

¿POR QUÉ NO DEMANDAN LOS ACCIONISTAS?

EL PROBLEMA DE LAS COSTAS EN LA ACCIÓN DERIVATIVA

David Núñez y Diego Pardow

Mediante las acciones derivativas, los accionistas de una sociedad anónima pueden subrogarse en los derechos de la compañía para perseguir la reparación de los ilícitos cometidos por sus directores y gerentes. Acciones de este tipo fueron incorporadas a nuestro sistema legal en una reforma del año 2000, dirigida a fortalecer los mecanismos de protección de los accionistas no controladores. Sin embargo, ellas nunca han sido ejercidas en los casi diez años transcurridos desde su autorización. Esta investigación se propone explicar esta pasividad de los accionistas chilenos a partir de un hipotético demandante derivativo situado ante el célebre *Caso Chispas*.

DAVID NÚÑEZ C. Abogado, Universidad de Chile. Profesor del Departamento de Derecho Privado, Universidad de Chile.

DIEGO G. PARDOW L. Abogado, Universidad de Chile. Profesor del Departamento de Derecho Privado, Universidad de Chile.

* Una versión preliminar de esta investigación fue presentada al concurso International Junior Faculty Forum, organizado por las universidades de Stanford y Harvard (disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1399470>). Agradecemos especialmente a Karen Werner, sin cuya dedicada investigación de la práctica judicial chilena esta investigación no habría sido posible, y también a Osvaldo Lagos, cuya generosidad resultó fundamental para analizar la conducta de las AFP. También agradecemos a Francisco Saffie, Marco Rosas, Jorge Jaramillo y al Departamento de Investigación de la Superintendencia de Valores y Seguros por su ayuda en obtener materiales de investigación. Asimismo, agradecemos las sugerencias recibidas de un árbitro anónimo de *Estudios Públicos*. Las opiniones aquí expresadas son de exclusiva responsabilidad de los autores.

Se señala que los demandantes derivativos litigan subrogándose en los derechos de la compañía, por lo que necesariamente deben compartir con los restantes accionistas el beneficio indirecto que significa aumentar el patrimonio social con el monto de un eventual recupero. No obstante, el sistema legal para el reembolso de las costas judiciales obliga a que el demandante tenga que soportar en solitario los gastos del juicio la mayoría de las veces. Este sistema eleva el porcentaje requerido para que una demanda derivativa sea económicamente viable, hasta cerca del 10% de participación accionaria. De lo anterior se sigue que solamente los accionistas controladores estarían en condiciones de ejercer una acción derivativa de manera *individual* y que las AFP serían las principales candidatas para superar los costos de transacción que supone demandar *colectivamente*. Sin embargo, mientras los controladores típicamente carecen de interés para demandar derivativamente, los incentivos de las AFP dependen de la probabilidad de que su pasividad judicial sea sancionada administrativamente.

Se concluye, entonces, que el problema estriba en entregar la persecución de las infracciones cometidas en el ámbito de las sociedades anónimas y del mercado de valores a la política sancionatoria de la autoridad, lo cual significa abandonar las técnicas del modelo regulatorio que inspira la legislación chilena. Por esta razón —señalan los autores— cualquier intento de avanzar hacia mecanismos que promuevan el activismo de los accionistas minoritarios requiere necesariamente diseñar un mecanismo especial para que éstos puedan transferir a un tercero los costos asociados al litigio derivativo.

Palabras clave: sociedades anónimas; gobierno corporativo; acción derivativa.

Recibido: agosto 2009.

Lo que realmente importa saber sobre el derecho corporativo, no es tanto lo que dicen las leyes o los libros, sino cómo funciona el derecho corporativo dentro de la compañía, en los tribunales, y más allá de las fronteras de nuestros propios países.

(Klaus Hopt, *Comparative Company Law*)

1. INTRODUCCIÓN

Seguramente, cualquier persona consideraría razonable que una sociedad anónima ejerza acciones judiciales, tanto en contra de un director que se apropie ilícitamente de una oportunidad de negocios

desarrollada por la compañía, como en contra del gerente que de manera imprudente decida arriesgar los activos de la empresa en una iniciativa carente de sentido económico. No obstante, en las sociedades anónimas una decisión de este tipo debe ser adoptada por el propio directorio, o en todo caso por el gerente general que legalmente tiene a su cargo la representación judicial de la compañía. Atendido que directores y gerentes tienden a formar parte de un mismo equipo de trabajo, resulta ingenuo que la ley haga recaer en estas personas la decisión sobre si deben o no demandarse los unos a los otros.

Por esta razón, muchos sistemas legales en el mundo han seguido la tendencia de las legislaciones del *common law* para permitir demandar derivativamente en el ámbito de las sociedades anónimas, esto es, permiten a los accionistas subrogarse en los derechos de la compañía para demandar la reparación de los ilícitos de directores y gerentes¹. Además, considerando que los administradores de una empresa responden generalmente a la confianza de los accionistas controladores, este mecanismo procesal suele considerarse como un derecho establecido en beneficio de los accionistas no controladores. De este modo, la acción derivativa puede conceptualizarse como la herramienta que permite a los accionistas minoritarios forzar la persecución judicial de los perjuicios sufridos por la sociedad anónima como consecuencia de ilícitos cometidos por sus directores y gerentes.

