

CAUSALES ESTATUTARIAS DEL DERECHO DE RETIRO EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA: ANÁLISIS DE LOS TIPOS DE CLÁUSULAS ESTATUTARIAS

CAUSES ON ARTICLES FOR APPRAISAL REMEDY IN THE CORPORATION: ANALYSIS OF TYPES OF CLAUSES

PABLO MANTEROLA*

RESUMEN: El artículo estudia los hechos que pueden agregarse en los estatutos como causales para ejercer el derecho de retiro, adicionales a los que establece la ley. Para hacerlo, argumenta que esta facultad puede comprenderse a cabalidad cuando el derecho de retiro se enfoca en una perspectiva contractualista. Luego, ofrece una clasificación de las causales estatutarias siguiendo algunos ejemplos que ofrecen leyes especiales, y observa cómo en cada una el retiro cumple distintas funciones. Finalmente, describe la incidencia de esa heterogeneidad de funciones en el modo de entender la fórmula del precio del retiro que establecen los textos normativos.

Palabras clave: sociedad anónima, junta de accionistas, derecho de retiro.

ABSTRACT: The article studies the facts that can be added in the articles as grounds for exercising the appraisal remedy, in addition to those established by statute. It is argued that this capacity can be fully understood when the appraisal remedy is seen on a contractarian perspective. Then, a classification of the causes of appraisal is drawn, following some examples offered by special statutes, and it is observed how in each case the remedy can fulfill different functions. Finally, the incidence of this heterogeneity of functions is observed in the way of understanding the appraisal price formula established by the legal texts.

Keywords: corporation, shareholders meeting, appraisal remedy.

I. INTRODUCCIÓN

El derecho de retiro permite al accionista obligar a la sociedad anónima a comprar sus acciones en un determinado precio, frente a determinados eventos (especialmente, ante ciertas decisiones adoptadas por la mayoría de la junta). Se trata de un instrumento de importancia en el contexto de sociedades cerradas, pues la falta de un mercado secundario

* El autor es abogado, profesor de la Universidad Católica del Norte, Escuela de Derecho de Antofagasta, doctor en Derecho por la Universidad de los Andes. El trabajo fue preparado durante los estudios de doctorado del autor, financiados por CONICYT (CONICYT-PCHA/Doctorado Nacional/2016-21160198). Código Orcid 0000-0003-0998-6382. Dirección postal: Avenida Angamos 610, Antofagasta, Chile. Correo electrónico: pablo.manterola@ucn.cl. El autor agradece las observaciones y críticas de los profesores Patricia Leal, Diego Pérez, Yerko Cubillos, Mabel Cándano, Florencia Larraín y Lucía Debasa.

suficientemente profundo para las acciones, impide al accionista descontento de la marcha de la empresa vender su participación a un tercero¹.

Aunque en varios puntos la LSA y su RSA ofrecen reglas claras, algunos aspectos del derecho de retiro se encuentran en la penumbra de estos textos. La literatura nacional ha indagado algunos de esos puntos, como la relación entre el retiro y la protección de los acreedores, o la idoneidad del precio de compra de las acciones que determinan la LSA y el RSA, pero resta explorar varios más.

El art. 69 LSA, luego de referirse al contenido y al titular del derecho de retiro, enumera en su inc. 4° los supuestos más relevantes en que se puede ejercer esta facultad. Esta enumeración no es taxativa, porque cada sociedad puede agregar causales de retiro en sus estatutos: “los acuerdos que dan origen al derecho a retiro de la sociedad son: 7) Los demás casos que establezcan la ley o sus estatutos, en su caso”. Sin embargo, nada dicen ni la ley ni su reglamento sobre qué supuestos de hecho son idóneos para constituir tales causales estatutarias. Analizarlo puede prestar utilidad, pues la alternativa para articular formas de separación de una sociedad de capital, no contempladas por la ley como causales de retiro, son los pactos de accionistas sobre transferencia de acciones, que suscitan dificultades prácticas ya advertidas por nuestra doctrina². Un retiro estatutario puede ser más eficaz que esos pactos, pues –como parte del instrumento corporativo– su eficacia se extiende a futuros accionistas (art. 22).

El objetivo de este estudio es indagar qué tipo de circunstancias pueden dar lugar al retiro, en virtud de cláusulas incorporadas en los estatutos de la sociedad, y cómo una diversa configuración de esas circunstancias da lugar a una distinta función del retiro. La hipótesis es que pueden contemplarse las más variadas causales, con diversas funciones, lo que impacta la forma en como comprendemos este mecanismo, y particularmente el precio de adquisición de las acciones objeto del retiro. Para demostrar esta hipótesis se utilizará el método dogmático con referencias a literatura comparada, especialmente a autores del ámbito norteamericano y español. Esta elección se justifica por la atención que ha recibido el derecho de retiro en las legislaciones de Estados Unidos y España; por la cercanía entre el ordenamiento español y chileno, ambos de derecho continental; y por la influencia que el derecho norteamericano tiene en la práctica corporativa chilena y, más en general, en el desarrollo de la sociedad de capital.

Este trabajo comienza por ofrecer una visión general del retiro, indispensable para comprender la facultad de incluir en los estatutos sociales causales estatutarias de retiro (II). Luego se describe una tipología de cláusulas, distinguiéndolas por el hecho constitutivo de su causal (III), y se examina la influencia que podría tener esta tipología en el precio que debe pagar la sociedad por las acciones (IV). El trabajo finaliza con unas conclusiones (V).

¹ Este trabajo utiliza las siguientes abreviaturas: CA (*Companies Act* de 2006, Reino Unido), CC (Código Civil chileno), DFL (Decreto con Fuerza de Ley), DGCL (*Delaware General Corporation Law*, Delaware, Estados Unidos), DL (Decreto Ley), LMV (Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores), LSA (Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas), LSC (Ley de Sociedades de Capital de 2010, España), MBCA (*Model Business Corporations Act* de 2011, Estados Unidos) y RSA (Reglamento de la Ley de Sociedades Anónimas). Las referencias completas a los textos normativos pueden verse al final del trabajo.

² Por todos, LAGOS (2014) pp. 90-101 especialmente.

II. PERSPECTIVAS SOBRE LA LIBERTAD ESTATUTARIA PARA ESTABLECER CAUSALES DE RETIRO

Para abordar el objeto de este estudio, es preciso advertir cómo el derecho de retiro se compatibiliza con la protección de los acreedores, a efectos de evitar algunas objeciones que podría encontrar la facultad de ampliar estatutariamente sus causales. Además, es necesario ofrecer un marco dentro del cual comprender el derecho de retiro en general, porque ese marco condiciona la amplitud con que deba comprenderse aquella facultad. A estos dos objetivos se destinan las secciones siguientes.

a) UN PROBLEMA PRELIMINAR: CÓMO SE COMPATIBILIZA LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES SOCIALES CON EL DERECHO DE RETIRO AMPLIADO ESTATUTARIAMENTE

La libertad que el art. 69 N° 7 LSA concede a los accionistas puede considerarse bienvenida entre quienes abogan por un derecho societario flexible, presidido por reglas dispositivas en lugar de imperativas³. Sin embargo, puede parecer problemática desde el punto de vista de la tutela de los acreedores, porque supone que los accionistas –titulares del interés residual en la sociedad– deciden en qué situaciones podrán retirar su aporte de ella, con cargo al patrimonio que constituye la prenda general de los acreedores, y particularmente al capital, que –se supone– ha de ser real y afecto a un principio de conservación. Ante estos intereses en juego, algunos autores han afirmado la necesidad de una interpretación restrictiva de la facultad, o de establecer algunos resguardos en favor de terceros eventualmente afectados⁴.

Así, Herrera afirma que, puesto que el retiro de los accionistas puede afectar el interés de los acreedores sociales, la facultad de añadir causales estatutarias debe interpretarse restrictivamente, y, en particular, no puede concederse retiro sino a los accionistas disidentes de un acuerdo social para el cual se requiera el quórum de las dos terceras partes de las acciones con derecho a voto, quórum que se exige para casi todos los acuerdos contemplados en los seis primeros numerales del art. 69⁵. Puga coincide en que las causales estatutarias han de consistir en acuerdos de la junta, aunque admite que puedan serlo de juntas ordinarias⁶. En cualquier caso, no podrían los estatutos establecer que habrá derecho de retiro si, por ejemplo, el directorio o alguno de sus miembros es sancionado por una administración desleal, o si el valor de cierta divisa supera un límite preestablecido.

³ Libertad poco bienvenida en la jurisprudencia administrativa, que ha sido consistente en considerar el retiro como un contrato forzoso heterodoxo cuyas cláusulas no pueden modificarse en ningún sentido, de forma que –por ejemplo– el precio del retiro no se puede aumentar ni siquiera ante acuerdos aprobados por la virtual unanimidad de los accionistas con una minoría de menos del 2,5% ejerciendo el retiro; ni se puede aumentar tampoco cuando el patrimonio de la sociedad es negativo, debiendo entonces ofrecerse el retiro al precio de \$ 0: Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 2731, de 2 de noviembre de 2016, y Oficio N° 6014, de 9 de marzo de 2016.

⁴ JEQUIER (2016) Tomo II, vol. 2, p. 194. Véase también VÁSQUEZ (2016) p. 503.

⁵ Como el mismo autor advierte, la excepción sería el acuerdo de saneamiento de vicios formales, para el cual solo se exige mayoría absoluta por regla general: HERRERA (2005) p. 69.

⁶ PUGA (2013) Tomo I, p. 361.

Esta interpretación restrictiva podría encontrar asidero en la ambigüedad del art. 69 N° 7, porque, aunque el numeral dice simplemente "casos", el encabezado de la disposición se refiere a "acuerdos" de la junta. Sin embargo, el argumento de letra no parece conclusivo: es preciso comprobar si existen fundamentos que hagan razonable esta interpretación restrictiva. La respuesta es negativa, al menos por dos razones.

