valores y Seguros de 23 de enero de 1986). En este tipo de operaciones, se debe esperar un lapso de un minuto, para que otros correderos interesados puedan interferir en la operación, ofreciendo un precio de compra mayor o uno de venta menor, lo que obliga al corredor que realiza la OD a superar las condiciones. La interferencia puede ser por una cantidad parcial, a menos que se condicione la oferta a ser ejecutada en un solo lote.

Como puede apreciarse, la OD es una operación realizada en bolsa, pero que sustancialmente no es una operación de mercado, pues la formación del precio es en su mayoría bilateral, en especial si se realiza bajo la condición de ejecutarse en un solo lote.

En todos estos casos, la verificación previa de que no existen gravámenes es perfectamente practicable y, en consecuencia, exigible. Al ser estas operaciones por lo general llevadas a cabo por medio de correderos o agentes, tendrá aplicación lo dispuesto en el artículo 34 de la LMV, por el cual éstos responden de la integridad de los títulos que intermedien. En otras palabras, si se transfieren títulos que contengan gravámenes o restricciones a su libre cesibilidad, y el intermediario de valores no se percató de esto y no advirtió a su cliente, deberá responder por los perjuicios causados.

Pero el problema se vuelve más complejo, cuando las acciones se transfieren a través de un mecanismo institucional que se pueda considerar sustancialmente como un *mercado*. En esta circunstancia, no es esperable que el adquirente verifique que éstas se encuentran libres de gravámenes o restricciones a su libre cesibilidad. Por otro lado, dada la masividad de las operaciones, su monto y el riesgo de que los títulos circulen indefinidamente, la responsabilidad por integridad del título que pesa sobre los intermediarios de valores, no es una tutela suficiente para garantizar el buen funcionamiento del mercado.

Ante esto, el artículo 23 de la LSA y, lamentablemente ahora, el artículo 14 inciso segundo de la LSA, no ofrecen una respuesta satisfactoria. En el primer caso, debido a que ésa no es una cuestión que se tuviera en cuenta al redactar la norma. En el segundo, por no haberse percibido con claridad el problema.

b) Consagración normativa de la exigencia de homogeneidad del título

Por las razones expresadas en el apartado anterior, de algún u otro modo, sistemas jurídicos comparados establecen como exigencia que las acciones que se transan en el mercado de valores no estén sujetas a ningún tipo de restricción de transferibilidad<sup>57</sup>. De esta manera, se impone a las instituciones intermediadoras que verifiquen la ausencia de gravámenes o restricciones, y se evita el riesgo de que quienes adquieran acciones en el mercado de valores, queden sujetos a demandas de titulares de algún

<sup>57</sup> DAVIES (2008), p. 936, sostiene que la libre transferibilidad de acciones se da por sentada en las compañías listadas (cotizadas), y que la exigencia de libre transferibilidad puede provenir de la ley o de las reglas de la respectiva Bolsa. En este tipo de compañías, el principio de libre transferibilidad sólo se vuelve controvertido en el caso de una adquisición de acciones al por mayor, pues en esa circunstancia está en juego el control de la sociedad (OPA). En cuanto a la exigencia de libre transferibilidad en sociedades cotizadas, véase, por ejemplo, la regla 2.2.4. de las Listing Rules de la Financial Services Administration del Reino Unido: “Transferibilidad: 2.2.4 (1) Para ser inscritos, los títulos deben ser libremente transferibles. (2) Para ser inscritas, las acciones deben estar totalmente pagadas y libre de todo gravamen y restricción a la libre transferibilidad (excepto cualquier restricción impuesta por incumplimiento con alguna notificación establecida en la sección 793 de la Ley de Sociedades 2006 (Notificación por la compañía requiriendo información acerca de participación en sus acciones))” (traducción del autor). Asimismo, el real decreto 1310/2005 (España), artículo 9 N° 4, según el cual “los valores deben ser libremente transmisibles”. Por su parte, la libre transferibilidad de las acciones también puede establecerse por la propia LSA. Éste es el caso de Francia (artículo L-228-23 del *Código de Comercio*) y de Alemania (KÜBLER (2001) p. 303). Como puede apreciarse, garantizar la eficacia del funcionamiento del mercado secundario en la ley de sociedades anónimas o como requisito reglamentario o, incluso, de regulación privada para ser admitido en una bolsa de valores, es indiferente.

derecho sobre éstas. Así, la verificación de la ausencia de gravámenes y fungibilidad de los títulos, se realiza en un momento previo al de su ingreso al mercado primario o secundario: se trata de un requisito para admitir que los títulos sean transables.

Como es natural, nuestro ordenamiento jurídico no es ajeno a esta exigencia. De este modo, el artículo 15 de la LEDV, que establece el marco legal para la constitución y operación de entidades privadas de depósito y custodia de valores, reza:

“los valores adquiridos mediante cualquiera de los sistemas de transferencia establecidos en esta ley, se entenderán libres de gravámenes, prohibiciones o embargos, sin perjuicio de la responsabilidad del depositante a quien le fueren oponibles tales gravámenes, prohibiciones o embargos, y de la empresa al registrar estos valores o al anotar una nueva transferencia de valores ya inscritos, afectos a las mencionadas limitaciones”.

Lo anterior significa que los valores depositados en el DCV deben estar libres de trabas para su libre circulación, si es que van a ser utilizadas para llevar a cabo transacciones en el mercado secundario. De este modo, se resuelve expresamente el problema que produciría la posibilidad de transar acciones gravadas, por ejemplo, con prenda.

Asimismo, y con la finalidad de cautelar la seguridad del sistema de compensaciones de valores, el inciso segundo del artículo 24 de la ley 20.345 de 2009 (LCCLV), sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, establece:

“a partir del momento en que sean aceptadas por un sistema, las órdenes de compensación serán irrevocables, y no podrán ser dejadas sin efecto o modificadas por las partes de las transacciones que las hubieren originado, sino en los casos calificados y en la forma que señalen las normas de funcionamiento”.

Por su parte, el inciso tercero de la misma norma reza:

“asimismo, una vez aceptada una orden de compensación, tanto ésta como las obligaciones a que diere lugar, serán firmes, esto es, legalmente exigibles y oponibles a terceros, y serán siempre objeto de compensación y liquidación. Cualquier medida prejudicial o precautoria, prohibición o embargo, acción reivindicatoria u otra limitación al dominio no obstará a la compensación y liquidación y sus efectos se radicarán en los resultados de la liquidación, si los hubiere”.

El fundamento de las normas recién citadas, es el mismo para el caso de las restricciones a la libre cesibilidad de las acciones, si bien del tenor de estas disposiciones puede apreciarse que fueron pensadas especialmente para lidiar con los problemas que pueden provocar al mercado los gravámenes sobre títulos transables. Este fundamento es la protección a terceros adquirentes de buena fe.

Como el efecto de oponibilidad de las restricciones de la libre cesibilidad fue incorporado a nuestro ordenamiento en un momento posterior a las reglas analizadas, es natural que éstas no hicieran referencia a las restricciones a la libre cesibilidad de las acciones. No obstante, una vez que se reconoce el efecto de oponibilidad en la ley, es evidente que estas reglas se vuelven aplicables a las acciones de sociedades anónimas abiertas sujetas a acuerdos restrictivos de su libre transferibilidad.