El que un sistema legal determinado contemple acciones derivativas suele ser un indicio representativo de la convergencia de ese sistema legal hacia lo que la literatura académica denomina un *modelo estándar* de derecho corporativo orientado al accionista². En el curso de un proceso deliberado de convergencia hacia ese modelo, durante el año 2000 la legislación chilena estableció una acción derivativa en la Ley de Sociedades Anónimas. Esta reforma fue adoptada con la inten-

¹ En derecho comparado, la adopción de un conjunto de reglas desarrolladas en un sistema legal extranjero suele denominarse *trasplante legal*, Watson (1996). Para un examen de los procesos de trasplante legal en el ámbito del derecho corporativo y su relación con la tesis de la convergencia que se analiza más adelante, ver Kanda y Milhaupt (2003).

² Hansmann y Kraakman (2001). No obstante, ciertos autores señalan que la presencia de acciones derivativas en un sistema legal simplemente sería evidencia de la presión de grupos de interés por favorecer la denominada 'industria del litigio', Coffee (1985); o bien, reflejarían una intención política de capturar beneficios electorales, castigando a los administradores de grandes empresas y protegiendo a los pequeños accionistas, Roe (2000).

ción expresa de adoptar ciertos estándares de la legislación de los Estados Unidos para promover la protección de los accionistas minoritarios³. Sin embargo, y pese a que han existido numerosos casos donde los accionistas afectados tenían fundamentos para deducir una demanda derivativa, desde su entrada en vigor este mecanismo procesal nunca ha sido utilizado en Chile.

Uno de los casos donde podría haber existido mérito para demandar derivativamente concluyó con la imposición de las multas más altas en nuestra historia por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en contra de altos ejecutivos de la principal empresa eléctrica nacional. Nuestra investigación intenta desarrollar un marco analítico para explicar la pasividad de los accionistas en este importante caso. A su vez, ello nos servirá para poner a prueba la tesis de la convergencia en la práctica del derecho corporativo chileno. También esperamos que sirva para contribuir al debate sobre las condiciones necesarias para que las acciones judiciales desarrolladas en sistemas legales extranjeros surtan efecto en el contexto del sistema legal chileno.

Debido a que las acciones derivativas suponen que el demandante se subroga en los derechos de la compañía y litigue en su beneficio, la mayor parte de la doctrina comparada señala que la efectividad de esta herramienta procesal depende de la capacidad que tenga el demandante para evitar el pago de los costos asociados al litigio. En Chile, nuestro análisis de la práctica judicial demuestra que la manera de aplicar las reglas sobre costas constituye una importante barrera para el ejercicio de una acción derivativa. Ello es consecuencia de que la acción derivativa, pese a ser ejercida en beneficio de una persona distinta del demandante, está sujeta a las reglas generales de costas establecidas en el Código de Procedimiento Civil, y, por ello, la mayoría de la veces el demandante deberá soportar solitariamente los costos en que incurra con motivo del litigio.

En efecto, el derecho indirecto y proporcional que tendrían los accionistas derivativos sobre la eventual condena no parece razón suficiente para explicar su pasividad. Así por ejemplo, si los ilícitos cometi-

³ Según se verá, resulta difícil determinar las razones de fondo que habrían estado detrás de la incorporación de acciones derivativas en Chile, pero al menos la historia de la ley hace explícita una intención de profundizar las reformas legales de la década de los ochenta, para continuar con un proceso de acercamiento hacia los estándares del derecho corporativo de los Estados Unidos; ver *infra*, §2 y 3.

dos por los directores y gerentes de una compañía produjeran una situación de insolvencia, resulta difícil imaginar que ninguno de los acreedores, por indirecto o proporcional que fuera su derecho de crédito, intente perseguir judicialmente la reparación de esos ilícitos con el objetivo de aumentar el patrimonio de la compañía con el monto del recupero. Nuestra tesis es que la contradicción referida no obedece a diferencias sustantivas entre las categorías de accionista y acreedor de una empresa, sino simplemente a que el marco regulatorio de las acciones oblicuas y revocatorias contempla un sistema efectivo para el reembolso de los gastos judiciales incurridos en beneficio de la masa⁴.

De acuerdo con la evidencia que se analiza más adelante, el efecto práctico de extender las reglas generales sobre costas judiciales a la acción derivativa sería elevar a una cifra cercana al 10% el porcentaje de participación accionaria requerido para que una demanda sea económicamente viable. Ello significa duplicar el estándar del 5% establecido por la Ley de Sociedades Anónimas a título de legitimación activa, introduciendo así dos grupos de limitaciones. En primer lugar, la lista de candidatos a ejercer una acción derivativa de manera individual se limita significativamente, al punto de que sólo los accionistas controladores estarían en condiciones de ejercer por su cuenta la demanda. El problema es que los accionistas controladores probablemente no serán los principales interesados en demandar derivativamente, y de hecho pueden beneficiarse de las deficiencias que tenga el sistema procesal para ejercer este tipo de acciones.

En segundo lugar, también se multiplican los costos de transacción que supondría para los restantes grupos de accionistas alcanzar un acuerdo que permita ejercer una acción derivativa de manera colectiva y distribuir los costos del litigio. El mercado de valores en Chile se caracteriza por tener un numeroso grupo de accionistas minoritarios cuya participación individual está fuertemente diluida, de modo que una multiplicación de los costos de transacción debería tener un importante efecto disuasivo sobre este grupo. Con todo, este aumento en los costos de transacción resulta insuficiente para explicar la pasividad

⁴ En este sentido, el número del artículo 2472 del Código Civil establece que las costas judiciales que se causen en el interés general de los acreedores constituyen un crédito de primera clase. Un análisis de los mecanismos institucionales para traspasar a la masa las costas judiciales incurridas en su beneficio, en Abeliuk (1993), pp. 814-815.

colectiva de las AFP, quienes conjuntamente suelen estar en condiciones de agrupar un 10% o más del capital de las sociedades donde tienen invertidos sus fondos.