En primer lugar, el art. 69 inc. 1° establece que, verificada una causal durante un procedimiento concursal de liquidación o de reorganización, "se suspenderá el ejercicio del derecho a retiro hasta que no sean pagadas las acreencias que existan en el momento de generarse ese derecho". El texto asume que el derecho se "genera" pero queda "suspendido", lo que hace pensar que el hecho de que la sociedad se encuentre sometida a un procedimiento concursal no impide a sus accionistas invocar el derecho de retiro, sino solo percibir el reembolso de sus acciones: el derecho se ha devengado pero no es todavía exigible⁷. Ahora bien, si en situación concursal, cuando el conflicto entre accionistas y acreedores se hace más agudo, la ley no priva del derecho de retiro, sino que solo lo suspende, entonces con mayor razón debe concluirse que por regla general (en ausencia de concurso) no puede privarse a los accionistas de la facultad de incorporar causales de retiro estatutarias, solo por el evento de que pueda resultar, a la larga, perjudicial a los acreedores⁸.

En segundo lugar, la interpretación restrictiva de la facultad de incorporar causales estatutarias de retiro, no constituye una verdadera protección del interés de los acreedores, pues no se divisa cómo la exigencia de que se celebre una junta pueda constituir una garantía para los acreedores, aun cuando requiriera un quórum de dos tercios. Los accionistas pueden votar conforme a su propio interés, sin necesidad de observar una particular consideración a los intereses de los acreedores sociales, de forma que en nada les favorece la interpretación restrictiva propuesta por Herrera⁹.

De estas razones se desprende que, en el conflicto entre acreedores sociales y accionistas disidentes, la ley opta por dispensar su protección a los acreedores solo en casos de concurso, y entonces lo hace no por la vía de limitar el supuesto de hecho del retiro, sino por la de suspender sus consecuencias.

b) EL DERECHO DE RETIRO DESDE LA PERSPECTIVA DE LA TUTELA DE LA MINORÍA: UN MARCO INSUFICIENTE

Como ya se indicó, para abordar el problema de las causales estatutarias de retiro debe asumirse un marco dentro del cual comprender la institución del retiro. El rango en

⁷ Así lo reconoce, aunque con críticas a la solución legal, HERRERA (2005) pp. 42-45.

⁸ Nada dice la ley sobre el retiro en situación extraconcursal, pero debe tenerse en cuenta la posibilidad de revocar las reformas de estatutos que importen una disminución del patrimonio del deudor, realizadas en los seis meses anteriores al concurso (art. 289 inc. 1° de la Ley N° 20.720). El supuesto de la norma no se agota en el acuerdo de disminución de capital, pues abarca también los acuerdos de modificación estatutaria que constituyan causal de derecho de retiro, pues al cabo dan lugar a una disminución del patrimonio social. En cambio, el art. 29 LSA se refiere solo a acuerdos de disminución de capital.

⁹ Cuando el legislador ha querido dispensar protección a las acreencias, no ha establecido hipótesis de responsabilidad por el voto, sino que se ha valido de otros mecanismos (en Chile, la dilación y publicación del pago de disminuciones de capital: art. 28 LSA). En España existen soluciones análogas: FARRANDO (1999) pp. 73-74.

que esas causales estatutarias han de considerarse admisibles aparece problemático cuando el retiro se entiende exclusivamente como una medida de protección de los accionistas minoritarios frente a posibles conductas opresivas del accionista controlador, perspectiva extendida en la doctrina chilena, aunque ha sido objeto de críticas en la literatura extranjera¹⁰. Si esta fuera su sola función, entonces no cabría justificar el establecimiento de causales ajenas a la esfera de control del accionista mayoritario.

A primera vista, el retiro se orienta a la protección de los accionistas minoritarios. Se concede a accionistas “disidentes”, y el disenso supone una mayoría de la que se disiente. Es significativo que los seis primeros numerales del art. 69 inc. 4° se refieran inequívocamente a acuerdos de la junta, donde prima el principio mayoritario —que varios autores nacionales y extranjeros identifican como el fundamento último del derecho de retiro¹¹—. También el procedimiento de retiro supone que este derecho nace con un acuerdo de la junta, y de ahí las reglas de cómputo del plazo para el retiro o la posibilidad de que una nueva junta revoque el acuerdo que le dio lugar.

Sin embargo, algunos datos normativos fuerzan a revisar la orientación del retiro a la tutela de la minoría. Ante todo, existen causales legales que no constituyen acuerdos de la junta, ni hechos del controlador, ni siquiera hechos de una administración eventualmente sujeta al control de una mayoría, y en estos casos decae la función de protección del accionista minoritario¹². Además, el art. 128 inc. 1° RSA establece que “tienen derecho a retiro todos los accionistas disidentes, incluso aquellos titulares de acciones sin derecho a voto o con voto limitado sobre la materia que lo motiva”. Hay pues titularidad del retiro más allá del “disenso”, pues los accionistas que no tienen derecho a voto no pueden disentir de la mayoría¹³.

¹⁰ Respecto de Estados Unidos, véase WERTHEIMER (1998) pp. 679-680 especialmente. Con el matiz de que, en ese país, el retiro protege al accionista minoritario de los administradores, pues el problema de agencia característico de las sociedades de capital se observa a ese nivel cuando la propiedad de las acciones es dispersa. Así, el retiro casi siempre tiene como causal actuaciones de los administradores, no del controlador: KANDA y LEVMORE (1985) pp. 445-446.

¹¹ PAZ-ARES y PERDICES (2010) pp. 11-12; PUGA (2013) Tomo I, pp. 355-356. El principio mayoritario es, para Farrando, el fundamento del derecho de separación: FARRANDO (1999) p. 52. Pero esta perspectiva ha sido objeto de revisiones y críticas en el derecho norteamericano, desde hace ya varias décadas. En su polémico ensayo, Manning afirmó que el retiro surge como protección no de la minoría, sino de la mayoría, frente al riesgo de bloqueo de transformaciones necesarias, por parte del accionista minoritario: MANNING (1962) pp. 228-230. Y la idea ha encontrado recepción en trabajos posteriores: KANDA y LEVMORE (1985) pp. 432-434; THOMPSON (1995) pp. 11-21; WERTHEIMER (1998) pp. 684-686.

¹² La existencia de estas causales no constitutivas de acuerdo, que se analizan en el siguiente capítulo, ha sido advertida por Puga, pero sin vincularlas con las causales estatutarias: PUGA (2013) Tomo I, p. 355. Farrando identifica situaciones similares en el ordenamiento español, pero en su opinión no constituyen derecho de separación propiamente tal, sino instituciones diversas aunque emparentadas: FARRANDO (1999) pp. 30-36. Esta postura no encuentra correlato en los textos legales chilenos, que se refieren a estas hipótesis como un derecho de retiro y, frecuentemente, hacen expresa remisión al art. 69 LSA.

¹³ La antigua Superintendencia de Valores y Seguros interpretaba que debe otorgarse derecho de retiro frente a acuerdos aprobados con la virtual unanimidad de los accionistas para aprobar operaciones previamente consensuadas, y también para acuerdos aprobados por aclamación, pero sin incluir en su citación la existencia y condiciones del derecho de retiro: Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 27159 de 11 de octubre de 2017, y Oficio N° 16469 de 21 de junio de 2017. Aunque no sean incompatibles, me parece que este tipo de interpretaciones hace tenue la relación entre el retiro y la tutela de la minoría.

El derecho de retiro indudablemente cumple la función de moderar el principio mayoritario y de proteger a la minoría de los abusos del controlador; sin embargo, su estructura admite también otras funciones, según se verá en el siguiente apartado. Esto permite entender por qué se puede ser titular del retiro sin disentir, es decir, sin tener derecho a voto en la junta que originó el derecho. Permite además integrar en la comprensión del retiro, junto a las causales constitutivas de acuerdos de la junta (art. 69 N°s 1 a 6, y además el art. 2° inc. 6° LSA), otras causales como la adquisición por el controlador de acciones por un 95 % del capital o más (art. 71 bis inc. 1° LSA); o las varias situaciones a que se ve expuesta la sociedad controlada por el Estado (art. 69 bis LSA y otras normas especiales). Finalmente, permite afirmar una amplia libertad para añadir en los estatutos otras causales de retiro, que es el objeto de este estudio. Se precisa, pues, una forma distinta de entender el derecho de retiro, comprensiva de una pluralidad de funciones.

c) EL DERECHO DE RETIRO DESDE LA PERSPECTIVA DE LA COMPOSICIÓN DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS

Si se concibe la sociedad anónima como un conjunto de instituciones que procuran la composición negocial de los intereses de los diversos accionistas, entonces el derecho de retiro se presenta como una cláusula, expresada en el contrato o bien incorporada por previsión legal, que permite a las partes –los accionistas– desvincularse del contrato ante determinados eventos, obteniendo un reembolso de su participación¹⁴.

Esta descripción genérica de la función del retiro es apta para albergar las varias razones que pueden justificar que una de las partes del contrato se desvincule de las demás, y que pueden ilustrarse echando un vistazo al derecho común. En los contratos de intercambio, las partes pueden desvincularse mediante la resolución por incumplimiento; por el evento de una condición resolutoria; en ciertos casos, por el ejercicio de una facultad de terminación ante modificaciones esenciales en los términos del contrato, o por justa causa, o, incluso, sin expresión de causa. Todas estas situaciones, que justifican que una de las partes pueda desvincularse de lo convenido, tienen algo en común (la salida del contrato y la restitución al menos de parte de la prestación), y tienen también importantes diferencias (desde luego, su supuesto de hecho, pero también el régimen de ejercicio del derecho y la medida de la restitución)¹⁵.