En consecuencia, las restricciones a la libre cesibilidad de acciones de una sociedad anónima, inscritas en un registro de accionistas, no pueden dar lugar, de ningún modo, a la adopción de una medida que de alguna forma afecte el buen funcionamiento del mercado de valores y, en definitiva, la seguridad y la firmeza de las transacciones. Lo anterior, desde luego, siempre que las acciones sean transferidas a través de alguno de los sistemas de transferencia establecidos en LEDV o, bien, que hayan estado sujetos al sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros de LCCLV.

### c) Protección al adquirente de títulos en operaciones de mercado

Lo señalado en el apartado anterior, nos lleva necesariamente a concluir lo siguiente: al nuevo adquirente de buena fe de acciones transferidas por alguno de los medios legales establecidos en la ley de depósitos de valores, no le es oponible una restricción a la libre cesibilidad, en el sentido de que no está obligado a restituir los valores recibidos. Quienes serán responsables de la transgresión de un pacto restrictivo de la libre cesibilidad de acciones inscrito en el respectivo registro de accionistas, serán el depositante que sea parte del acuerdo (por ejemplo, el accionista titular de las acciones depositadas en una empresa depositaria de valores); la propia empresa depositaria de valores, por registrar valores sujetos a gravamen o restricción y cursar la transferencia (artículo 15 de la LEDV); y el corredor que haya cursado la orden de realizar la venta de valores sujetos a la restricción (artículo 34 de la LMV), sin verificar la integridad de los valores negociados. Legitimado activo para ejercer la acción de responsabilidad civil, es el titular de un derecho que de algún modo restringe la cesión de acciones, reconocido en un pacto de accionistas inscrito en el respectivo registro de accionistas.

Éste tiene el derecho a exigir el valor de las acciones sujetas a la restricción contravenida, además de los perjuicios directos que adicionalmente pueda demostrar<sup>58</sup>. Pero, como se aprecia, ya no tendrá derecho de persecución (en el caso de la prenda), ni podrá exigir a la sociedad que deje de inscribir la transferencia de acciones, realizada en contravención a lo establecido en un pacto de accionistas, inscrito en el registro de accionistas de una sociedad anónima abierta. En este último sentido, debe entenderse el alcance de la parte final del artículo 14 de la LSA (“tales pactos no afectarán la obligación de la sociedad de inscribir sin más trámites los traspasos que se le presenten, de conformidad a lo establecido en el artículo 12”).

Todo esto tiene como finalidad el adecuado funcionamiento del mercado de valores, mediante la protección al adquirente de buena fe. Sería injusto que el Derecho prodigara esta protección a quien hubiese conocido o debido conocer la existencia de los gravámenes o restricciones: bastaría que el titular de los valores sujetos a un gravamen, los traspasara mediante los mecanismos de transferencia y compensación señalados, para quedar a cubierto de los reclamos del titular del gravamen. En consecuencia, el fundamento de la protección del buen funcionamiento del mercado mediante la protección del adquirente de buena fe, decae si el tercero conoce o debió conocer la restricción a la libre cesión de acciones contenida en un pacto inscrito en el registro de accionistas<sup>59</sup>.

Por esto, debe entenderse que la protección que la LEDV y la LCCLV otorgan al tercer adquirente de títulos adquiridos o compensados por medio de los procedimientos que estas leyes contemplan, sólo alcanza a los adquirentes de buena fe, según se desprende, además, de la norma rectora sobre títulos valor, contenida en el artículo 27 de la ley N° 18.092 sobre letra de cambio y pagaré. Como se sabe, esta regla establece:

“el portador legítimo de una letra no puede ser privado de ella, salvo que se pruebe que la adquirió de mala fe o que no pudo menos que conocer su origen irregular”.

<sup>58</sup> El artículo 15 inciso segundo de la LEDV establece: “la responsabilidad de la empresa será objetiva y la indemnización, salvo que se acredite perjuicios directos por mayor valor, será equivalente al precio promedio ponderado de valores del mismo tipo, especie, clase, serie y emisor, en los 30 días precedentes al de la transferencia, a menos que el gravamen, prohibición o embargo favorezca un crédito de un monto menor, en cuyo caso la indemnización se reducirá a ese monto”.

<sup>59</sup> En este sentido, CABALLERO (2010), pp. 284-285, sostiene que la Convención de Ginebra sobre Valores Intermediados protege al adquirente de valores intermediados frente a las acciones de los afectados por la adquisición, y que este “blindaje de la Convención decae sólo si el adquirente conocía que el demandante tenía derechos sobre los valores intermediados y que estos fueron afectados con la adquisición”.

Estarán de buena fe, en la circunstancia analizada, aquellos adquirentes que compran acciones sujetas a gravámenes o restricciones a la libre cesibilidad, a través de algún mecanismo de transferencia reconocido en la LEDV o sujeto a compensación y liquidación según el sistema regulado en la LCCLV.

Lo anterior, siempre que alguno de estos mecanismos no haya sido utilizado sólo de manera instrumental, y no exista, sustancialmente, una operación de mercado, por haber existido concierto previo entre las partes (esto es, una operación de formación de precio o negociación bilateral). En estos casos, es evidente que no puede alegarse desconocimiento del gravamen o del acuerdo inscrito en el registro de accionistas.

En síntesis, la protección al adquirente de acciones de una sociedad anónima abierta transadas de manera masiva y que se encuentre de buena fe, que está contemplada en los artículo 15 de la LEDV y 24 de la LCCLV, es fundamento de la restricción del efecto de oponibilidad de las restricciones a la libre cesibilidad de acciones, evitando que tales restricciones puedan serle oponibles. Esta protección legal no era necesaria de ser dispensada previamente a la reforma del artículo 14 inciso segundo de la LSA, pues las restricciones a la libre cesibilidad de acciones de sociedades anónimas abiertas, eran por definición inoponibles a los nuevos adquirentes, a pesar de su inscripción en el registro de accionistas. Pero por lo analizado en este apartado, la modificación de esta regla, nuevamente en razón de una interpretación sistemática de las leyes y del fundamento de las normas en ellas contenidas, no da lugar para considerar que la oponibilidad de los pactos inscritos a que daría lugar el nuevo inciso segundo del artículo 14 de la LSA, alcance al adquirente de acciones de buena fe.

La pregunta que queda por responder, entonces, es, ¿cuál es el sentido de la oponibilidad de estos acuerdos en las sociedades anónimas abiertas? Esto es, debe darse significado a la expresión del nuevo inciso segundo del artículo 14 de la LSA: “si así no se hiciere, tales pactos serán inoponibles a terceros”. ¿Significa esto que, *contrario sensu*, los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de acciones de sociedades anónimas abiertas inscritos en el registro de accionistas, son oponibles a terceros? ¿Cuál sería el alcance de esta oponibilidad?