Respecto de las AFP, la potencial influencia de las reglas sobre costas judiciales debe valorarse junto con otros factores institucionales derivados del marco regulatorio establecido por el Decreto Ley 3.500 y su normativa complementaria. Bajo el enfoque propuesto en este trabajo, la pasividad colectiva de las AFP podría explicarse porque el costo proporcional de ejercer colectivamente una demanda derivativa excedería el costo alternativo que representan las potenciales multas administrativas y demandas civiles de sus afiliados. Una parte importante de esta explicación es consecuencia de la baja probabilidad que tendrían las AFP de ser efectivamente sancionadas por su pasividad judicial, como consecuencia de una asentada doctrina de la Superintendencia de AFP que reprocha cualquier forma de acuerdo colectivo que no tenga por objeto nombrar a los miembros del directorio. De este modo, en ausencia de una política pública que incremente el riesgo de una sanción administrativa, las reglas generales sobre costas judiciales generarían igualmente un importante efecto disuasivo.

Conforme a lo anterior, nuestro *argumento normativo* es que resulta necesario mejorar las reglas sobre costas en este tipo de litigios. Por su parte, nuestro *argumento positivo* consiste en que por lo menos respecto del así denominado *Caso Chispas*, la pasividad de los accionistas puede explicarse como consecuencia de los desincentivos que genera la práctica relativa a las costas por parte de los tribunales. Estos desincentivos también contribuyen a explicar por qué situaciones donde existen fundamentos para que los accionistas reclamen una reparación patrimonial, siguen siendo enfrentadas en Chile únicamente mediante la imposición de multas a beneficio fiscal por la SVS. Por esta razón, cualquier intento de avanzar hacia mecanismos que promuevan el activismo de los accionistas minoritarios requiere necesariamente diseñar un mecanismo especial para que éstos puedan transferir a un tercero los costos asociados al litigio. Este artículo analiza tres maneras diferentes para diseñar este mecanismo, destacando que la elección entre ellas está lejos de ser neutral desde una perspectiva de políticas públicas.

2. LA TESIS DE LA CONVERGENCIA EN EL DERECHO CORPORATIVO

En términos generales, la tesis de la convergencia sostiene que los principales sistemas legales utilizados como punto de referencia en derecho comparado se encontrarían dentro de un proceso creciente hacia la uniformidad de sus distintas regulaciones sobre sociedades anónimas y mercado de valores⁵. En particular, la uniformidad del derecho corporativo se produciría sobre la base del así denominado *modelo estándar*, cuyo rasgo distintivo se encontraría en organizar las reglas del derecho de sociedades anónimas y mercado de valores en función de un principio de protección de los intereses del accionista no controlador. Ello, por oposición a otros modelos que privilegiarían la autonomía de la gerencia (*modelo orientado a la gerencia*), la integración de los trabajadores en la dirección de la empresa (*modelo orientado al trabajador*), o bien el control gubernamental sobre las sociedades anónimas (*modelo de control estatal*)⁶.

Tratándose del derecho corporativo chileno, tanto en sus inicios como durante su evolución posterior pareciera encontrarse constantemente en un proceso de convergencia hacia alguno de estos modelos. Como en varios otros países de América Latina, el derecho privado chileno se desarrolló a partir del proceso de codificación del siglo diecinueve⁷. Siguiendo de cerca al Código de Napoleón, la codificación en Chile se inspiró en la tradición del derecho civil y desde entonces ha sido fuertemente influida por los sistemas legales de Europa continental⁸. En la misma línea, la primera legislación sobre sociedades anóni-

⁵ Con todo, la referida tesis de la convergencia es un asunto fuertemente discutido por la doctrina comparada, por nombrar algunos: Easterbrook y Fischel (1991), para una versión fuerte de la tesis de la convergencia, sobre la base de consideraciones de eficiencia; Bebchuk y Roe (1999), para una versión escéptica de la futura uniformidad del derecho corporativo, fundada en la dependencia histórica de los procesos políticos; y, Coffee (1999), para una posición intermedia, que construye sobre la convergencia funcional de la regulación de los mercados de capitales como consecuencia del proceso de globalización de la economía.

⁶ Una discusión sobre los distintos modelos que competirían por imponerse en derecho comparado, incluyendo la necesidad de incluir un cuarto modelo cuya orientación sería favorecer la autonomía del directorio y los accionistas controladores, en Bainbridge (2003), pp. 548-556. Para una perspectiva similar desde el derecho europeo continental, Schmidt (1970), pp. 23 y ss.

⁷ Mirow (2004), pp. 96-164.

⁸ El Mensaje del Código Civil se refiere al *Code Civil* francés como “el Código más prominente y que ha servido como ejemplo a muchos otros”. Acerca de la influencia francesa en la codificación chilena, Lira (1956), Guzmán (1982) y Tapia (2005).

mas adoptó un modelo de control estatal de inspiración francesa, donde la mayoría de las iniciativas empresariales requerían una aprobación gubernamental previa y la personalidad jurídica era concebida como una concesión otorgada discrecionalmente por decreto supremo⁹.

Esta regla estuvo en vigor en Chile hasta 1931, cuando se incluyó una modificación integral al régimen de sociedades anónimas, dentro de un extenso plan de reformas institucionales dirigido a ejecutar las propuestas de una comisión norteamericana de expertos encabezada por E. W. Kemmerer. Además de adoptar el patrón oro como eje de la política monetaria, el espíritu de este plan era profesionalizar la burocracia chilena con órganos especializados en materia de impuestos, aduanas, bolsas de valores y otros ámbitos de la política económica¹⁰. Consecuentemente, la reforma estableció intensos mecanismos de vigilancia sobre las sociedades anónimas, a cargo del organismo público antecesor de la SVS¹¹.