¹⁴ En abstracto, las causales de retiro legal podrían ser disponibles mediante pacto expreso, o bien constituir una regla imperativa. Sin embargo, en nuestro ordenamiento, las causales legales de retiro tienen un carácter indisponible, por aplicación del art. 137 LSA: "las disposiciones de esta ley primarán sobre cualquiera norma de los estatutos sociales que les fuere contraria". La inadmisibilidad de cláusulas estatutarias que se aparten de la LSA sin habilitación expresa se explica porque, si los estatutos vinculan a adquirentes de acciones que no concurren a su otorgamiento (art. 22), entonces la posibilidad de incorporar cláusulas atípicas en el instrumento corporativo entorpecería notablemente la circulación de acciones; pero esto no sería obstáculo para las causales de derecho de retiro de origen estatutario, permitidas expresamente por el art. 69 N° 7.

¹⁵ Kanda y Levmore han sostenido que el correcto funcionamiento del retiro exige que se le asigne una sola función: KANDA y LEVMORE (1985) p. 463. Sin embargo, de su trabajo se puede desprender que esa univocidad supone que el retiro opere siempre con las mismas reglas, y posiblemente los autores hubieran estado de acuerdo con que puede cumplir distintas funciones, siempre que a cada una corresponda un diseño distinto.

Se indica a menudo que el retiro tiene una naturaleza disolutiva¹⁶. Si con ello se quiere decir que el derecho de retiro constituye una forma de disolver y liquidar parcialmente la sociedad, respecto de aquel accionista que ejerce el derecho, entonces la afirmación es correcta, pero de ella no se puede sacar como corolario, por ejemplo, que el precio de las acciones vendidas en ejercicio del derecho de retiro debe siempre reproducir lo que ocurriría –respecto de aquellos accionistas que lo han ejercido– si la sociedad adoptara un acuerdo de disolución. Ello porque, si el derecho de retiro no es más que una forma abreviada de referirse a una cláusula que permite a ciertos accionistas desvincularse del contrato ante determinados eventos, entonces las particularidades del régimen de esa desvinculación dependerán de la naturaleza de la cláusula y de las razones que la justifican: el incumplimiento del contrato social, la decisión de la mayoría que impone condiciones más gravosas que las iniciales, un evento externo que las partes consideraron de importancia suficiente como para justificar la terminación, etc. Puede admitirse que el retiro tiene una naturaleza disolutiva y que da lugar a la liquidación parcial de la sociedad, en la medida en que se entienda aquella disolución como sinónimo de desvinculación del contrato, y en que por liquidación se aluda a la liquidación de una relación contractual. En estos términos amplios, también la resolución por incumplimiento, el evento de la condición resolutoria o la terminación por justa causa tienen una naturaleza disolutiva y un efecto liquidatorio, pero esto dice poco sobre la función concreta de la cláusula y, consiguientemente, sobre las reglas particulares de desvinculación y restitución.

Si el retiro no es otra cosa que la salida de la sociedad a cambio de la restitución de toda o parte de la inversión, y, por otra parte, el derecho de los contratos reconoce varias razones que pueden justificar esa salida, la consecuencia lógica es que exista una variedad heterogénea de causales de retiro, ya sean de origen legal o convencional. Resulta útil ensayar una tipología de esas causales, a partir de los casos de retiro que recoge la legislación nacional.

III. TIPOS DE CLÁUSULAS ESTATUTARIAS QUE OTORGAN DERECHO DE RETIRO

En este capítulo se ofrece una tipología de causales estatutarias de derecho de retiro, fundamentada en una analogía con las causales expresamente previstas en la LSA o en leyes especiales. Se toma como criterio de distribución el supuesto de hecho en que consiste la causal, y se caracteriza en cada caso quién es el titular del retiro y cuál es la función que este derecho cumple como cláusula de salida de la sociedad¹⁷.

¹⁶ Por todos, CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 212-213; PAZ-ARES y PERDICES (2010) p. 8.

¹⁷ Esta tipología, elaborada por Farrando en el marco del derecho español con diferencias menores, presta utilidad para analizar las causales que la ley chilena establece en varios cuerpos legales. Farrando, al describir la diversidad de causales estatutarias, indica que esta “supone, sin duda alguna, una superación de la fundamentación clásica de la existencia del derecho de separación”, inicialmente cifrada en el principio mayoritario. Ese fundamento alternativo lo encuentra en que “las restricciones que sufre el «mercado natural» de participaciones societarias [...] ha aconsejado potencias posibles mecánicas de valorización ante supuestos no previstos en el catálogo normativo como típicos merecedores de inclusión”: FARRANDO (1999) pp. 80-82. Sin embargo, y acudiendo a una distinción que el mismo autor utiliza, este sería no tanto el fundamento de las causales estatutarias como el motivo que impulsa a ejercer el retiro: (FARRANDO, 1999, pp. 55-58). Bonardell y Cabanas, en cambio,

a) PRIMER GRUPO. LA CAUSAL CONSTITUYE UN ACUERDO DE LA JUNTA

Aquellas causales cuyo supuesto de hecho constituye un acuerdo de la junta son, indudablemente, el grupo más fácil de admitir, porque la analogía con las causales legales salta a la vista (art. 69 N° 1 a 6, y art. 2° inc. 6° LSA). No parece que deba aceptarse la opinión de Herrera, conforme a la cual debe tratarse de acuerdos para los que se exija un quórum de dos tercios, por la sencilla razón –que él mismo advierte– de que el catálogo del art. 69 prevé un acuerdo que puede adoptarse por mayoría simple: el de saneamiento en la constitución de la sociedad (N° 6, en relación con el art. 3° letra a) inc. 3° de la Ley N° 19.499)¹⁸.

El titular del derecho, en estos casos, es el accionista disidente del acuerdo adoptado con la mayoría legal. La definición de qué accionistas son disidentes está nítidamente trazada por el art. 69 inc. 2° LSA: “considérase accionista disidente a aquel que en la respectiva junta se hubiere opuesto al acuerdo que da derecho a retiro, o que, no habiendo concurrido a la junta, manifieste su disidencia por escrito a la sociedad”, dentro de plazo. Como se ha advertido anteriormente, el art. 128 RSA introduce un significativo matiz al agregar que puede “disentir” el accionista sin derecho a voto, sea en general, sea para la materia que daba derecho de retiro. Sin embargo, puesto que la definición de disidencia se establece por relación a un acuerdo mayoritario, y prescindiendo del caso del accionista sin derecho de voto, es posible afirmar, en estos casos, la equivalencia entre titular del retiro, accionista disidente y accionista minoritario.

Respecto de la función de estas cláusulas de retiro en el contrato social, se advierte a menudo que permiten dar una salida al accionista minoritario cuando el controlador se comporta de forma abusiva, imponiendo arbitrariamente acuerdos que disminuyen el valor de la sociedad, pero que le significan ventajas particulares¹⁹. En estos casos, el retiro funciona como una resolución del contrato social por incumplimiento, porque, al emplear de esta forma el instrumento de composición de intereses en que consiste la junta, tales acuerdos constituyen una infracción al contrato social: a aquello que hipotéticamente hubieran convenido los socios, de haber podido prever expresa y detalladamente la situación concreta a que se vería expuesta la sociedad²⁰.

Sin embargo, debe recordarse que el principio mayoritario es parte del diseño de la sociedad anónima al que los accionistas se han sometido libremente al ingresar a la sociedad, y que, por ende, es parte de esa voluntad hipotética de los contratantes –del interés social– el que la mayoría puede decidir el destino de la sociedad y de su patrimonio, aun

ubicar el fundamento de las causales estatutarias en el “carácter híbrido” de la sociedad limitada española, a medio camino entre la sociedad de capital y la de personas: BONARDELL y CABANAS (1998) p. 85. Este argumento, en todo caso, no podría extenderse al ordenamiento chileno, puesto que las causales de retiro estatutarias se admiten en la misma sociedad anónima, tanto abierta como cerrada.

¹⁸ Bonardell indica que no puede generalizarse de tal modo el derecho de separación que llegue a transformarse en regla lo que es excepción a la regla de mayoría, pues la facultad de agregar causales de retiro encuentra un límite natural en los principios de la sociedad corporativamente organizada, y concretamente en el principio mayoritario: BONARDELL (1996) p. 192. Puede notarse cómo a esta opinión subyace la perspectiva de la tutela del accionista minoritario, cuyos límites ya se ha indicado.

¹⁹ Véase CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 210-211.

²⁰ Sobre este concepto de interés social, que se asume a lo largo de todo este estudio, véase ALFARO (1995) pp. 22-38.

en aspectos fundamentales²¹. Además, los accionistas pueden ejercer su facultad de voto sin necesidad de observar una especial consideración a intereses ajenos²², de forma que no constituye un incumplimiento del contrato social cualquier decisión que desfavorezca a la sociedad en favor de la propia mayoría. Habrá incumplimiento únicamente cuando exista un ejercicio del poder de mayoría que pueda calificarse como abusivo, esto es, como discordante con aquello que los accionistas hubieran hipotéticamente convenido de haber previsto el estado de cosas en que se adoptó la decisión de la junta.

Una situación como esta, más que a un incumplimiento, es similar a la del art. 2087 CC, respecto de la sociedad colectiva: “si por una mutación de circunstancias no pudiere obtenerse el objeto de la sociedad sin aumentar los aportes, el socio que no consienta en ello podrá retirarse”. La diferencia entre esta situación y la de la sociedad anónima que adopta acuerdos que puedan lesionar el interés de algún accionista, es solo de grado, pero no esencial: no hay incumplimiento si la mayoría de los socios colectivos exigen un aporte complementario, ni si la mayoría de los accionistas de la anónima aprueba una fusión o una transformación de la sociedad, o adopta cualquier otra decisión que se encuentre dentro de la esfera de sus facultades, aunque afecte la situación de algunos accionistas; pero siempre dentro de lo que hubieran permitido si, hipotéticamente, hubieran previsto las circunstancias en que se adoptó la decisión. Se trata, como dice Quesada a propósito de la justa causa de renuncia a la sociedad civil, de una “alteración o modificación sobrevenida de la base negocial”²³, aunque en este caso no justifica la renuncia de un socio, sino que legitima la decisión de la mayoría.