#### *4. El alcance de la oponibilidad reconocida en el artículo 14 inciso segundo de la LSA*

Es indiscutible que del texto del artículo 14 inciso segundo de la LSA, se desprende que la ley reconoce el efecto de oponibilidad a las restricciones a la libre cesibilidad de acciones de una sociedad anónima en el registro de accionistas. Pero la determinación del significado de oponibilidad, y de

las circunstancias en que esta oponibilidad se vuelve aplicable, requiere situar la regla dentro del sistema normativo de sociedades y mercado de valores. Ello permite aclarar dos aspectos:

- primero, a quiénes afecta la oponibilidad, y a quienes no;
- segundo, cuál es el efecto preciso de la oponibilidad.

#### 4.1. A quiénes afecta la oponibilidad

La determinación de los sujetos afectados por esta oponibilidad, pasa por aclarar previamente el sentido de la referencia hecha por el artículo 14 de la LSA al artículo 12 de la LSA, pues ésta última disposición se erige como restricción, a partir del propio tenor del artículo 14 de la LSA, al alcance de la oponibilidad.

##### a) El significado de la referencia al artículo 12 de la LSA

Como se explicó previamente, esta regla fue inserta por una indicación del Ejecutivo, cuya finalidad fue evitar los problemas que se podían producir por el reconocimiento de la inoponibilidad. Estos problemas no se producían, a propósito del efecto previsto para la falta de inscripción de una restricción a la libre cesibilidad de acciones de una sociedad anónima abierta: la nulidad de pleno derecho.

La intención de sus autores, nos da luces del sentido que debe atribuirse al reenvío normativo. Éste no tiene el mismo significado que puede atribuirse a la aplicación del artículo 12 de la LSA, en el contexto de las restricciones a la libre cesibilidad de acciones de sociedades anónimas cerradas. Lo que se pretende, y de ahí la referencia literal al artículo 12 de la LSA, es evitar el problema del riesgo sistemático. De ahí que se eche mano al artículo 12 de la LSA, respecto del que, como se analizó en su oportunidad, puede presumirse otra finalidad<sup>60</sup>.

No obstante, a propósito de las sociedades anónimas abiertas, la referencia al artículo 12 de la LSA, cuyo tenor literal impone a la sociedad la obligación de inscribir sin más trámites los traspasos que se le presenten, tiene por finalidad evitar que a un nuevo adquirente de acciones, transferidas en contravención a un pacto de accionistas inscrito, se le haga extensivo el efecto de oponibilidad, por el problema de incertidumbre que

<sup>60</sup> Véase *supra*, a propósito de las restricciones a la libre cesibilidad de acciones en sociedades anónimas cerradas, sección titulada “Artículos 12 y 14 LSA ¿Un caso de antinomia?” y, especialmente, las n. 36 a 39. En éstas, se hace referencia al estado de la cuestión antes de la ley N° 18.046, que explica la reacción del legislador por medio de la incorporación del artículo 12 de la LSA. Además, se constata el criterio de la Corte Suprema, que reconoce el deber del gerente de no inscribir transferencias que contravengan restricciones estatutarias a la libre cesibilidad.

puede generar al mercado de valores. En definitiva, al nuevo adquirente no se le podría exigir que restituyera las acciones con el fin de cautelar el cumplimiento de un pacto restrictivo, aun cuando éste se encontrara inscrito, ni podría hacérsele extensivo ninguno de los efectos que puedan atribuirse al concepto de oponibilidad.

El problema es que, interpretadas estas normas sin más, es decir, a partir de su sola literalidad, es inevitable llegar a la conclusión de que éstas son perfectamente contradictorias. Esto es, que las restricciones a la libre cesibilidad de acciones inscritas en el registro de accionistas son oponibles, por aplicación del artículo 14 inciso segundo de la LSA. Pero que, por aplicación del artículo 12 de la LSA, por reenvío del propio artículo 14 inciso segundo de la LSA, son inoponibles a terceros y a la sociedad (en cuanto la sociedad debe inscribir los traspasos sin más trámites, a pesar de las restricciones de transferibilidad inscritas). ¿Qué debe primar, la primera regla del inciso segundo del artículo 14 de la LSA (oponibilidad) o la segunda (inoponibilidad)?

#### b) Inoponibilidad a operaciones de mercado

La respuesta, ya se ha dicho, debe encontrarse en el sistema normativo. Como se explicó en el apartado anterior, la protección del adquirente de buena fe es necesaria en las operaciones que son sustancialmente de mercado. Estas operaciones son aquéllas, en las que la determinación del precio es consecuencia de un proceso multilateral y anónimo de oferta y demanda. Por esto, existe, a propósito de ellas, la posibilidad de riesgo sistémico, en razón de la necesidad de homogeneidad del título. En específico, de la necesidad de evitar que la carga de verificación de que el título es efectivamente íntegro, sea de parte del adquirente de acciones no concertado de forma previa con su comprador. Dicho de otro modo, de la necesidad de proteger al adquirente de buena fe.

En conclusión, si una operación es sustancialmente una operación de mercado, debe primar la segunda regla, esto es, la inoponibilidad. Esto significa que al adquirente de buena fe, vale decir, quien no conoció o no debió conocer la restricción a la libre cesibilidad inscrita, por haber adquirido las acciones en una operación de mercado, no se le puede desconocer su calidad de nuevo accionista. En consecuencia, a pesar de las restricciones a la libre cesibilidad inscritas en el registro de accionistas, la transferencia realizada en contravención a un acuerdo (del que no es parte), debe ser de todas formas inscrita. En este sentido, las restricciones a la libre cesibilidad le son inoponibles.

Además, como el adquirente por medio de una operación sustancialmente de mercado está de buena fe, es razonable considerar que no le alcanza ningún efecto del pacto de accionistas restrictivo de la libre cesibilidad de acciones.

Por su parte, las tutelas del accionista que es parte de un acuerdo transgredido por su contraparte, siguen estando restringidas por el efecto relativo de los contratos. Por consiguiente, estarán limitadas a la ejecución de la cláusula penal seguramente estipulada o, en su defecto, a indemnización de perjuicios.

### c) Oponibilidad a transferencias bilaterales o directas

El problema queda, entonces, radicado en las operaciones bilaterales o directas. Éstas, como se ha explicado, consisten en transferencias de títulos en las que, independiente de su realización en una bolsa o fuera de ella, la determinación del precio corresponde a una negociación bilateral. Dicho de otro modo, existe un acuerdo previo a la adquisición, sea directo o intermediado, entre la parte compradora y vendedora, en el que se determina el precio y las condiciones de la operación.

En esta circunstancia, y como ya se ha sostenido, no tiene sentido prodigar la protección que se entrega al adquirente anónimo de mercado, que estará de buena fe. En una operación de este tipo, no es posible afirmar que el adquirente de las acciones sujetas a alguna restricción a su libre cesibilidad, no conocía o no debió conocer las restricciones. Al conocer quién será su contraparte en la operación, tiene la oportunidad (y el deber que una diligencia media le impone), de verificar, sea por él mismo o su mandatario, que los títulos que adquiere son íntegros. Resulta justo, entonces, que la restricción a la libre cesibilidad de las acciones que adquiere le sea oponible<sup>61</sup>.

## 4.2. *Excusus* ¿Por qué son más usuales en Chile las restricciones de libre cesibilidad a propósito de operaciones bilaterales o directas?