Bajo este modelo de control estatal reglado, la constitución de una sociedad anónima estaba sujeta a un procedimiento administrativo dividido en dos etapas. La primera etapa incluía un estudio de factibilidad y terminaba con una aprobación preliminar, que se otorgaba exclusivamente con la finalidad de recaudar capital entre los potenciales inversionistas. Sólo una vez concluido con éxito este proceso de suscripción inicial de acciones, quien en esa época era denominado *promotor* del proyecto podía continuar a la segunda etapa del procedimiento administrativo que concluía con la emisión de una aprobación final para la constitución de la sociedad. Con todo, aun después de autorizada la

⁹ La primera Ley de Sociedades Anónimas fue publicada en 1854 y posteriormente incluida en el Código de Comercio, Brahm (1997), pp. 191-196. Una descripción detallada de la primera legislación sobre sociedades anónimas y de su evolución hasta la reforma de 1931, en Herrera (1935). Para una revisión del desarrollo del modelo de control estatal en Francia, Ripert (2001), §22-29; y para una aproximación histórica a la personalidad jurídica concebida como concesión de la autoridad, Mahoney (1999).

¹⁰ Bernedo (1989), pp. 20-24; y en general sobre los resultados de la Misión Kemmerer en Chile, Drake (2004), pp. 47-52.

¹¹ En 1927 el Congreso Nacional delegó en el Presidente de la República amplias facultades legislativas para enfrentar la grave crisis económica por la que travesaba el país. En 1931, ejerciendo esas facultades legislativas delegadas, se dictó el Decreto con Fuerza de Ley N° 251 que creaba la Superintendencia de Sociedades Anónimas para fiscalizar las compañías de seguros, bancos comerciales y todo tipo de sociedades anónimas ("Ley de la SVS"). Con todo, durante 1924 ya se había intentado establecer un organismo especializado para la fiscalización de sociedades anónimas mediante el Decreto Ley N° 158, pero sin lograr los resultados esperados, Herrera (1935), pp. 605-607.

creación de la compañía, la autoridad conservaba facultades para revisar la regularidad de los registros contables, la aptitud de los mecanismos de gobierno corporativo o, incluso, la conveniencia de las decisiones de negocios adoptadas por el directorio¹².

Este escenario experimentó un cambio radical en 1981, con la promulgación simultánea de la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas. Ambas reformas fueron parte de un giro institucional hacia una economía basada en el libre mercado, mediante modificaciones estructurales al régimen legal del trabajo, el dinero y el mercado de capitales¹³. Dentro del marco conceptual fijado por la nueva Constitución Política de 1980, el propósito de estas reformas legislativas era desarrollar los principios de libertad económica y Estado subsidiario en el contexto de las sociedades anónimas. Para ello se dispuso restringir la aplicación de controles preventivos a las compañías que desarrollaran ciertos negocios especialmente sensibles (bancos comerciales, AFP, compañías de seguros), así como también enfocar las facultades sancionatorias de la SVS en aquellas sociedades que hicieran oferta pública de valores¹⁴.

De este modo, la reforma de 1981 abandonó un modelo de control estatal para adoptar un modelo de derecho corporativo orientado al accionista, fuertemente influido por la legislación de Estados Unidos sobre la materia¹⁵. Para ello, la Ley de Sociedades Anónimas eliminó ciertos derechos que la anterior legislación otorgaba a trabajadores, gerentes y otros intervinientes, mediante una prohibición general a las acciones de industria y acciones de organización. Así también

¹² Una revisión del procedimiento administrativo a que estaba sujeta la fundación de una sociedad anónima bajo el modelo de control estatal reglado, en Fernández (1977), pp. 41-58.

¹³ Para una perspectiva general de este giro institucional, Reinstein y Rosende (2000), pp. 358-365; y Arellano (1983), pp. 9-37, para un análisis del impacto que tuvo sobre la regulación de las sociedades anónimas y el mercado de valores.

¹⁴ Así por ejemplo, durante su control de constitucionalidad preventivo, el Consejo del Estado solicitó incluir en la Ley de Sociedades Anónimas mayores restricciones a la SVS “en orden a desarrollar apropiadamente los principio de libertad económica y Estado subsidiario” (*Historia de la Ley de Sociedades Anónimas*, Biblioteca del Congreso, pp. 445-448).

¹⁵ Puelma (2001), pp. 455-460. En derecho comparado, este giro institucional que se aparta de una tradición de control estatal sobre las sociedades anónimas y converge hacia el *modelo estándar* suele asociarse al liderazgo político de la así denominada *Escuela de Chicago*, Hopt (2008), p. 1168. En Chile la influencia del referido liderazgo político en el diseño de la nueva regulación sobre sociedades anónimas se encuentra extensamente documentada, ver, por ejemplo, Silva (1991), pp. 385-391.

introdujo un enfoque orgánico en los deberes del directorio y la gerencia, enfatizando que todos los administradores de la sociedad se encuentran en una relación fiduciaria respecto de cada uno de los accionistas, con independencia de quienes los hubieran elegido¹⁶. Por último, nuestra ley siguió la tendencia general del derecho comparado, entregando a las minorías disidentes el derecho a retirarse frente a la adopción de cambios importantes en la compañía¹⁷.