Por eso, las causales estatutarias que constituyen un acuerdo de la junta pueden cumplir, indistintamente, la función de la resolución por incumplimiento o la de salida por un legítimo aumento en el gravamen impuesto por una de las partes.

b) SEGUNDO GRUPO. LA CAUSAL CONSTITUYE UN HECHO PROPIO DEL CONTROLADOR

Un segundo grupo de causales estatutarias de retiro es el formado por hechos propios del controlador (distintos de su voto que concurre a formar la mayoría en junta). Existen varias causales legales cuyo supuesto de hecho es un acto del accionista controlador, tales como la adquisición por el controlador de acciones por un 95% del capital o más (art. 71 bis inc. 1° LSA), la omisión de la oferta pública de adquisición del residuo de acciones cuando el controlador queda obligado a formularla (art. 199 bis inc. 3° LMV), y los diversos hechos del Estado cuando controla una sociedad anónima (art. 69 bis LSA y, cuando en esa sociedad se invierten fondos de pensiones, también el análogo art. 45 bis DL 3500). Así como la ley admite estas hipótesis, también los accionistas pueden incorporar otras semejantes en el instrumento estatutario, como, por ejemplo, la adquisición por el controlador de acciones por sobre un umbral, que sea inferior al del art. 71 bis LSA, o la aplicación de una sanción penal o administrativa al controlador que usa información privilegiada, o la

²¹ ALFARO (1998) pp. 92-93.

²² Recientemente la idea ha sido defendida entre nosotros por LAGOS (2018) pp. 8-9.

²³ QUESADA (1991) p. 151; véanse también KLEIN (1997) pp. 54-58; y CIMMINO (2000) pp. 34-35.

suscripción de un acuerdo de actuación conjunta que permita a algunos accionistas la adquisición del control (art. 98 LMV).

Para identificar en estos casos al accionista titular del derecho, deja de resultar útil la definición de accionista disidente del art. 69 inc. 2° LSA, pues no hay aquí acuerdo del que disentir. En casos como estos, el titular del retiro no será otro que el accionista minoritario, que deja la sociedad porque ha disminuido el valor de sus acciones merced a una pérdida de liquidez o a la captura por el controlador de ventajas económicas o de otra índole, en perjuicio de la sociedad. Puesto que tales accionistas no han consentido en estos hechos (y en la medida en que no hayan consentido), entonces ser titular del retiro equivale a ser accionista minoritario, aunque no a ser disidente²⁴.

Al igual que en el primer grupo de causales, se observa una ambigüedad en la función de la cláusula que establece un derecho de retiro por una actuación del controlador. En efecto, estas causales pueden constituir un incumplimiento del contrato social, sea por infracción de las leyes que ordenan la conducta societaria, como en el caso del uso de información privilegiada, sea por una conducta extrasocietaria pero al margen de lo hipotéticamente convenido con los demás accionistas, como la modificación de las normas, precios o tarifas en el caso del Estado controlador. Pero también puede ocurrir que no haya incumplimiento, como cuando el mayoritario adquiere participaciones que superan cierto umbral, o cuando un grupo de accionista se transforma en pacto controlador en virtud de la suscripción de un acuerdo de actuación conjunta, operaciones en sí lícitas y que, en principio, se encuentran dentro del margen de actuación que el contrato social tolera: forma parte de las reglas del juego la libre cesión de las acciones o las distintas formas de coordinación entre accionistas.

Por eso, al igual que en el primer grupo de causales de retiro estatutario, las causales que constituyen un hecho del controlador pueden cumplir tanto la función de la resolución por incumplimiento, como la de una cláusula de salida por el legítimo aumento en el gravamen impuesto a las partes (gravamen que podría consistir en la pérdida de liquidez de las acciones, en la aplicación de un descuento por minoría cuando adviene un pacto controlador, u otro similar).

²⁴ Con esto no se quiere decir que el retiro quede formalmente restringido a algunos accionistas individualmente considerados en el instrumento estatutario. Bonardell admite esta posibilidad para la sociedad limitada española, pues la causal de separación bien puede constituir el motivo determinante para formar la sociedad en algunos socios, y no en todos (punto que tiene relevancia dada la personalización de los vínculos sociales en el tipo de la limitada española). Agrega que este derecho no es inherente a las participaciones sociales sino a la condición de socio (y por eso su ejercicio es indivisible), lo que permite obviar la identidad de derechos que otorgan las participaciones: BONARDELL (1996) p. 193. Respecto de la sociedad anónima chilena, el fundamento tipológico del argumento se debilita; pero, además, un derecho de retiro atribuido a algunos socios y no a todos sería difícil de conjugar, por un lado, con la libre cesibilidad de las acciones (con la excepción del art. 14 LSA para las sociedades cerradas), y, por otro, con la implícita aceptación de los estatutos por la adquisición de acciones (art. 22). Con la titularidad del derecho de retiro, me refiero a la que surge en una situación concreta, y que queda determinada por la estructura objetiva de la causal estatutaria. Un derecho de retiro no universal solo puede asociarse a una clase de acciones de acuerdo a las reglas de preferencias (arts. 20 y 21 LSA), o bien consagrarse en un pacto de accionistas, al que no alcanza el efecto del art. 22 (pero que encuentra algunas dificultades en cuanto a su eficacia).

c) TERCER GRUPO. LA CAUSAL CONSTITUYE UNA DECISIÓN DE LA ADMINISTRACIÓN SOBRE EL PATRIMONIO SOCIAL

Constituyen este tercer grupo las causales estatutarias cuyo supuesto de hecho se configura como una decisión de la administración de la sociedad (de su directorio o de sus gerentes), o incluso como un conjunto de decisiones o políticas. Es posible encontrar causales semejantes en algunos literales de los arts. 69 bis LSA y 45 bis DL 3500, referidos ambos a sociedades abiertas controladas por el Estado²⁵, y que conviene revisar sumariamente.

El supuesto de hecho del retiro en sociedades controladas por el Estado está integrado por varios elementos. El primero es el descenso en la clasificación de riesgo de la sociedad en cuestión (art. 69 bis inc. 1º LSA, equivalente al art. 45 bis inc. 4º DL 3500). Este elemento es evidentemente ajeno al control, pues corresponde a una decisión adoptada por las clasificadoras de riesgo. El segundo elemento es el nexo de causalidad entre el descenso en la clasificación de riesgo y alguno de los hechos del controlador o de la administración, previsto en los literales de ambas normas²⁶. El tercer elemento es precisamente la concurrencia de alguna de estas circunstancias, que pueden constituir hechos del Estado controlador (literales a) y b) del art. 69 bis LSA) y hechos de los administradores (literales c), d), e) y f) de la misma norma). Estos últimos son decisiones relativas al precio en que la sociedad vende bienes o servicios, a la adquisición de insumos en condiciones más onerosas que las de mercado, a inversiones imprudentes y a la implementación de políticas de fomento o subvención, sin haber recibido fondos del Estado con este objeto.

Nótese que los literales referidos a hechos de la administración se enuncian en términos amplios, e incluso la letra e) del art. 45 bis DL 3500 se refiere a “la realización de cualquiera otra acción similar, dispuesta por la administración de la sociedad [...], que afecte negativamente la rentabilidad actual o futura de la sociedad”. Esta amplitud con que la ley define el supuesto de hecho del retiro, incluso en sociedades abiertas en que están comprometidos los fondos de pensión, hace fácil admitir que los estatutos puedan añadir hechos semejantes en los estatutos de sociedades cerradas, en las cuales comúnmente se admite mayor margen a la libre contratación²⁷.

Cabe dudar de si pueden establecerse como causales de retiro decisiones de la administración que no sean lesivas para con la sociedad. Ello quebraría la analogía con las causales legales, porque los arts. 69 bis LSA y 45 bis DL 3500 suponen, ambos, una relación de causalidad entre el actuar de la administración y un descenso en la clasificación de riesgo de las acciones, perjuicio para la sociedad que también se supone en el amplio literal e) de la segunda disposición. Sin embargo, si circunstancias externas a la sociedad pueden integrar el supuesto de hecho de una cláusula estatutaria de retiro —como se verá en breve—,

²⁵ La segunda norma se refiere también a sociedades controladas por el Estado, aunque se agrega la circunstancia de que en ella se invierten fondos de pensiones. Salvo algunas diferencias de que puede prescindirse en este trabajo, su contenido es bastante similar.

²⁶ Pues aquel descenso en la calificación debió basarse “en razones que afectaren negativa y substancialmente su rentabilidad [de las acciones] y derivadas de alguna de las siguientes causales” previstas en cada literal.

²⁷ Respecto del retiro estatutario, SIEGEL (1995) pp. 120-121. Como ya se advirtió, lo frecuente en Estados Unidos es que el retiro se ofrezca precisamente por actuaciones de la administración, no del controlador: KANDA y LEVMORE (1985) pp. 445-446.

entonces tampoco debiera excluirse de este grupo de causales las actuaciones no lesivas de la administración social.

Respecto del titular del derecho, no cabe duda de que debe concederse a los accionistas externos, pero no es igualmente claro si debe concederse también al controlador. Si se define como controlador aquel accionista que tiene poder para asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, o bien influir decisivamente en la administración de la sociedad (art. 97 LMV), entonces debería estar a los actos de la administración sobre la que ejerce aquella influencia decisiva. Pero si, por otra parte, los directores han de actuar con independencia y lealtad a los accionistas en conjunto (art. 39 inc. 3° LSA), entonces ¿pueden ser actos propios del controlador los actos de la administración? Parece que la respuesta ha de ser afirmativa: independiente de si los actos de la administración son efectivamente actos propios del controlador, la ley los considera como si lo fueran, y por eso detenta el control quien puede asegurar una mayoría no solo en la junta, sino también en el directorio. Titulares del derecho serán, pues, aquellos accionistas que no tienen esa influencia decisiva: eventualmente todos ellos, en el supuesto –no tan frecuente en el medio chileno– de que la sociedad no tenga controlador.