### a) Estructura de mercado concentrada

Podría parecer que este caso es menos relevante que los anteriores, pues es presumible que las operaciones de mercado fueran masivas y más usuales que las directas o bilaterales, especialmente teniendo en cuenta que la mirada se restringe a las sociedades anónimas abiertas.

Sin embargo, en nuestro mercado lo más probable es que una operación de venta se realice por medio de una operación directa en bolsa, si tiene lugar a propósito de acciones de una sociedad anónima abierta sujeta a restricciones de libre cesibilidad. Lo anterior obedece a la estructura de propiedad del mercado nacional, según se explica a continuación.

El carácter concentrado del mercado chileno se expresa en los altos porcentajes de acciones de sociedades abiertas cotizadas en bolsa, que retienen sus accionistas controladores o, bien, el pacto por el control<sup>62</sup>.

<sup>61</sup> Véase *supra* n. 59.

<sup>62</sup> ISLAS (2011), pp. 23-24.

Esto tiene como resultado que, en la casi totalidad de los casos, no pueda adquirirse el control de una sociedad de manera hostil, vale decir, sin negociar previamente con el controlador o el acuerdo controlador<sup>63</sup>. Lo anterior debe agregarse al hecho de que en las sociedades anónimas abiertas chilenas los pactos restrictivos de libre cesibilidad se encuentran en pactos de accionistas, cuya función es constituir una asociación para el control<sup>64</sup>.

Además, es improbable que el controlador o pacto controlador se disponga a ceder un número relevante de acciones que, sin embargo, no sea suficiente para transferir el control de la sociedad. La razón de lo expresado estriba en que evidentemente el adquirente no estaría dispuesto a pagar premio por el control, por lo tanto, el controlador se privaría a sí mismo de buena parte de su beneficio esperado por la venta de su paquete controlador<sup>65</sup>.

Por todo esto, lo usual es que la venta de paquetes accionarios relevantes del controlador, tengan lugar a propósito de acciones sujetas a restricciones de libre cesibilidad contempladas en dichos acuerdos.

#### b) Operaciones directas y OPA

Lo hasta aquí expresado acarrea como consecuencia, además, que cuando se pretenda adquirir acciones de una sociedad anónima abierta, sujetas a restricciones a su libre cesibilidad, es muy probable que esto tenga lugar a propósito de un cambio en el control. Por consiguiente, esta transferencia deberá ser parte de un proceso de OPA, la que se llevará a cabo como resultado de la celebración de un contrato previo, entre el oferente que pretende adquirir el control, y el pacto controlador (denominado *tender agreemento* “acuerdo de oferta”). La transferencia del paquete accionario controlador, o al menos, de la parte de esas acciones necesarias para tomar el control, será parte de la ejecución del “acuerdo de oferta”, ejecución que tendrá lugar como parte de un proceso de OPA.

En conclusión, esta adquisición, a diferencia de lo que ocurrirá con las demás acciones de la sociedad objeto de la toma de control, no será realizada a partir de una oferta indeterminada a los accionistas. Por el contrario, corresponderá a la ejecución del “acuerdo de oferta”. Por consiguiente, la adquisición de ese paquete accionario, con el fin de cumplir las condiciones no sólo de la OPA sino del contrato mencionado, se

---

<sup>63</sup> En este sentido, ÁLVAREZ y RANIERI (2002), p. 11.

<sup>64</sup> Véase *supra* el apartado titulado “funciones de los pactos restrictivos de la libre cesibilidad de las acciones”.

<sup>65</sup> Esto no quiere decir que los controladores no estén dispuestos a vender pequeñas proporciones de su paquete controlador. Aparentemente, esta práctica es usual como una forma de influir en el precio de la acción (véase la discusión a propósito de la sanción a Sebastián Piñera por uso de información privilegiada, resolución exenta N° 306, de 6 de julio de 2007, de la SVS).

concertará de manera directa o bilateral entre el adquirente que pretende tomar el control, y el controlador.

Al ser la operación, por las características estructurales del mercado societario chileno y su estructura de gobierno, una operación directa o bilateral, podrá llevarse a cabo fuera de bolsa o, bien, en bolsa por medio de un mecanismo que permita la negociación directa.

Si ha habido concierto con anterioridad entre el adquirente y el controlador a quien se ofrece adquirir, la operación perfectamente podría llevarse a cabo fuera de bolsa, a través de un agente de valores<sup>66</sup>. No existen razones tributarias que obsten a esta conclusión, pues una transferencia bilateral o directa fuera de bolsa, no impide aprovechar el beneficio tributario contemplado para este tipo de operaciones, si tiene lugar a propósito de una OPA. En efecto, el artículo 107 de la LIR, establece que el mayor valor obtenido en la enajenación de acciones de sociedades anónimas abiertas con presencia bursátil, no constituirá renta, si se satisfacen ciertos requisitos<sup>67</sup>. Así, para que esta exención sea aplicable, es necesario que la enajenación sea efectuada en una bolsa de valores o a propósito de una OPA. Entonces, si como se ha visto, es previsible que la mayoría de las transferencias de acciones de sociedades anónimas abiertas sujetas a restricciones de libre cesibilidad, tengan lugar a propósito de procesos de OPA, no sería tributariamente necesario que la transferencia de acciones del controlador, tuviera lugar por medio de una operación directa en bolsa de valores<sup>68</sup>. Sin embargo, igualmente pueden realizarse por medio de una operación directa en bolsa.

<sup>66</sup> Una operación de este tipo está expresamente autorizada por el artículo 216 de la LMV, a propósito de las OPAs, en afinidad con lo expresado en el artículo 23 letra C de la LMV y por la norma de carácter general N° 137 de 5 de abril de 2002.

<sup>67</sup> DL N° 824, de 1974.

<sup>68</sup> Es necesario, a este respecto, criticar el sentido de la exención establecida en el artículo 107 de la LIR a propósito de las operaciones analizadas. Su justificación evidentemente estribaría en constituir una forma de promoción de la inversión en el mercado de valores, es decir, incentivar la celebración de transacciones sustancialmente de mercado. No obstante, en muchos casos la exención se utiliza para la transferencia de paquetes controladores, es decir, operaciones bilaterales o directas. Estas operaciones, como es obvio, no necesariamente implican el ingreso de nuevos recursos al mercado de valores (en especial si los adquirentes son grupos empresariales consolidados), constituyendo de este modo una ventaja competitiva para los grandes grupos de sociedades ya existentes.

Además, por más que se realicen en una bolsa de valores, estas operaciones no son, realmente, operaciones de mercado.

En consecuencia, el fundamento que justifica la exención, esto es, el fomento a la inversión en el mercado de valores, no es real en el caso de las transacciones más significativas sujetas a este beneficio. Esto genera consecuencias gravemente inequitativas, que constituyen una manifestación más del grave problema provocado por la interpretación en exceso formalista del Derecho Tributario.

En cambio, para poder aprovechar la exención, las transferencias de acciones de sociedades anónimas abiertas sujetas a restricciones de libre cesibilidad, que no tengan lugar a propósito de una OPA, deben realizarse necesariamente a través de una operación de bolsa. Estas operaciones que, como se explicó, por lo general, se llevan a cabo por los controladores para influir en el precio de las acciones de la sociedad controlada, sí constituyen por lo común operaciones por lo general de mercado.