Casi veinte años después, la reforma legislativa del año 2000 vino a intensificar la cercanía con el modelo elegido en 1981, mejorando la protección del accionista no controlador mediante tres mecanismos. Primero, introdujo un procedimiento obligatorio para la oferta de adquisición de acciones respecto de las transacciones que involucrasen cambios en el control de una compañía. Segundo, ordenó la creación de comités de directores independientes para las sociedades de mayor patrimonio bursátil. Tercero, incorporó una acción derivativa que permitiera a los accionistas perseguir una compensación por los perjuicios causados por los directores y gerentes que infringieran sus deberes fiduciarios, o bien la restitución de las ganancias obtenidas en operaciones realizadas bajo conflictos de intereses¹⁸.

Sin embargo, esta tendencia hacia la convergencia con el *modelo estándar* orientado al accionista parece estar mucho más reflejada en la letra de la ley que encarnada en la práctica del derecho corporativo. El principal estudio empírico sobre el mercado de valores en Chile destaca que su concentración y falta de profundidad han redundado en un pobre desarrollo de las principales técnicas de control corporativo¹⁹. Por otra parte, a pesar de que hubo un número importante de casos

¹⁶ La legislación previa sobre sociedades anónimas entendía a los directores y gerentes como mandatarios de los accionistas que los habían elegido. Un análisis del cambio de enfoque que supuso adoptar la doctrina del órgano en el ámbito de los deberes fiduciarios de directores y gerentes, en Riosco (1985), pp. 107-109.

¹⁷ Sobre el derecho a retiro y su función como herramienta de protección a los accionistas minoritarios, Lyon (2002), pp. 78-80.

¹⁸ Una revisión general de las reformas referidas, en Pfeffer (2000). Con relación a la influencia de la legislación de los Estados Unidos en estas reformas, García (2002) y Bernet (2004). Para un estudio de la regulación sobre toma de control antes y después de la reforma, Luco (1995) y Alcalde (2001), respectivamente.

¹⁹ Lefort (2003), quién evalúa, con evidencia del mercado de capitales chileno, el célebre marco teórico desarrollado por Rafael la Porta, Florencio López-de-Silanes y otros (1999) respecto de la relación que existe entre los mecanismos de gobierno corporativo utilizados en un país determinado y la estructura de propiedad de su mercado de capitales.

donde la acción derivativa podría haber operado como un remedio útil para accionistas minoritarios agraviados, lo cierto es que este mecanismo procesal no ha recibido aplicación alguna desde su creación. Como se sugiere más adelante, esta pasividad de los accionistas chilenos puede explicarse, al menos en parte, como la consecuencia natural de una legislación deficiente en materia de costas judiciales.

3. LA ACCIÓN DERIVATIVA EN LA LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

El *modelo estándar* orientado al accionista suele explicarse a partir de una combinación entre medios y fines: por el lado de los *fines*, el modelo sostiene que el principal objetivo del gobierno corporativo de una sociedad anónima debe ser maximizar la riqueza de los accionistas; por el lado de los *medios*, este modelo supone entregar a los accionistas las herramientas jurídicas que les permitan hacer primar sus intereses en la administración de la compañía²⁰. Bajo esta orientación, solamente se consideran dueños de la compañía a quienes contribuyen a la formación de su capital. No obstante, cualquier contribución en el capital de la compañía supone adquirir un estatus de propietario, sin importar el número de acciones o porcentaje que representen. Por esta razón, todos los miembros de la administración de la compañía tienen deberes fiduciarios respecto de cada uno de los accionistas, con independencia del número de votos que posean. Otro principio central del *modelo estándar* es que los accionistas no controladores reciban un grado importante de protección frente al riesgo de ser expropiados por los accionistas controladores o por la gerencia²¹.

²⁰ Bainbridge (2008), pp. 23-75. Una justificación de los motivos por los cuales nuestro derecho corporativo recogería como objetivo principal la maximización de la riqueza de los accionistas, en Alcalde (2007), pp. 39 y 40. No obstante, como suele señalarse desde el famoso ensayo de Milton Friedman sobre responsabilidad social de la empresa, esta primacía del interés de los accionistas en caso alguno supone restar importancia a los intereses de los trabajadores y acreedores de la compañía, ni tampoco al interés general de la sociedad, sino más bien indica que todos estos intereses son mejor servidos cuando los directores y gerentes de una compañía se dedican a perseguir el interés de los accionistas, ver Friedman (1970).

²¹ Hansmann y Kraakman (2001). Generalmente los países donde la propiedad accionaria se diluye entre muchas personas consideran que la gerencia constituye la principal amenaza para los accionistas minoritarios. En contraste, aquellos países donde la propiedad accionaria se concentra en bloques, centran la atención de su regulación en el

Atendido que la acción derivativa persigue reparar los ilícitos cometidos por los directores y gerentes de una sociedad anónima, este mecanismo procesal puede contribuir como una técnica de control del gobierno corporativo y, por esta vía, también como un medio para asegurar la primacía del interés de los accionistas. Con todo, la acción derivativa no es la única ni tampoco la principal medida para proteger a los accionistas²². Entre otras medidas complementarias, están extender el rol que cumplen los directores independientes en el proceso de toma de decisiones de la compañía, reforzar las exigencias en favor de los accionistas no controladores durante las ofertas públicas de acciones, así como también aumentar la intensidad con que los organismos públicos fiscalizan el cumplimiento de los deberes fiduciarios de directores y gerentes. Esta última medida puede operar incluso como un sustituto funcional de la acción derivativa, toda vez que un control gubernamental activo generalmente juega un rol importante como mecanismo disuasivo de los comportamientos ilícitos en el ámbito de las sociedades anónimas²³.