La función de la cláusula, una vez más, dependerá de las características que rodean el supuesto de hecho. Si la sociedad tiene un controlador con influencia decisiva en la administración, y el supuesto de hecho considera una lesión del interés social, entonces el retiro estatutario cumplirá la función de la resolución por incumplimiento, puesto que –como se ha indicado– la actuación de la administración controlada en estos casos es, de algún modo, una actuación del controlador. Si la sociedad tiene un controlador, y el supuesto de hecho no considera necesariamente una lesión de los intereses sociales, entonces el retiro estatutario cumplirá la función de una condición resolutoria ordinaria, que garantice la indemnidad de los accionistas frente a modificaciones en el estado de cosas considerado al contratar. La misma calificación debiera recibir la cláusula de retiro estatutario, sea que la administración actúe lesivamente o no, cuando la sociedad carece de controlador, porque entonces el hecho será siempre ajeno.

d) CUARTO GRUPO. LA CAUSAL CONSTITUYE UNA CIRCUNSTANCIA EXTERNA QUE AFECTA A LA EMPRESA SOCIETARIA

Es posible que se configure una cláusula de retiro estatutario cuyo supuesto de hecho constituya una circunstancia completamente externa a la vida de la sociedad, independiente de la voluntad de los órganos sociales. Salvo inadvertencia, únicamente hay una causal legal con la que tender una analogía con este grupo de causales estatutarias: la del art. 66 inc. 1° DFL 382, que hace aplicable el art. 69 bis LSA a las sociedades concesionarias de servicios sanitarios. En estos casos, la actuación del Estado (literales a) y b) del art. 69 bis) es un hecho externo, porque estas sociedades no son necesariamente controladas por aquel, e incluso puede calificarse como caso fortuito *ex* art. 45 CC: es, en efecto, el acto de autoridad ejercido por un funcionario público. Así como tal hecho, perfectamente legítimo por

cierto, puede constituir una causal de retiro, el acuerdo expreso de los accionistas puede agregar al catálogo legal otros hechos externos similares, en el instrumento estatutario²⁸.

Como se comprenderá fácilmente, tanto la noción de accionista disidente como la de minoritario son inaplicables en estos casos: de nada disiente aquel que observa cómo la autoridad dicta una norma, o cómo varían el tipo de cambio o el precio de ciertos insumos, o cualquier otra circunstancia externa. De nada disiente, porque solo se puede disentir cuando se pide *asentir*, y los datos de la realidad no piden asentimiento alguno: simplemente ocurren. En estos casos, podría ejercer el derecho cualquier accionista, incluso el controlador, pues la circunstancia externa es tan independiente de su voluntad como de la voluntad de los minoritarios.

Esta cláusula, en la medida en que no depende de un incumplimiento ni de un hecho que se encuentre dentro del ámbito de poder de ninguno de los partícipes del contrato social, cumpliría la función de una condición resolutoria ordinaria, es decir, garantiza, en favor de todos los accionistas, un estado de cosas tenido a la vista al concurrir al contrato²⁹.

e) CAUSALES ESTATUTARIAS QUE NO ENCUENTRAN ANALOGÍA CON CAUSALES LEGALES

Al abandonar el amparo de causales legales desde las cuales tender una analogía, surgen dudas sobre la admisibilidad de otras causales estatutarias. Se ofrecen a continuación algunas indicaciones breves sobre el retiro por “justa causa” y el retiro sin expresión de causa o *ad nutum*.

La posibilidad de indicar una causal amplia de retiro –una “justa causa”–, puede cubrir dos situaciones diversas: un incumplimiento societario descrito en términos genéricos, y otra “justa causa” no necesariamente constitutiva de infracción al contrato social³⁰. La determinación en caso de conflicto se confía al árbitro, lo que puede ser llamativo en el contexto de la legislación chilena pero que no es extraña en otros ordenamientos. En Estados Unidos, el *appraisal remedy* comprende un proceso y una decisión judicial, también

²⁸ La disposición fue agregada por la Ley N° 19.549, en cuyo mensaje no figuraba, sino que fue introducida íntegramente por indicación del senador señor Prat, en la Comisión Unida de Economía y Obras Públicas del Senado (*Historia de la Ley N° 19.549*, p. 92). No se recogen los argumentos que pudieron justificar esta indicación.

²⁹ Esta es la función que asigna Bonardell al derecho de separación estatutario previsto para la sociedad limitada española: la “índole resolutoria” del derecho, como “instrumento adecuado para atribuir expresa relevancia causal a los motivos determinantes de la vinculación de los socios”: BONARDELL (1996) p. 191. Ahora bien, tanto este autor como Farrando exigen que la condición esté revestida de “justificación causal” o posea un “nexo de conexión con la actividad societaria”: BONARDELL (1996) p. 192; véase también FARRANDO (1999) p. 81. Sin embargo, no se divisa razón para que no sean los propios accionistas quienes decidan –mediante la facultad que aquí se estudia– si cierta circunstancia justifica el ejercicio de un derecho de retiro.

³⁰ Un ejemplo sería la paralización de los órganos societarios en sociedades de control paritario, a que se refiere FERNÁNDEZ DEL POZO (2018) pp. 101-105. Sobre la “polivalencia funcional” de la denuncia de la relación contractual por justa causa, véase PAZ-ARES (1991b) pp. 1512-1516. La doctrina española ha discutido sobre la posibilidad de admitir, mediante un ejercicio de integración legal, un derecho de separación por “justa causa” en favor de los socios de una sociedad de capital: MARTÍNEZ (2019) pp. 233-237. Véase también FERNÁNDEZ DEL POZO (2018) pp. 100-101; y, en nuestro medio, PUELMA (2006) Tomo II, pp. 590-591. Lo que aquí se examina es una situación distinta: se trata de establecer si los estatutos –no el intérprete– pueden incorporar un derecho de retiro por justa causa, constitutiva o no de incumplimiento contractual. En contra se manifiestan Bonardell y Cabanas, pues esta técnica solo debe admitirse –en opinión de los autores– en las sociedades de personas, dada la primacía de elementos institucionalistas en las sociedades de capital: BONARDELL y CABANAS (1998) pp. 88-89.

cuando las causales legales se encuentran tasadas explícitamente en la norma³¹. Por su parte, la s. 996 (2)(e) de la CA de Reino Unido confía a la discreción del tribunal la facultad de ordenar a la sociedad que compre las acciones de un accionista y reduzca su capital, frente a las actuaciones desleales de la sociedad o de otros accionistas (*unfair prejudice remedy*), que la s. 994 define en amplios términos.

El retiro por “justa causa”, constitutiva o no de incumplimiento, presenta varios atractivos, pero exige compatibilizar su supuesto de hecho con el de la disolución por causa grave prevista en el art. 105 N° 5 LSA. Esta forma de retiro no podría excluir el derecho de un 20% de las acciones a exigir la disolución de la sociedad por causa grave (porque las disposiciones de la ley prevalecen sobre las del estatuto: art. 137); el retiro estatutario podría contemplarse solo como una alternativa adicional³².

De admitirse el retiro por “justa causa”, su función dependerá del supuesto de hecho que la configure. Si se trata de un incumplimiento contractual descrito en términos genéricos, la cláusula cumple la función de habilitar la pretensión resolutoria frente a una infracción del contrato social, como en los casos ya vistos en el primer, segundo y tercer grupo de causales; la única diferencia es que, en este caso, sería difícil describir *ex ante* el incumplimiento. El retiro se presenta entonces como una ampliación convencional de los remedios de que dispone el árbitro ante los conflictos societarios, añadiéndose el retiro a la disolución por motivo grave, a la indemnización de perjuicios o a otras pretensiones en naturaleza³³. Si, en cambio, la justa causa consiste en un hecho no constitutivo de incumplimiento, la función será la de habilitar una salida ante una alteración sobrevenida de las circunstancias, como en el caso de las causales del cuarto grupo; con la diferencia, una vez más, de que esa circunstancia externa ha sido descrita en términos amplios.

Tanto la doctrina española como –aunque en menor medida– la estadounidense, se han planteado si puede admitirse en la sociedad de capital el retiro *ad nutum*, esto es, sin expresión de causa³⁴. La pregunta, igualmente válida para la legislación chilena, puede ser convenientemente planteada en continuidad con las sociedades de personas³⁵. La sociedad

³¹ Esta intervención judicial se explica porque, en caso de controversia, el precio del retiro se determina judicialmente, ya que la ley solo fija un estándar general: el precio justo (*fair value*: § 13.02 en relación con el § 13.01 (4) MBCA y § 262 (a) del DGCL).

³² En contra, desde la legislación española, FERNÁNDEZ DEL POZO (2018) p. 103.

³³ En una situación sobre la que fue consultada la antigua Superintendencia de Valores y Seguros, el controlador proponía un aumento de capital con cargo a la capitalización de deudas de las que era acreedor. Un minoritario, considerando abusivo el acuerdo, solicitaba se le conceda derecho de retiro a valor libros, y el fiscalizador, con acierto, estimó que no tenía atribuciones para establecer la existencia de derecho de retiro para el que no existe cobertura legal: Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 15101, de 22 de junio de 2016. Asumiendo que una situación como esta puede ser abusiva (aunque no tiene por qué serla), en que el minoritario encontrará pocos remedios a su disposición, un retiro por “justa causa” podría presentar atractivos.

³⁴ En Estados Unidos, véanse HETHERINGTON y DOOLEY (1977) pp. 50-52; y, críticamente, SIEGEL (1995) pp. 117-124. En España, donde el asunto se ha discutido con mayor latitud, la opinión favorable parece haber prevalecido en la doctrina y en la jurisprudencia judicial y administrativa españolas: por todos, FERNÁNDEZ DEL POZO (2018) pp. 104-105.