Recapitulando, lo más usual en el mercado chileno, será que las operaciones de tamaño relevante, en las que se transfieran acciones de sociedades anónimas abiertas sujetas a restricciones a su libre cesibilidad, sean operaciones bilaterales o directas. En consecuencia, tendrá lugar el efecto de oponibilidad previsto en el inciso segundo del artículo 14 de la LSA. Es necesario, entonces, definir los contornos precisos de este concepto.

#### 4.3. El efecto preciso de la oponibilidad contemplada en el inciso segundo del artículo 14 de la LSA

- a) ¿Un caso de responsabilidad contractual o extracontractual?

El problema de la determinación del significado técnico de la frase del artículo 14 de la LSA: “tales pactos serán inoponibles a terceros”, debe analizarse desde la perspectiva de la oponibilidad, y no de la inoponibilidad.

Esto se debe a que el efecto relativo de los contratos, o “principio de relatividad de los créditos”, determina que la única contrapartida del crédito es el deber del deudor a la prestación<sup>69</sup>. Por lo tanto, lo natural es que el deber de respetar la restricción a la libre cesibilidad de acciones, impuesta por vía contractual, sólo sea exigible de las partes que celebraron el respectivo pacto de accionistas.

En cambio, la doctrina entiende que inoponibilidad es la

“sanción civil que impide que se haga valer ante terceros un derecho nacido ya sea de la celebración de un negocio jurídico, ya sea de la nulidad del mismo o de otra causal de terminación anormal de un negocio jurídico, como la resolución o la revocación”<sup>70</sup>.

Esto implica que hay una circunstancia anómala, esto es, el antecedente de una sanción, que da lugar a que el contrato sea inoponible, en aquellos casos en que es esperable que sea oponible. Como puede apreciarse, la “inoponibilidad” reconocida en el artículo 14 de la LSA, no es una san-

<sup>69</sup> SCHOPF (2014). Cfr. VIDAL (2006), pp. 53-54 y 64, LÓPEZ (2010), p. 309.

<sup>70</sup> LÓPEZ (2010), p. 317.

ción que impida que el crédito pueda ser hecho valer ante terceros, en cuanto, por definición, el deber de respetar el pacto de accionistas no es exigible de terceros, cuando se trata de sociedades anónimas abiertas<sup>71</sup>. En definitiva, más que a una cuestión de inoponibilidad, estamos haciendo referencia a un problema de “efecto reflejo o expansivo” del contrato<sup>72</sup>.

La pregunta entonces es, ¿qué alcance tiene para este caso el concepto de oponibilidad? Dicho de otro modo, debe determinarse cuál es el efecto positivo de la inscripción del pacto restrictivo de libre cesibilidad, en el registro de accionistas de una sociedad anónima abierta. En un primer acercamiento, un letrado podría estimar que el concepto de oponibilidad, significa que los deberes en él contenidos serán exigibles no sólo de la contraparte sino que, también, del tercero a quien el contrato le sea oponible. Sin embargo, esto no es necesariamente así.

En Derecho, existen ocasiones en que la oponibilidad de un contrato da lugar a acción directa de responsabilidad contractual a un tercero que no ha sido parte del mismo o, bien, circunstancias en que la ley reconoce acción de responsabilidad extracontractual contra un tercero, derivada de la infracción del contrato del que no ha sido parte<sup>73</sup>. Por lo tanto, al declarar la norma que el acto es oponible si se inscribe en el registro de accionistas, puede estar refiriéndose a uno u otro tipo de efecto. Esto significa que la referencia a la oponibilidad puede acarrear dos consecuencias diversas: responsabilidad contractual o extracontractual. Ésa es la alternativa que el intérprete debe resolver, a propósito de la inobservancia de restricciones a la libre cesibilidad de acciones de sociedades anónimas abiertas, inscritas en el registro de accionistas respectivo.

En cuanto a la primera opción, la inscripción en el registro de accionistas de restricciones a la libre cesibilidad de acciones, otorgaría un derecho de carácter contractual a la parte del pacto cuyo crédito restrictivo de la libre cesibilidad no ha sido respetado<sup>74</sup>. Este derecho le permitiría exigir el cumplimiento forzado del contrato, o su resolución, ambas con indemnización de perjuicios (artículo 1489 del *CC*). Esto implica dos consecuencias relevantes:

- primera, la contraparte del pacto de accionistas transgredido, tendría acción contra el tercero adquirente para exigir el cumplimiento;

---

<sup>71</sup> Véase *supra*, sobre las condiciones para la oponibilidad de pactos de accionistas y estatutarios a la sociedad anónima cerrada, el apartado titulado “Restricciones a la libre cesibilidad de acciones de una sociedad anónima cerrada”.

<sup>72</sup> LÓPEZ (2010) p. 308.

<sup>73</sup> *Op. cit.*, pp. 308-316.

<sup>74</sup> Un “crédito restrictivo de la libre cesibilidad” puede ser, por ejemplo, una opción preferente para adquirir los títulos objeto del pacto que, a pesar del acuerdo, han sido vendidos.

- segunda, se presumiría la culpa ante el incumplimiento del acuerdo. Es decir, se trataría de una acción directa contra la parte que celebró el contrato que dio lugar a la transgresión del pacto de accionistas.

En cuanto a la segunda, la inscripción en el registro de accionistas de restricciones a la libre cesibilidad de acciones, otorgaría un crédito de carácter extracontractual, a la parte del pacto cuyo crédito restrictivo de la libre cesibilidad no ha sido respetado. La tutela, en consecuencia, estaría restringiendo al derecho a obtener indemnización de perjuicios.

No se desprende de la norma que ésta se incline por una u otra solución. Más bien, la historia de la ley, como se ha visto, da a entender que su incorporación se debió a una inadvertencia, provocada por la adscripción a una doctrina poco rigurosa.

En definitiva, la ley permite al intérprete escoger el efecto más adecuado, en consideración al sentido del sistema jurídico y a los fines que pretende conseguir la normativa societaria y de mercado de valores.

b) Fundamentos para estimar que “oponibilidad” es tutela aquiliana del crédito

Se estima que hay fundamentos suficientes para considerar que la oponibilidad contemplada en el artículo 14 de la LSA, es un caso de tutela aquiliana del crédito expresamente contemplado en la ley. Estos fundamentos son los siguientes.