En la importante reforma del año 2000 a la Ley de Sociedades Anónimas, el legislador dirigió sus esfuerzos a reforzar los mecanismos de protección de los accionistas minoritarios, incorporando simultáneamente la posibilidad de ejercer acciones derivativas, la exigencia de comités de directores independientes para las compañías de mayor patrimonio bursátil y un procedimiento obligatorio de oferta pública de adquisición de acciones. El objetivo de la política pública detrás de esta reforma era que estas tres nuevas técnicas para el control del gobierno corporativo se complementarían entre sí, profundizando la convergencia de nuestra legislación con el modelo estándar y disminuyendo la

riesgo de abuso por parte de los accionistas controladores. Sin perjuicio de la importancia de esta diferencia de enfoque, la doctrina destaca que la preocupación en ambos casos por el accionista minoritario constituiría la mejor prueba de la convergencia hacia el *modelo estándar*, Hopt (2008), p. 1166.

²² Reisberg (2007), pp. 24-31.

²³ Tratándose de países con un sistema procesal que facilita el ejercicio de acciones derivativas, la fiscalización por parte de órganos gubernamentales generalmente cumple una función *complementaria*, porque simplifica a los demandantes la recolección de antecedentes probatorios y sensibiliza al tribunal con su causa, West (2002), pp. 377-380. En contraste, tratándose de países con un sistema procesal que dificulta el ejercicio de una demanda derivativa, la persecución pública puede llegar a cumplir una función *sustitutiva*, ya que, frente a la pasividad de los accionistas, ésta constituye la única herramienta efectiva para sancionar las infracciones del directorio y la gerencia, Fanto (1998), pp. 42-47.

necesidad de que la defensa de los accionistas minoritarios se realizara mediante la fiscalización por parte de un organismo público²⁴.

Tratándose de la acción derivativa, además de cumplir una importante función como mecanismo disuasivo, también debía servir para reparar patrimonialmente a la sociedad anónima víctima de los ilícitos de directores y gerentes²⁵. Por esta razón, el artículo 133 bis de la Ley de Sociedades Anónimas admite un amplio rango de causas de pedir, incluyendo tanto la infracción de la ley o de las reglas dictadas por la SVS, como el incumplimiento de disposiciones estatutarias. No obstante, como la generalidad de estas disposiciones se refiere a las reglas y procedimientos que deben gobernar la administración de la compañía, la doctrina suele señalar que la principal causa de pedir en la acción derivativa es el incumplimiento de sus deberes fiduciarios por parte de los directores y gerentes de la compañía²⁶.

En el ámbito de las sociedades anónimas se utiliza la denominación deberes fiduciarios para designar los deberes de *cuidado* y *lealtad* que deben informar la relación entre los accionistas y los administradores de la compañía²⁷. En términos generales, los *deberes de cuidado* establecen ciertos parámetros de prudencia con los cuales los directores y gerentes deben manejar los negocios de la empresa. Por su parte, los *deberes de lealtad* regulan la manera en que deben resolverse las situaciones donde exista un conflicto entre los intereses de la compañía y los intereses personales de sus administradores. Con relación a la acción derivativa, resulta admisible como causa de pedir la infracción a cualquiera de estos deberes, que en todo caso,

²⁴ Ver Mensaje Presidencial en Boletín N° 2289-05, pp. 5-7. Sobre los fundamentos de política pública y los objetivos de esta reforma, Pfeffer (2000).

²⁵ En doctrina, los fines *disuasivos* y *reparativos* suelen plantearse como alternativas disyuntivas de política pública: mientras la *disuasión* representa más bien una visión progresista, que entiende al derecho corporativo como una parte integrante de la regulación económica, la *reparación* representa una visión conservadora, que entiende al derecho corporativo como una rama del derecho privado, Bainbridge (2008), p. 24. Con todo, tanto nuestra legislación como la mayor parte de los sistemas legales intentan un equilibrio entre ambos fines. Una excelente revisión de esta discusión, en Reisberg (2007), pp. 54-63.

²⁶ En este sentido, Barros (2006), pp. 862-863; Vidal (2005), pp. 760-764; Lagos (2005), p. 100; Romero y Díaz (2002), 58-60; García (2002), pp. 635-636; y, Pfeffer (2000), pp. 498-499.

²⁷ Para un estudio del origen y significado del término *deberes fiduciarios*, Pardow (2006), pp. 89-110.

nuestra legislación somete al mismo estándar común del buen padre de familia²⁸.

La distinción entre deberes de cuidado y lealtad adquiere una importancia práctica mucho mayor en el contexto del objeto que puede perseguir una acción derivativa. En efecto, mientras una acción fundada en la infracción de deberes de cuidado sólo puede dirigirse a la *indemnización* de los daños causados, la infracción a deberes de lealtad permite sostener alternativamente una petición de *compensación* de daños o una de *restitución* de ganancias²⁹. Así, conforme al artículo 133bis de la Ley de Sociedades Anónimas, los directores y gerentes que no desplieguen la prudencia exigida para el ejercicio de su cargo, quedan obligados a indemnizar toda pérdida irrogada al patrimonio de la compañía. Conforme a las reglas generales, ello comprende tanto el daño emergente como el lucro cesante que sean consecuencia inmediata y directa de su negligencia³⁰.