³⁵ Esta perspectiva se justifica en nuestro ordenamiento, porque la ley concibe los tipos societarios como “especies” dentro del género del contrato de sociedad (art. 2061 CC). Sobre esta cuestión, véase PAZ-ARES (1991a) pp. 1299-1301.

colectiva recoge, en forma de reglas sustantivas, tanto la denuncia ordinaria (sin expresión de causa, pero de buena fe y en tiempo oportuno) como la denuncia extraordinaria (por causa justificada). En cambio, para la sociedad anónima (arquetipo de las sociedades de capital y regulación supletoria de algunas de ellas) el legislador no recoge reglas sustantivas sino procedimientos autoejecutables y reglas de trazado nítido (*self-enforcing model, bright-line rules*³⁶), que permiten alcanzar resultados análogos pero solo respecto del accionista que se considere afectado, sin disolver la persona jurídica societaria. Como equivalente a la denuncia extraordinaria se prevé el derecho de retiro, por aquellas causales en que presumiblemente las partes hubieran aceptado la posibilidad de la separación; en cambio, la necesidad de un equivalente a la denuncia ordinaria parece menos apremiante, pues la sociedad de capital no exige la ejecución de prestaciones continuadas que justifiquen poner fin a vinculaciones opresivas³⁷, y, al menos en una parte de los casos, queda abierta la posibilidad de vender las acciones.

Esto explica por qué no se prevé un retiro *ad nutum* de fuente legal, pero ¿es suficiente para excluir un retiro *ad nutum* de fuente estatutaria, es decir, negocial? Las propias partes podrían suplir el silencio del legislador mediante una disposición privada: si la han incluido es que la consideran necesaria, y ante la previsión de las partes decae la necesidad de reglas de trazado nítido. No puede decirse que esta cláusula tenga un contenido ilícito o abusivo, pues el propio legislador la admite en las sociedades de personas. Tampoco puede afirmarse que tal retiro sin expresión de causa demostraría la falta de *affectio societatis* o de voluntad sería de integrarse a la sociedad, confiada al arbitrio de cada accionista³⁸, por la sencilla razón de que, con o sin retiro estatutario, ningún accionista se compromete a permanecer para siempre en la sociedad. Si los accionistas siempre pueden vender sus títulos a un tercero (salvo los casos del art. 14 LSA, que, por otra parte, suponen también una previsión estatutaria), no se divisa razón para vedarles una salida de la sociedad que no exija incorporar a ella a un tercero, mediante estipulación en el instrumento corporativo³⁹. En cualquier caso, este es un problema que requeriría un estudio particular que aquí basta con dejar apuntado.

IV. LOS TIPOS DE CLÁUSULAS Y SU INFLUENCIA EN EL PRECIO DEL RETIRO

Farrando, en una nota de su monografía sobre el derecho de separación español, indica que, ante la variedad de causales estatutarias, el retiro no debe sujetarse “necesariamente a las mismas reglas procedimentales que las causas legales de separación”⁴⁰. La tipología

³⁶ BLACK y KRAAKMAN (1996) p. 1916.

³⁷ Es el argumento de PERDICES (2013) pp. 11643-11645.

³⁸ Argumento que a veces se ha edificado sobre la interdicción de las condiciones meramente potestativas: por todos, BONARDELL y CABANAS (1998) p. 88.

³⁹ Con la salvedad de que, si el retiro *ad nutum* puede justificarse en continuidad con la denuncia ordinaria prevista para las sociedades de personas, entonces debe admitirse en las mismas condiciones de buena fe y tiempo oportuno, pues no parece que en la sociedad de capital pueda permitirse una flexibilidad que no se toleraría en la sociedad de personas.

⁴⁰ FARRANDO (1999) p. 58. Como se ha indicado anteriormente, para este autor es de la esencia del derecho de retiro (o de separación) el que su supuesto de hecho lo constituya un acuerdo de la junta.

anterior ha mostrado que modificaciones en el supuesto de hecho de la causal suponen una modificación en la función de la cláusula, y, en lo inmediato, una diversa definición del titular del derecho. Naturalmente, tendrá también incidencia en la forma en que se ejerce el retiro: cómo se verifica la existencia a la causal, el modo en que esta se informa a los accionistas y el cómputo del plazo para el ejercicio del derecho⁴¹. En este apartado se estudia cómo esa heterogeneidad de las causales estatutarias afecta el precio de compra de las acciones por la sociedad, punto crucial de este instrumento societario.

a) LA FÓRMULA DE LOS TEXTOS NORMATIVOS COMO GARANTÍA DEL INTERÉS NEGATIVO

El precio de las acciones es uno de los puntos más discutidos del derecho de retiro, tanto en Chile como en el extranjero. En el caso de nuestro país, la fórmula para establecer el precio de compra, establecido en la LSA y reinterpretado por el RSA, da lugar a cierta insatisfacción, puesto que el accionista que se retira solo puede recuperar el valor libros, en el caso de las sociedades cerradas y de las abiertas sin presencia bursátil, y al precio promedio bursátil, en el caso de sociedades abiertas con presencia bursátil (arts. 69 inc. 3° LSA y 130 y 132 RSA). Ni la ley ni su reglamento garantizan la recuperación del valor real o justo de las acciones (el *fair value* a que se refiere el derecho norteamericano o el valor razonable de la ley española: § 13.02 en relación con el § 13.01 (4) MBCA, y art. 353.1 LSC respectivamente).

Si el asunto se mira desde la perspectiva de la tutela del accionista minoritario, la fórmula de los textos normativos aparece como claramente insuficiente⁴². Sin embargo, anteriormente se ha advertido la necesidad de comprender el retiro desde la perspectiva de la composición de intereses entre los accionistas, y entonces se demuestra simplemente como una cláusula, expresada en el contrato o bien incorporada por previsión legal, que permite a los accionistas desvincularse de la sociedad en ciertos casos, obteniendo un reembolso de su participación. Desde esta perspectiva contractualista, el precio de reembolso de las acciones adquiere los contornos de una pretensión resarcitoria (en sentido amplio⁴³), que puede evaluarse útilmente con las categorías de interés contractual negativo y positivo⁴⁴. Si esta comparación es válida, ¿qué interés puede cubrir la fórmula del precio de las acciones prevista en la LSA y en el RSA?

⁴¹ Pese a lo restrictiva que ha sido la jurisprudencia administrativa al interpretar márgenes de libertad en la mecánica del retiro, ha debido reconocer que su admisión por acuerdos sometidos a condiciones exige un diverso cómputo del plazo en que deben pagarse las acciones, que puede ser definido por el directorio: Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 32435 de 6 de diciembre de 2017.

⁴² El punto ha sido convincentemente demostrado, con evidencia empírica, por CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 220-228.

⁴³ Es decir, como una indemnización comprensiva no solo de los perjuicios por incumplimiento, sino también por afectación lícita de derechos o por restituciones de otra índole. En materia extracontractual esta concepción amplia del daño ya ha sido descrita: véase, por todos, DIEZ-PICAZO (1999) pp. 56-57.

⁴⁴ Se trata de la distinción, usual en materia de incumplimiento de contratos, entre el interés del acreedor en ser restituido a una posición económicamente equivalente a aquella en que se encontraría de no haber contratado (interés negativo), y el interés en ser promovido a una posición económicamente equivalente al cumplimiento del contrato (interés positivo). Estas categorías han sido recibidas en la literatura nacional más reciente, para describir la extensión de instrumentos resarcitorios: CONTARDO (2015) pp. 317-334, MOMBERG y PIZARRO (2018) pp. 349-352. Naturalmente, no es este el lugar para defender su admisibilidad en derecho de los contratos, sino simplemente indicar la utilidad que prestan en el problema que ahora nos ocupa.

El interés negativo parece corresponderse con el valor libros o con el precio promedio bursátil, pues su restitución sería razonablemente equivalente a dejar al accionista en aquella situación en que se encontraría de no haberse celebrado el contrato. En el caso del valor libros, se devuelve al accionista su aporte y las utilidades que no hubieren sido repartidas, con reajustes. La interpretación del precio promedio bursátil es algo más compleja, pero en cualquier caso, su restitución garantiza un piso mínimo al accionista, fácil de determinar –no requiere más que algunas operaciones aritméticas– y que razonablemente puede representar aquello que el accionista dio por la acción adquirida en bolsa.

En cambio, el interés positivo –el interés en ser restituido a aquella situación en que el accionista se hallaría de no haberse producido el incumplimiento del contrato social– no queda reflejado en la fórmula de los textos normativos, y de ahí que esta parezca insatisfactoria frente a eventuales abusos de la mayoría sobre la minoría. Ahora bien, admitido que esta no es la única función del retiro –como ya se argumentó–, entonces no debe extrañar que la pretensión de restitución del interés positivo no se encuentre (en principio) contemplada en los textos normativos.

En palabras sencillas, la pregunta por el precio de las acciones en caso de retiro no debe referirse al valor real de las acciones en sí (en cuyo caso habría que acudir a la *lex artis* de la valoración de empresas⁴⁵), sino a cuánto debiera reembolsarse a aquel accionista que ejerce el derecho de retiro⁴⁶. Y la respuesta, a la luz de la variedad de funciones que puede cumplir el retiro de origen estatutario, debiera ser: “depende”.

b) FUNCIONES DEL RETIRO ESTATUTARIO Y REEMBOLSO DE LAS ACCIONES

Cuando el retiro se ejerce ante la actuación abusiva de la mayoría respecto de la minoría, cumple la función de la resolución por incumplimiento del contrato social, sea que ese incumplimiento adopte la forma de un acuerdo de la junta, de un hecho propio del controlador o de una decisión de la administración influida por un accionista o pacto controlador. Atendida la orientación del moderno derecho de los contratos, parecería adecuada una restitución del interés negativo o del positivo, a elección del acreedor⁴⁷. El interés negativo se encuentra garantizado por la norma legal y reglamentaria; sin embargo, el interés positivo –y, consiguientemente, la satisfacción íntegra de los accionistas minoritarios–, exigiría una indemnización complementaria, lo que conduce al examen de la compatibilidad del derecho de retiro con otros remedios al incumplimiento, tarea que se emprende brevemente en el siguiente literal.

⁴⁵ Como fundamento han afirmado CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 234-235.