- En primer lugar, se ha revisado en este artículo cómo los sistemas jurídicos comparados, y el mismo sistema jurídico chileno, se preocupan de contemplar reglas para impedir o evitar que existan restricciones a la libre circulación de las acciones. Esto tiene la finalidad de evitar problemas en el funcionamiento del mercado de valores. Por lo tanto, parece ser lo más prudente entender que el efecto de oponibilidad es el que más se alinea o, más bien, menos entorpece esta necesidad. Este efecto, desde luego, es la tutela aquiliana del crédito, y no el reconocimiento de acción contractual contra el tercer adquirente, que podría dar lugar a la restitución de las acciones adquiridas en contravención al pacto inscrito.
- En segundo lugar, la relación percibida entre el desarrollo del mercado de capitales y la propiedad dispersa o desconcentrada. El fundamento de esta tendencia es la observación de que existe mayor protección a inversionistas en mercados de propiedad dispersa<sup>75</sup>. Esto tiene como consecuencia que el mercado de valores sea más atractivo para los inversionistas, provocando que aumente el flujo

---

<sup>75</sup> Por todos, LA PORTA *et al.* (1998); COFFEE (2011).

de capitales y que, entonces, exista mayor inversión disponible. Esta convicción ha provocado que en el mundo se lleven a cabo reformas societarias y de mercado de valores, que buscan promover la dispersión de la propiedad accionaria, la regulación de grupos o, al menos, mayores derechos para inversionistas institucionales y minoritarios. Ése ha sido, por lo demás, el fundamento de las sucesivas reformas a los mercados de capitales que han tenido lugar en Chile en las últimas décadas. Por consiguiente, sería inconveniente, a la luz de los propios fines perseguidos por las reformas al mercado de capitales y al Derecho de Sociedades cotizadas y gobiernos corporativos, estimar que la reforma al artículo 14 de la LSA permite exigir la ejecución de un pacto restrictivo de la libre cesibilidad de acciones, a un tercero, aun cuando éste haya tenido conocimiento. Como resulta evidente, una interpretación en este sentido otorga mayor estabilidad al acuerdo, haciendo menos factibles las adquisiciones no consentidas u hostiles. De este modo, una interpretación como ésta haría aún más lento el camino hacia el surgimiento de un mercado de capitales profundo, líquido y competitivo.

Lo expresado en el párrafo anterior, conduce a un tercer fundamento, que está dado por el significado esencial de lo que se entiende como economía de mercado y el papel que se le atribuye al Derecho en el orden económico. El sistema económico de mercado no es un orden espontáneo, sino que está construido a partir de normas jurídicas, cuya finalidad es la promoción de la competencia. En consecuencia, un orden económico liberal ha de promover la libre circulación de los bienes y derechos, para que exista una leal y constante competencia por su adquisición, con el fin de que tales bienes y derechos estén en manos de quienes puedan lograr mayor rentabilidad social. Por todo esto, un sistema de mercado supone que sus normas jurídicas promuevan la libre circulación de bienes y derechos, cuando esto no signifique una injusticia o el desconocimiento de un valor de mayor relevancia<sup>76</sup>.

En lo que respecta a la libre circulación de acciones, la promoción de la competencia y el desarrollo del mercado de capitales, son objetivos fundamentales de la legislación sobre mercado de valores, sociedades cotizadas y gobiernos corporativos. Estos objetivos, constitutivos del modelo económico, están por sobre la protección de la posición de control, por

---

<sup>76</sup> Se suscribe a este respecto el punto de vista ordoliberal, según el cual “un orden de mercado no es simplemente lo que uno encontraría si y donde hay ausencia de gobierno, esto es, no es un evento natural, sino un producto político-cultural, basado en un orden constitucional que requiere un cuidadoso ‘cultivo’ para su mantención y funcionamiento adecuado” VANBERG (2004), p. 9.

medio del reconocimiento de una acción directa contra terceros, ante incumplimiento de un pacto de accionistas. Todo indica que la interpretación adecuada es la opuesta, vale decir, la que sólo otorga tutela aquiliana a la parte cuyo crédito ha sido infringido, aun cuando exista conocimiento del tercero que colabora en la infracción<sup>77</sup>.

c) Particularidades de la acción de responsabilidad civil extracontractual

Al tratarse de una acción de responsabilidad extracontractual, es necesario cumplir todos los requisitos para su configuración, esto es: un hecho ilícito que produce un daño y que es causalmente atribuible a alguien a quien ha actuado de forma reprochable. Por lo tanto, quien sea parte inocente del pacto de accionistas infringido, deberá demostrar que todos estos elementos confluyen en la transferencia de los títulos que contraviene el acuerdo en el que se es parte, con el fin de obtener indemnización de perjuicios.

No obstante, se considera que la referencia específica de la ley a la oponibilidad del pacto, provoca una consecuencia peculiar al régimen de tutela aquiliana del crédito para este caso, en lo que respecta al juicio de reprochabilidad.

100

En efecto, en doctrina se debate si es necesario demostrar que el tercero ajeno al contrato ha actuado con dolo o, al menos, con culpa<sup>78</sup>. La impresión es que la referencia expresa a la oponibilidad hace que esta discusión sea irrelevante, por las razones que se indican a continuación.

En lo que respecta a la eventual exigencia de dolo del tercero que colabora en la infracción al contrato, pues no tiene sentido que la oponibilidad esté restringida a casos de dolo. Esto se debe a que esta tutela está siempre disponible para aquellos casos en que pueda demostrarse dolo, por lo que, de exigirse, la referencia legal expresa a la oponibilidad no produciría ningún efecto. Por lo tanto, carece de sentido entender que la ley exija que se demuestre dolo del tercero en este caso.

En lo relativo a la culpa, al estar el pacto de accionistas inscrito en el registro de accionistas, es razonable esperar que el adquirente estuviera

---

<sup>77</sup> En este sentido, SCHOPF (2014), al sostener que en principio no existe un deber de garantía general de cuidado de los créditos ajenos, “por lo que nadie se encuentra en la necesidad de subordinar sus propios intereses a los intereses contractuales de otro, con el que no se encuentra vinculado”.

<sup>78</sup> VIDAL (2006), p. 69, estima que el tercero afectado puede pedir indemnización de daños si, al menos, prueba culpa de una o ambas partes. Por su parte, SCHOPF (2014) considera que el acto del tercero sólo puede considerarse ilícito si “concurren circunstancias adicionales de responsabilidad que permitan calificar su comportamiento como ilícito”, por poder considerarse “particularmente impropio”. Por ejemplo, la celebración de una convención incompatible con la sola finalidad de perjudicar al acreedor del contrato sobre el mismo objeto.

enterado de él o, al menos, es razonable entender que tuvo el deber de enterarse actuando con diligencia media. Por lo tanto, debe considerarse que la culpa ha de presumirse respecto del tercero que colabora en la infracción del pacto inscrito, a pesar de ser un régimen de responsabilidad civil extracontractual (siempre teniendo presente que esto sólo es aplicable a operaciones bilaterales o directas).

Por su parte, si llega a existir un traspaso sucesivo, habrá que verificar si el nuevo adquirente estuvo de buena o mala fe. Estará de buena fe si, a partir del mecanismo de adquisición de acciones que haya utilizado, no es esperable ni exigible que hubiere conocido que las acciones adquiridas estaban sujetas a alguna restricción a su libre cesibilidad.

Finalmente, cabe preguntarse si la multa o cláusula penal pactada como una indemnización de perjuicios tasada por las partes, es oponible al tercero que colabora en la infracción del pacto. La opinión, dado el carácter estrictamente contractual de la tasación de la indemnización de perjuicios por medio de la cláusula penal, no cabría admitir que pudiese cobrarse la multa al tercero. La exigencia de daño y relación de causalidad se erige como una barrera ante esta posibilidad, pues debe demostrarse qué daño y por qué monto es causalmente atribuible al tercero. Además, si se dirige una acción en su contra, debe evitarse que se produzca un cúmulo de indemnizaciones si es que se persigue el pago de la cláusula penal estipulada en el pacto de accionistas, contra la contraparte del acuerdo.