En contraste, según el artículo 44 del mismo cuerpo legal, el hecho de que los administradores de la compañía privilegien sus afanes personales frente a una situación que envuelve un conflicto de intereses, legitima a los demandantes derivativos para pedir no solamente una compensación por los daños producidos a la sociedad, sino también la restitución de toda ganancia obtenida por los directores o gerentes

²⁸ No obstante, cabe destacar que cada uno de estos deberes protegen valores diferentes en el gobierno corporativo de la sociedad anónima. Así, mientras los deberes de cuidado exigen simplemente respetar el orden y cuidado usuales en las decisiones de negocios, los deberes de lealtad castigan una forma de fraude, Lagos (2005), pp. 107-108. Por ello, en derecho comparado es usual que el estándar con que se evalúan los deberes de lealtad sea significativamente más estricto que aquel con se evalúan los deberes de cuidado, bajo la así denominada doctrina del *business judgment rule*, Bainbridge (2008), pp. 105-154. Para una elegante adaptación de esta doctrina, considerando el idéntico estándar de culpa leve al que se encuentran sometidos ambos deberes en nuestra Ley de Sociedades Anónimas, Barros (2006), pp. 830-832.

²⁹ Vidal (2005), p. 762, nota 58, quien denomina *acción derivativa general* a la consignada en el artículo 133bis y *acción derivativa especial* a la establecida por el artículo 44, ambos de la Ley de Sociedades Anónimas.

³⁰ Cuando la administración negligente se materializa en un acuerdo del directorio, todos los directores presentes en la sesión son considerados solidariamente responsables, salvo que hayan registrado su opinión contraria en el acta respectiva. Además, tanto directores como gerentes también pueden ser condenados a pagar los daños que resulten de su falta de supervisión respecto de otros miembros del directorio o la gerencia por *culpa in vigilando*. Para una discusión sobre este punto, Barros (2006), pp. 832-835.

implicados³¹. Sobre el particular, es importante tener en cuenta que esta diferencia respecto del objeto de la acción derivativa no implica en caso alguno alterar la causa de pedir. En efecto, la fuente de esta obligación de restituir ganancias ilícitas en el ámbito de las sociedades anónimas no se funda en un principio de enriquecimiento injustificado, sino en una infracción al estándar común de culpa leve que imponen los deberes de lealtad³².

En todo caso, cualquiera sea el objeto o la causa de pedir, la Ley de Sociedades Anónimas establece un solo conjunto de reglas para determinar la legitimación activa. Como en muchas otras jurisdicciones, la naturaleza restrictiva de estas reglas refleja las dificultades conceptuales que suponen entregar a los accionistas una facultad procesal para subrogarse en los derechos de la compañía y litigar en su beneficio³³. Con todo, desde un enfoque de derecho comparado, lo distintivo de las reglas chilenas sobre legitimación activa es que no buscan remediar esas dificultades mediante mecanismos de control preventivo sobre el mérito de las acciones derivativas, como serían una instancia de admisibilidad judicial o la exigencia de aprobación previa del directorio³⁴. De hecho, para prevenir el peligro de litigios oportunistas y acciones sin fundamento, la Ley de Sociedades Anónimas confía exclusivamente en limitar la legitimación activa a cualquier director indivi-

³¹ De acuerdo con el artículo 44 de la Ley de Sociedades Anónimas, las ganancias sujetas a restitución incluyen tanto las adquiridas directamente por el director o gerente, como aquellas ganancias indirectas que se obtengan a través de interpósita persona de terceros relacionados. Una revisión de los criterios para estimar las ganancias que se encuentran sujetas a restitución por infracciones a deberes de lealtad, en Bernet (2007), pp. 144-150.

³² En sentido estricto, aunque la restitución de ganancias se encuentra generalmente asociada a razones de enriquecimiento injustificado, lo primero se refiere al objeto de la acción y lo segundo se refiere a la fuente de la obligación que constituye la causa de pedir. De este modo, pese a que la acción por infracciones a deberes de lealtad persigue una restitución de ganancias, su fundamento es simplemente la comisión de un ilícito civil, Birks (2005), p. 25. Con todo, éste es un asunto discutido en doctrina y para un enfoque diferente del aquí expuesto, Paz-Ares (2003), pp. 25-28.

³³ Reisberg (2007), pp. 76-124, con un exhaustivo análisis de la evolución del derecho inglés en esta materia, a partir del célebre caso *Foss v. Harbottle*.

³⁴ Romero y Díaz (2002), para una revisión comprensiva de las reglas procesales que regulan la acción derivativa, y en particular su posición crítica respecto de la ausencia de un procedimiento previo para que el directorio se pronuncie sobre el mérito de una potencial acción derivativa.

dualmente considerado, y al accionista, o grupo de accionistas, que reúna al menos un 5% del capital social³⁵.

Finalmente, una acción derivativa puede deducirse tanto ante la justicia ordinaria como ante un árbitro, quedando esta decisión a discreción del demandante. Según el artículo 125 de la Ley de Sociedades Anónimas, cualquier diferencia entre los socios de una sociedad anónima y sus administradores debe ser sometida a un árbitro, que, salvo disposición estatutaria en contrario, resolverá el conflicto como arbitrador. No obstante, el inciso segundo del referido artículo permite al demandante sustraer al árbitro del conocimiento del litigio y someterlo a la justicia ordinaria. De este modo, en términos prácticos, el arbitraje solamente resulta obligatorio para el demandado³⁶.

4. LOS COSTOS ASOCIADOS A UNA ACCIÓN DERIVATIVA

La efectividad de la acción derivativa como herramienta de control del directorio y la gerencia depende en gran medida de que los demandantes puedan evitar los costos económicos asociados al litigio. Atendido que el demandante derivativo litiga en beneficio de la sociedad anónima, cualquier suma de dinero que obtenga a título de indemnización de perjuicios y/o restitución de ganancias deberá ser entregada íntegramente a la compañía. Por esta razón, el accionista litigante solamente se beneficiará de una eventual sentencia favorable a prorrata de su participación en el capital, compartiendo con los restantes accionistas el beneficio indirecto que significará aumentar el patrimonio de la compañía con el recupero del litigio. Sin embargo, pese a tener que repartir los beneficios de un éxito judicial entre todos los accionistas, el demandante derivativo deberá financiar en solitario todos los gastos asociados al litigio.