⁴⁶ La idea –distinguir entre el valor de las acciones en sí y el valor que debe pagarse en el contexto del retiro– ha sido presentada por Paz-Ares y Perdices a propósito de los descuentos de minoría o iliquidez al precio de las acciones cuando se ejerce el derecho de separación. En una transacción externa, que es fruto de una negociación privada entre partes independientes, el valor se determina “empíricamente: observando lo que de manera usual y recurrente sucede en los mercados”; sin embargo, cuando una transacción se realiza de forma unilateral y por previsión legal, el valor debe determinarse “normativamente: aplicando los principios y criterios que se desprenden de la ley societaria y de los estatutos”: PAZ-ARES y PERDICES (2010) p. 7.

⁴⁷ Por todos, DIEZ-PICAZO (2008) Tomo II, pp. 787-788.

Si el retiro, en cambio, opera como un mecanismo de salida frente a actos o decisiones lícitas de la mayoría, no es claro que deba concederse una restitución íntegra de los intereses lesionados. A esta idea apunta Puga, cuando sugiere que no se hace agravio a quien se separa de la sociedad si se le restituye lo que aportó⁴⁸, y aquí no es difícil identificar el interés negativo, representado por aquella restitución mínima que asegura la fórmula de la LSA y del RSA. A la inversa, si corresponde a la mayoría las decisiones sobre la empresa social, por un acuerdo tácito entre todos los socios, y siempre que sus decisiones no sean abusivas, no parece razonable que los demás accionistas puedan optar por desvincularse del contrato y al mismo tiempo obtener el valor de mercado de sus acciones, procurándose a costa de la sociedad una satisfacción equivalente a la situación en que se hallarían si la mayoría no hubiera adoptado las decisiones que –lícitamente y actuando en su derecho– adoptó.

La improcedencia de satisfacer el interés positivo es más patente cuando el retiro cumple la función de una condición resolutoria ordinaria, es decir, cuando opera como garantía de las circunstancias en que se celebra el contrato social. Nótese lo que dispone el art. 1486 inc. 2° “CC” respecto de las restituciones a que da lugar el cumplimiento de la condición: “si la cosa existe al tiempo de cumplirse la condición, se debe en el estado en que se encuentre, aprovechándose el acreedor de los aumentos o mejoras que haya recibido la cosa, sin estar obligado a dar más por ella, y sufriendo su deterioro o disminución, sin derecho alguno a que se le rebaje el precio”; la indemnización de perjuicios solo procede cuando la cosa cuya entrega se sujetaba a condición sufre un deterioro culpable. Aunque el CC suele discurrir sobre la base de obligaciones de dar cierta cosa corporal, el razonamiento puede extenderse a aquello que debe restituirse por haberse ejercido el retiro por una causal estatutaria ajena a la voluntad del controlador o de la administración controlada: se debe el precio de las acciones en el estado en que se encuentren, tal y como lo muestran el balance o el promedio ponderado bursátil, sin derecho a indemnización complementaria que refleje el valor que habrían adquirido esas acciones en el futuro (salvo que medie abuso del controlador).

De admitirse la posibilidad de incorporar un retiro estatutario por justa causa, la suficiencia de la fórmula establecida legal y reglamentariamente depende de si esa justa causa puede reconducirse a un incumplimiento contractual formulado en términos genéricos, o si constituye la modificación de alguna circunstancia considerada fundamental para contratar, en cuyo caso ha de estar a lo razonado a propósito de la condición. En fin, si se acepta la admisibilidad de un retiro *ad nutum* establecido estatutariamente, no es difícil comprender que la satisfacción del interés negativo debiera considerarse un reembolso suficiente, y que, por ende, la fórmula de los textos normativos parece adecuada.

c) VENTAJAS DE LA FÓRMULA EMPLEADA EN LOS TEXTOS NORMATIVOS

Frente a esta heterogeneidad de situaciones, la solución de la LSA y del RSA se presenta bajo otra luz. Adoptando una regla de trazado nítido, establecen una fórmula que, si

⁴⁸ PUGA (2013) Tomo I, p. 369. Desde un ángulo distinto –aunque apuntando a la misma idea– indican Alfaro y Campins que “dado que la exclusión o separación no constituyen una actuación dañosa ni un incumplimiento contractual, la cuota de liquidación no tiene naturaleza indemnizatoria”, en apoyo de lo cual se refieren a doctrina alemana: ALFARO y CAMPINS (2002) p. 3155.

no siempre sencilla, es de aplicación mecánica, pues no exige ponderar circunstancias ni interpretar los textos legales y estatutarios, sino solo efectuar cálculos aritméticos que permiten determinar el valor libros o el valor de mercado (que, en el art. 132 N° 3 y N° 4 RSA, es también un cálculo aritmético: el promedio ponderado bursátil o el valor libros)⁴⁹. Es precisamente esta regla de trazado nítido lo que permite que la institución del retiro pueda prescindir del juez, al menos en la mayor parte de los casos, y así se presenta como una herramienta, quizás no absolutamente eficaz, pero al menos de aplicación frecuente.

Además de esta ventaja práctica, la fórmula del valor libros o promedio ponderado bursátil tiene una ventaja estructural. Puesto que el retiro establecido estatutariamente puede cumplir más de una función, ¿cómo podría la ley hacer algo más que ofrecer un piso mínimo, que, como advierte Puga, en muchos casos parece suficientemente adecuado⁵⁰? Y si en otros casos es insuficiente, entonces la solución no es elaborar una nueva fórmula para determinar el precio, sino complementarlo mediante una indemnización de perjuicios.

La exclusividad del retiro o su complementariedad con otros remedios ha sido planteada en los Estados Unidos, tanto por la doctrina como por la jurisprudencia. De hecho, el *appraisal remedy* nace en ese país no como una forma de disolución parcial, sino como una indemnización de perjuicios sustitutiva de la *injunction* (que impediría la adopción de decisiones empresariales por mayoría)⁵¹. Independiente de sus orígenes históricos, Easterbrook y Fischel consideran la acumulabilidad de remedios, particularmente la indemnización junto con el retiro, como el correctivo natural de los defectos en la valoración de las acciones de acuerdo a los métodos que utiliza la práctica americana⁵².

En Chile, la admisibilidad de una indemnización complementaria puede fundarse en el art. 133 inc. 1° LSA, aunque las condiciones de operación de este remedio en el contexto

⁴⁹ Ventaja práctica que elude los costos de la determinación del *fair value*, que ha sido advertida por PUGA (2013) Tomo I, p. 369. En el contexto de un modelo de derecho societario autoejecutable (*self-enforcing model*), Black y Kraakman presentan el retiro de forma muy similar a como lo recoge la LSA: véase BLACK y KRAAKMAN (1996) pp. 1933-1934. Un ejemplo de esta semejanza se halla, precisamente, en que el precio del retiro sea el valor libros salvo en sociedades cotizadas, que ofrece las ventajas de una regla de trazado nítido, aunque pueda no considerarse ideal para todos los casos. Los autores se refieren también al valor libros a propósito del establecimiento del valor por encima del cual la enajenación de activos exige aprobación de quórum especial: BLACK y KRAAKMAN (1996) p. 1935. El razonamiento puede extenderse sin dificultad al ejercicio del retiro, lo que quizás permitiría evitar algunos defectos en el diseño norteamericano. Sobre estos últimos, véase THOMPSON (1995) pp. 40-42.

⁵⁰ PUGA (2013) Tomo I, p. 369.

⁵¹ WERTHEIMER (1998) p. 666. Una *injunction* consiste en “una orden del tribunal que dispone o prohíbe efectuar una acción”: *Black’s Law Dictionary* (2014) p. 904 (la traducción es mía).

⁵² EASTERBROOK y FISCHEL (1998) p. 160; la idea ya había sido planteada por VORENBERG (1964) pp. 1201-1206. Easterbrook y Fischel defienden asimismo la conveniencia de una satisfacción de la diferencia en dinero como indemnización de perjuicios, en lugar de la satisfacción en naturaleza provista por la *injunction*, idea que encuentra apoyo en la jurisprudencia de Delaware que tiende a considerar este último remedio como excepcional (lo que, por lo demás, es el criterio general en el *common law*): EASTERBROOK y FISCHEL (1998) pp. 158-159. Aunque no con esta terminología, que será acuñada más tarde, Manning ya había presentado la aparición del retiro como signo del paso de un derecho fundado en reglas de propiedad a un derecho fundado en reglas de responsabilidad, lo que en sí ya es un argumento para descartar la disponibilidad de la *injunction* y de otros remedios en naturaleza: MANNING (1962) p. 229. Véanse también FISCHEL (1983) pp. 899-900; y VORENBERG (1964) pp. 1204-1205. Sobre la distinción entre reglas de propiedad y reglas de responsabilidad, CALABRESI y MELAMED (1972) p. 1092.

de actos que dan lugar al derecho de retiro ameritan una atención que en este trabajo no se puede dispensar. En el derecho español y respecto de la sociedad de personas, Paz-Ares ha argumentado la compatibilidad entre la denuncia extraordinaria y una indemnización de perjuicios complementaria⁵³. La aproximación de la continuidad de tipos sugiere que, también en Chile, deberá admitirse una indemnización complementaria al derecho de retiro en la sociedad anónima, al menos en casos como el de abuso de la mayoría sobre la minoría. Máxime si, como consideraba hace poco la antigua Superintendencia de Valores y Seguros, el precio del retiro calculado a valor libros en sociedades con patrimonio negativo es \$ 0, sin admitirse acuerdo en contrario de los interesados⁵⁴.

V. CONCLUSIONES

Como conclusiones de este estudio pueden enumerarse las siguientes:

1. Si bien el derecho de retiro puede constituir una herramienta de protección del accionista minoritario, esta perspectiva resulta insuficiente para abordar el espectro de causales de retiro que pueden incorporarse en los estatutos sociales. En cambio, la facultad de agregar causales estatutarias se comprende a cabalidad cuando el retiro se enfoca como un mecanismo de composición de los intereses de los accionistas ante una variedad de eventos, comprensiva no solo de abusos de mayoría sino también de cambios en circunstancias previstas al contratar o alteración lícita de los términos del contrato.