En síntesis, la tutela aquiliana del crédito del accionista cuyo pacto ha sido transgredido, comparte los caracteres de toda acción de responsabilidad civil, incluida la ineficacia de la cláusula penal ante el tercero. No obstante, la referencia expresa de la ley a la oponibilidad, tiene como resultado que la discusión sobre el juicio de reprochabilidad sea irrelevante respecto del tercero que debió tener conocimiento del pacto por haber estado inscrito.

## CONCLUSIONES

Las conclusiones que se obtienen de esta investigación son las siguientes:

1. El artículo 14 de la LSA reconocía que la falta de inscripción de un pacto de accionistas restrictivo de la libre cesibilidad de acciones, en el registro de accionistas de una sociedad anónima abierta, tenía como consecuencia que tales acuerdos fueran nulos de pleno derecho. Su finalidad era dar publicidad a los pactos por el control, y era parte de una serie de reglas que pretendían regular la conducta del controlador, que en su mayoría fueron eliminadas durante el proceso de formación de la LSA.

2. Los pactos de accionistas tienen papeles distintos en las sociedades cerradas y en las abiertas. En las cerradas, generalmente pretenden personalizar las relaciones entre todos los accionistas fundadores, y darles estabilidad en el tiempo, estipulando reglas que no pueden ser modificadas por mayorías. En las sociedades abiertas, tienen por finalidad establecer alianzas para el control. También pueden ser parte de un sindicato de voto, pero en Chile esa figura no es usual.
3. En las sociedades cerradas, los pactos de accionistas estatutarios son oponibles a la sociedad y a terceros. En los pactos de carácter contractual, su oponibilidad depende de su contenido, pero en la mayoría de los casos, su tutela se restringe a la indemnización de perjuicios o a la cláusula penal pactada.
4. En las sociedades abiertas, antes de la modificación del artículo de la 14 LSA, era evidente que los pactos restrictivos de libre cesibilidad de acciones, aún inscritos en el registro de accionistas, eran inoponibles a la sociedad y a terceros. Esta solución estaba en consonancia con el sistema de Derecho Societario y de mercado de valores, y con la regulación de Derecho Comparado. Su modificación se debió a la adscripción a una doctrina errónea, que desconoció el papel original de la norma y los problemas sistémicos que la oponibilidad podría provocar.
5. Existen, de todas formas, fundamentos normativos reconocidos en otras disposiciones legales de Derecho Societario y del mercado de valores, que permiten considerar que, a pesar de la modificación legal, aún se encuentran vigentes dos normas que se desprendían del artículo 14 de la LSA modificado: es necesario informar los acuerdos que permiten adquirir o consolidar el control y los pactos inscritos no pueden afectar a adquirentes de buena fe.
6. La oponibilidad de las restricciones a la libre transferibilidad de acciones se encuentra restringida en un doble sentido: primero, sólo afecta a operaciones directas o bilaterales, vale decir, no sustancialmente de mercado; segundo, la oponibilidad de los pactos sólo implica la tutela aquiliana del crédito, y no da derecho a reivindicación de los títulos contra terceros.

## BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ BUSTOS, Carola y Ricardo RANIERI BERNANI (2002). *Mercado de control corporativo en Chile*. Santiago: Pontificia Universidad Católica de Chile. Escuela de Ingeniería. Departamento de Ingeniería Industrial y de Sistemas.
- BAINBRIDGE, Stephen M. (2002). *Corporation law and economics*. New York: Foundation Press.

- BASCUÑÁN RODRÍGUEZ, Antonio, “La regulación de la información privilegiada en el mercado de valores después de la Ley 20.382”, en Javier WILENMANN (edit.), *Gobiernos corporativos. Aspectos esenciales de la reforma a su regulación*. Santiago: Thomson Reuters.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo (2010). *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*. Pamplona: Civitas Thomson Reuters.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo (2014), “Similitudes y diferencias entre el sistema de anotaciones en cuenta en el registro de accionistas y la representación contable de valores en custodia”, en *Estudios de Derecho Comercial. Cuartas jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (edición en imprenta).
- CAVALLO CASTRO, Ascanio, Manuel SALAZAR SALVO y Óscar SEPÚLVEDA PACHECO (2008). *La historia oculta del régimen militar: memoria de una época, 1973-1988*. Santiago: Uqbar.
- COFFEE, John C. (2011). “The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control”. *Yale Law Journal*, N° 111. New Haven. October.
- CORTÉS, Luis Javier (2004). *Lecciones de contratos y mercados financieros*. Madrid: Thomson Civitas.
- DAVIES, Paul L. (2008). *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Thomson Sweet and Maxwell.
- EASTERBROOK, Frank H. & Daniel R. FISCHEL (1996). *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard.
- GASPAR CANDIA, José Antonio (2011). “Introducción del *squeeze out* en las sociedades anónimas por la ley 20.382 sobre gobiernos corporativos”, en María Fernanda VÁSQUEZ PALMA (dir.), *Estudios de Derecho Comercial*, Santiago: Abeledo Perrot Legal Publishing.
- GERMAIN, Michel (2009). *Traité de Droit Commercial G. Ripertet R. Roblot. Les sociétés Commerciales*. Paris: LGDJ.
- HERRERA BARRIGA, Cristián (1997). *Los pactos de accionistas en la sociedad anónima*. Santiago: Colegio de Abogados de Chile A.G.
- ISLAS ROJAS, Gonzalo (2001). “Gobierno corporativo: teoría económica, principios de la OCDE y la Ley 20.382”, en Javier WILENMANN (edit.), *Gobiernos corporativos. Aspectos esenciales de la reforma a su regulación*. Santiago: Thomson Reuters.
- KÜBLER, Friedrich (2001). *Derecho de sociedades*. (trad.) Michèle Klein. Madrid: Fundación Cultural del Notariado.
- KULMS, Rainer (2011). “A shareholder’s freedom of contract in close corporations. Shareholder agreements in the USA and Germany”. *European Business Organization Law Review*. vol. 2, Cambrigde, issue 3-4.
- LAGOS VILLARREAL, Osvaldo (2011a). “Reformas al gobierno de las sociedades contenidas en la Ley 20.382. Un gesto al equilibrio”, en Javier WILENMANN (edit.), *Gobiernos corporativos. Aspectos esenciales de la reforma a su regulación*. Santiago: Thomson Reuters.

- LAGOS VILLARREAL, Osvaldo (2011b). “El daño imputable al accionista o al director infractores como límite a la responsabilidad civil en conflictos societarios”, en Gonzalo FIGUEROA, Enrique BARROS y Mauricio TAPIA (coords.). *Estudios de Derecho Civil VI*. Santiago: Abeledo Perrot Legal Publishing.
- LAZÉN, Vicente y Ana Cristina SEPÚLVEDA (2004). “Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la Ley de OPAS”. *Documentos de Trabajo (Superintendencia de Valores y Seguros)*. N° 4. Santiago. Noviembre.
- LA PORTA, Rafael *et al.* (1998). *Journal of Political Economy*. vol. 106. N° 6. Chicago. December.
- LÓPEZ SANTA MARÍA, Jorge (1979). “Sociedad anónima. Prohibición de enajenar las acciones frente al principio de la libre transmisibilidad de ellas. Sistema de acciones “serie B”: ¿Es un sistema de fideicomisos o es ilegal y debe suprimirse? (Informe en derecho)”. *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*. N° 3. Valparaíso.
- LÓPEZ SANTA MARÍA, Jorge (2010). *Los contratos. Parte general*. Santiago: Abeledo Perrot Legal Publishing.
- MELOSSI JIMÉNEZ, Andrés (1993). *Límites a la transferencia de acciones de sociedades anónimas*. Santiago: Ediciones Jurídicas La Ley, Santiago.
- NÚÑEZ, David y Diego PARDOW (2010). “¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa”. *Estudios Públicos*, N° 188. Santiago. Otoño.
- OECD (2013). “Trends and Factors impacting on Latin American equity market developmentp (draft)”. Disponible en [www.oecd.org/.../2013LatinAmerica\\_CGRoundtableEquityMarketReport.pdf](http://www.oecd.org/.../2013LatinAmerica_CGRoundtableEquityMarketReport.pdf). [Fecha de consulta: 4 de diciembre de 2013].
- OLAVARRÍA ÁVILA, Julio (1969). *Manual de Derecho Comercial*. Barcelona: Imprenta Clarasó.
- PAZ ARES, Cándido (2003). “El enforcement de los pactos parasociales”. *Actualidad Jurídica Uriá Menéndez*, N° 5. Madrid.
- PERDICES HUETOS, Antonio (1997). *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*. Madrid: Civitas.
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2007). “A propósito de una sentencia sobre uso de información privilegiada”. *Revista Actualidad Jurídica*. N° 15. Santiago.
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2010). “Concepto de información privilegiada y deberes de conducta de quienes están en posesión de ella, a la luz de la jurisprudencia emanada de la Excmo. Corte Suprema”. *Revista Chilena de Derecho Comercial*. N° 1. Santiago.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2011). *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- PUELMA ACCORSI, Álvaro (2006). *Sociedades*. Santiago: Editorial Jurídica De Chile.
- RAMOS PAZOS, René (1993). “De la estipulación en favor de otro”. *Revista de Derecho*. N° 193. Concepción.

- RECALDE CASTELLS, Andrés y Luis Miguel DE DIOS MARTÍNEZ (2004). “Los pactos parasociales en la ley de transparencia: una cuestión polémica”. *La Ley*. N° 5929. Madrid.
- ROBLES MARTÍN-LABORDA, Antonio (2006). *Sindicación de acciones y mercado de control societario*. Madrid: Thomson Aranzadi.
- ROCK, Edgard B. & Michael L. WATCHER (2004). “Waiting for the omelet to set: match-specific assets and minority oppression in close corporations”, in Joseph A. McCahery, Theo Raaijmakers, and Erik P.M. Vermeulen (eds.). *The governance of close corporations and partnerships. US and european perspectives*. London: Oxford.
- SÁEZ LACAVE, María Isabel y Nuria BERMEJO GUTIÉRREZ (2007). “Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad. A vuelta con los pactos de tag- y de drag-along”. *Indret*. N° 415. Barcelona.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal (2008). “Del mercado en general” en Juan Carlos SAENZ GARCÍA DE ALBIZO; Fernando OLEO BANET y Aurora MARTÍNEZ FLORES (eds.). *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Pamplona: Thomson Civitas.
- SANDOVAL LÓPEZ, Ricardo (2005). *Derecho Comercial. Sociedades de personas y de capital*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- SCHNEIDER, Ben Ross (2010). “Business groups and the state: the politics of expansion, restructuring and collapse”, in Asli M. COLPAN, Takashi HIKINO and James R. LINCOLN (eds.), *The Oxford Handbook of Business Groups*. Oxford: Oxford University Press.
- SCHOPF OLEA, Adrián (2014). “El problema de la responsabilidad por inducir el incumplimiento contractual de otro”. *Estudios de Derecho Civil X*. Santiago: Thomson Reuters. (edición en imprenta).
- SQUELLA NARDUCCI, Agustín (2001). *Introducción al Derecho*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- TORRES ZAGAL, Óscar (2006). *Derecho de sociedades*, Santiago: Lexis Nexis.
- VANBERG, Viktor J. (2004). “TheFreiburgSchool: Walter Eucken and Ordoliberalism”. *Freiburgdiscussionpapersonconstitutionaleconomics*. N° 04/11. Freiburg.
- VIDAL OLIVARES, Álvaro (2006). “El efecto absoluto de los contratos”. *Revista Chilena de Derecho Privado*. N° 4. Santiago. Julio.

#### *Normas citadas*

- Ley N° 17.308, modifica el *Código de Comercio. Diario Oficial*, 1 de julio de 1970.
- Ley N° 18.045, de Mercado de Valores. *Diario Oficial*, 22 de octubre de 1981.
- Ley N° 18.046, de Sociedades Anónimas. *Diario Oficial*, 22 de octubre de 1981.
- Ley N° 18.876, establece el marco legal para la constitución y operación de entidades privadas de depósito y custodia de valores. *Diario Oficial*, 21 de diciembre de 1989.

- Ley N° 20.345, sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros. *Diario Oficial*, 6 de junio de 2009.
- Ley N° 20.382, que introduce perfeccionamientos a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas. *Diario Oficial*, 20 de octubre de 2009.
- DFL N° 251, sobre Compañías de Seguro, Sociedades Anónimas, y Bolsas de Comercio. *Diario Oficial* 22 de mayo de 1931.
- DL N° 824, Ley sobre Impuesto a la Renta. *Diario Oficial*, 31 de diciembre de 1974.
- DS de Hacienda N° 702, aprueba el nuevo reglamento de sociedades anónimas. *Diario Oficial*, 6 de julio de 2012.
- Norma de carácter general N° 30, establece normas de inscripción de emisores y valores de oferta pública en el Registro de Valores; su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes. *Superintendencia de Valores y Seguros*, 10 de noviembre de 1989.
- Norma de carácter general N° 137, establece información que se deberá presentar a la superintendencia, para efectuar colocaciones de acciones que se realicen fuera de bolsa, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 23 letra c) de la ley N° 18.045. *Superintendencia de Valores y Seguros*, 5 de abril de 2002

### *Jurisprudencia citada*

- 106 Feliu, Olga (2002): 12 de septiembre de 2002, rol N° 264, en sentencias arbitrales v. 3., CAM Santiago.
- Gómez Solís, Miriam del Carmen contra Comunidad Feria Lo Valledor S.A. (2009): Corte Suprema, 3 de noviembre 2009 (acción de protección), Westlaw Chile: CL/JUR/2894/2009.
- Orellana Valdebenito, Oscar contra Sociedad Comercial de Servicios de Transporte Nueva Sol Yet S.A. (2009): Corte Suprema, 3 de noviembre de 2009 (acción de protección), Westlaw Chile: CL/JUR/2897/2009.