2. El supuesto de hecho del retiro estatutario puede consistir en una amplia gama de sucesos: acuerdos de la junta, hechos del controlador, decisiones de la administración e incluso circunstancias externas a la empresa social. Tal amplitud puede fundarse en otras causales de retiro previstas en leyes especiales. A esta diversidad de causales corresponde no solo una diversidad del titular del derecho, que no siempre podrá calificarse como un accionista disidente, sino también una diversidad de las funciones que cumple el retiro el contrato social.

3. Atender a las diversas funciones que puede cumplir una cláusula estatutaria de retiro permite comprender la fórmula que emplean la LSA y el RSA para determinar el precio que la sociedad debe pagar por las acciones. La fórmula es sin duda insuficiente cuando el retiro cumple una función de remedio al abuso de la mayoría, pero en cambio resulta adecuada cuando cumple otras funciones, que es precisamente el atractivo que presenta la posibilidad de incorporar causales estatutarias de retiro. En esos casos se justifica garantizar al accionista únicamente el interés que tiene en ser restituido a una situación equivalente a aquella en que se encontraría de no haber invertido en la sociedad.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

ALFARO, Jesús (1995): *Interés social y derecho de suscripción preferente. Una aproximación económica* (Madrid, Civitas).

⁵³ PAZ-ARES (1991b) p. 1513.

⁵⁴ Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 6014, de 9 de marzo de 2016.

- ALFARO, Jesús (1998): “Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)”, en *Estudios de derecho mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, Tomo I (Valladolid, Universidad de Valladolid, Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico/Caja Duero) pp. 89-112.
- ALFARO, Jesús y CAMPINS, Aurora (2002): “La liquidación del socio que causa baja como consecuencia de su separación o exclusión”, en *Derecho de Sociedades. Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero*, Tomo III (Madrid, McGraw Hill) pp. 3151-3188.
- BLACK, Bernard y KRAAKMAN, Reinier (1996): “A Self-Enforcing Model of Corporate Law”, *Harvard Law Review*, Vol. 109, N° 8: pp. 1911-1982.
- BLACK’S LAW DICTIONARY (2014), GARNER, Bryan (edit.) (St. Paul, Thomson Reuters, décima edición).
- BONARDELL, Rafael (1996): “Causas estatutarias de separación en la sociedad de responsabilidad limitada”, *Revista de Derecho de Sociedades*, vol. 6: pp. 189-197.
- BONARDELL, Rafael y CABANAS, Ricardo (1998): *Separación y exclusión de socios en la Sociedad de Responsabilidad Limitada* (Pamplona, Aranzadi).
- CABALLERO, Guillermo y LAVÍN, Jaime (2018): “El derecho de retiro como herramienta de gobierno corporativo: Análisis empírico del caso chileno”, *Revista de Derecho Privado*, Vol. 35: pp. 205-242.
- CALABRESI, Guido y MELAMED, Douglas (1972): “Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral”, *Harvard Law Review*, Vol. 85, N° 6: pp. 1089-1128.
- CIMMINO, Nelson Alberto (2000): *Il recesso unilaterale dal contratto* (Padova, CEDAM).
- CONTARDO, Juan Ignacio (2015): *Indemnización y resolución por incumplimiento* (Santiago, Thomson Reuters/La Ley).
- DÍEZ-PICAZO, Luis (1999): *Derecho de daños* (Madrid, Civitas).
- DÍEZ-PICAZO, Luis (2008): *Fundamentos de derecho civil patrimonial*, Tomo II (Cizur Menor, Thomson-Civitas, sexta edición).
- EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel (1998): *The Economic Structure of Corporate Law* (Cambridge / London, Harvard University Press, reimpresión).
- FARRANDO, Ignacio (1999): *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada* (Madrid, Civitas).
- FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis (2018): *La paralización de los órganos en las sociedades de capital. Estudio de sus remedios societarios y una propuesta de reforma*. (Madrid / Barcelona / Buenos Aires / São Paulo, Marcial Pons).
- FISCHER, Daniel (1983): “The Appraisal Remedy in Corporate Law”, *American Bar Foundation Research Journal*, Vol. 4: pp. 875-904.
- HERRERA, Cristóbal (2005): *El conflicto entre los acreedores y el derecho a retiro de las sociedades anónimas* (Santiago, LexisNexis).
- HETHERINGTON, J. A. C. y DOOLEY, Michael (1977): “Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem”, *Virginia Law Review*, Vol. 1: pp. 1-76.
- HISTORIA DE LA LEY N° 19.549 (1998): Disponible en <https://www.bcn.cl/historiadela-ley/nc/historia-de-la-ley/7014/>. Fecha de consulta: 2 de agosto de 2019.

- JEQUIER, Eduardo (2016): *Curso de Derecho Comercial*, Tomo II, Volumen 2 (Santiago, Thomson Reuters).
- KANDA, Hideki y LEVMORE, Saul (1985): “The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law”, *UCLA Law Review*, Vol. 32: pp. 429-473.
- KLEIN, Michele (1997): *El desistimiento unilateral del contrato* (Madrid, Civitas).
- LAGOS, Osvaldo (2014): “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*, N° 2: pp. 51-106.
- LAGOS, Osvaldo (2018): *Una mirada contractualista a las objeciones a la validez de ciertos pactos de accionistas en el derecho chileno*. Ponencia presentada en las IX Jornadas Chilenas de Derecho Comercial, Coquimbo, septiembre de 2018.
- MANNING, Bayless (1962): “The Shareholders’s Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker”, *Yale Law Journal*, vol. 72: pp. 223-265.
- MARTÍNEZ, Miguel (2019): “Entre el abuso de mayoría y el de minoría en la política de distribución de dividendos: A propósito del «nuevo» artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Vol. 55: pp. 203-242.
- MOMBERG, Rodrigo y PIZARRO, Carlos (2018): “Las restituciones consecutivas a la nulidad o resolución en los contratos de bienes muebles”, *Ius et Praxis*, Vol. 24, N° 1: pp. 329-360.
- PAZ-ARES, Cándido (1991a): “Comentario al artículo 1665”, en PAZ-ARES, Cándido, BERCOVITZ, Rodrigo, DÍEZ-PICAZO, Luis y SALVADOR, Pablo (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II (Madrid, Ministerio de Justicia) pp. 1299-1333.
- PAZ-ARES, Cándido (1991b): “Comentario al artículo 1707”, en PAZ-ARES, Cándido, BERCOVITZ, Rodrigo, DÍEZ-PICAZO, Luis y SALVADOR, Pablo (dirs.), *Comentario del Código Civil*, Tomo II (Madrid, Ministerio de Justicia) pp. 1512-1516.
- PAZ-ARES, Cándido y PERDICES, Antonio (2010): “Lógica y límites de los descuentos por iliquidez y minoría en la valoración de participaciones sociales”, *Revista Española de Capital Riesgo*, Vol. 2/2010: pp. 3-19.
- PERDICES, Antonio (2013): “Comentario a los artículos 1705 a 1707 del Código Civil”, en BERCOVITZ, Rodrigo (dir.), *Comentarios del Código Civil*, Tomo VIII (Valencia, Tirant lo Blanch) pp. 11.639-11.657.
- PUELMA, Álvaro (2006): *Sociedades*, Tomo II (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, tercera edición).
- PUGA, Juan Esteban (2013): *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*, Tomo I (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, segunda edición actualizada y aumentada).
- QUESADA, María Corona (1991): *Disolución de la sociedad civil por voluntad unilateral de un socio* (Barcelona, Bosch).
- SIEGEL, Mary (1995): “Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century”, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 32: pp. 79-144.
- THOMPSON, Robert (1995): “Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal’s Role in Corporate Law”, *Georgetown Law Journal*, Vol. 1: pp. 1-60.

- VÁSQUEZ, Fernanda (2016): “Sobre la necesidad de modernizar el derecho societario chileno a partir del fortalecimiento de la autonomía de la voluntad”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 43, N° 2: pp. 485-521.
- VORENBERG, James (1964): “Exclusiveness of the Dissenting Stockholder’s Appraisal Right”, *Harvard Law Review*, Vol. 77, N° 7: pp. 1189-1217.
- WERTHEIMER, Barry (1998): “The Purpose of the Shareholders’ Appraisal Remedy”, *Tennessee Law Review*, Vol. 65: pp. 661-690.

NORMAS CITADAS

CÓDIGO CIVIL DE CHILE

DECRETO LEY N° 3500 (13/11/1980), Establece nuevo sistema de pensiones.

LEY N° 18.045 (22/10/1981), Ley de mercado de valores.

LEY N° 18.046 (22/10/1981), Ley de sociedades anónimas.

DECRETO CON FUERZA DE LEY N° 382 (21/6/1989), Ley general de servicios sanitarios.

LEY N° 19.499 (11/4/1997), Establece normas sobre saneamiento de vicios de nulidad de sociedades.

LEY N° 19.549 (4/2/1998), Modifica el régimen jurídico aplicable al sector de los servicios sanitarios.

DECRETO N° 702 (6/7/2012), Ministerio de Hacienda, Aprueba nuevo reglamento de sociedades anónimas.

LEY N° 20.720 (9/1/2014), Ley de reorganización y liquidación de empresas y personas.

COMPANIES ACT, Reino Unido. Noviembre de 2006.

MODEL BUSINESS CORPORATION ACT, American Bar Association, Estados Unidos. Diciembre de 2010.

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, España. 2 de julio de 2010.

DELAWARE GENERAL CORPORATION LAW, Título 8, Capítulo 1 del Código de Delaware, Estados Unidos. Disponible en <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>. Fecha de consulta: 2 de agosto de 2019.

JURISPRUDENCIA ADMINISTRATIVA CITADA

Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 6014, de 9 de marzo de 2016.

Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 15101, de 22 de junio de 2016.

Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 2731 de 2 de noviembre de 2016.

Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 16469 de 21 de junio de 2017.

Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 27159 de 11 de octubre de 2017.

Superintendencia de Valores y Seguros, Oficio N° 32435 de 6 de diciembre de 2017.