³⁵ Mientras la legitimación del director fue incluida en el mensaje presidencial, la exigencia de un 5% para los accionistas fue introducida mediante una moción parlamentaria dirigida precisamente a terminar con la discusión sobre los mecanismos necesarios para evitar que las acciones derivativas fueran utilizadas como un mecanismo de presión por parte de accionistas insatisfechos, García (2002), pp. 635-636.

³⁶ La regla de arbitraje obligatorio establecida por el artículo 125 de la Ley de Sociedades Anónimas se apoya en una antigua doctrina, según la cual, los tribunales deben abstenerse de interferir en las disputas que se produzcan entre los socios, salvo para disolver la compañía. No obstante, debido al interés público comprometido en el mercado de valores, se considera discutible extender esta doctrina al contexto de las sociedades anónimas abiertas, Puelma (2001), pp. 713-719.

En este sentido, la experiencia comparada demuestra que la capacidad de adaptar el sistema de costas judiciales al problema de incentivos que subyace en el hecho de litigar en beneficio de otra persona, constituye un aspecto crítico para la utilización de este mecanismo procesal³⁷. Con el objetivo de abordar este tópico, el artículo 133bis de la Ley de Sociedades Anónimas intentó establecer un estímulo económico para los demandantes derivativos, entregándoles el derecho a retener la totalidad de las sumas de dinero que consiguieran como consecuencia de una eventual condena en costas pronunciada en contra de los directores y gerentes demandados³⁸. Con todo, la completa falta de utilización de las acciones derivativas en Chile sugiere que el derecho a retener la totalidad de una posible condena en costas a los demandados no ha sido suficiente para estimular el activismo de nuestros accionistas.

Como se analiza a continuación, la ineficacia de este incentivo procesal obedece a que la valoración y procedencia de la condena en costas al demandado derivativo se encuentra sujeta a las reglas generales del procedimiento ordinario. El principio general en esta materia es que cada parte debe pagar sus propios gastos, sin perjuicio del eventual derecho a reembolso que tiene la parte vencedora, en caso que se condene en costas a la parte vencida. Con todo, el referido reembolso no suele cubrir todos los gastos reales en que incurrió la parte vencedora, sino sólo una pequeña fracción. Por su parte, esta diferencia es

³⁷ Al igual que Chile, durante los últimos veinte años muchos países introdujeron acciones derivativas en el ámbito de las sociedades anónimas. Quizás el mejor ejemplo de la relación entre el sistema de costas judiciales y las acciones derivativas sea Japón, donde en 1993 una reforma legal disminuyó la carga económica que debían soportar los demandantes derivativos, generando un aumento exponencial en el número de litigios de este tipo, West (2002), pp. 354-358. Para conclusiones similares en otras jurisdicciones: Reisberg (2003), pp. 251-253, respecto de Israel; Kim (2006), n. 41-42, sobre la situación en Corea del Sur; y, Huang (2007), pp. 248-250, acerca de la reciente incorporación de las acciones derivativas en China.

³⁸ Resulta ilustrativa la manera en que la SVS apoyó la incorporación de este estímulo económico durante su tramitación legislativa, señalando: “el incentivo que se otorga a los accionistas es que aun cuando se confiere un verdadero mandato legal a los accionistas para demandar en representación de la compañía, el costo que éstos asuman, así como las costas que irían en beneficio de su representada, se rompen y van en su exclusivo beneficio, lo cual ayudará a que efectivamente quien obtenga beneficios para la sociedad, no se verá perjudicado al asumir con su peculio, los onerosos costos que lleva envuelto un proceso judicial”, ver Informe de la Comisión de Hacienda del Senado en Boletín N° 2289-05, pp. 67-68.

producto del procedimiento que debe emplear el tribunal para valorar los gastos incluidos en la condena en costas.

Las reglas que rigen los procesos civiles clasifican los costos asociados a un litigio en dos categorías, detallando respecto de una de ellas qué tipo de gastos está sujeto a reembolso y la manera en que deben ser valorados por el tribunal. Éste es el caso de las *costas procesales*, que son aquellas que corresponden a los gastos incurridos para realizar trámites judiciales. Las costas de este tipo solamente están sujetas a reembolso cuando son consecuencia de diligencias útiles, esto es, trámites judiciales que contribuyen a dar curso progresivo al juicio. Conforme al artículo 139 del Código de Procedimiento Civil, las costas procesales se valoran según las tarifas que periódicamente se fijan para los trámites judiciales mediante decreto supremo, con independencia de los gastos en que efectivamente haya incurrido la parte y que generalmente superan el valor de las tarifas oficiales³⁹.

Por otro lado, las así llamadas *costas personales* consisten en los gastos que supone pagar los honorarios de los abogados patrocinantes y de los otros profesionales que han intervenido en el juicio, como por ejemplo los peritos forenses que emiten informes para acreditar ciertos hechos de la causa. A diferencia de lo que sucede con las costas procesales, el reembolso de las costas personales no se encuentra sujeto a una apreciación del tribunal respecto de la utilidad que hayan tenido los servicios profesionales para el progreso del litigio. Sin embargo, la determinación del monto sujeto a reembolso es un asunto regulado discrecionalmente por el tribunal, y al igual que en el caso anterior, también suele ser fijado en una suma inferior a los valores de mercado⁴⁰.

³⁹ Las tarifas a que están sujetos los receptores judiciales se encuentran establecidas por el Decreto Exento N° 593-98 del Ministerio de Justicia. A modo ejemplar, los honorarios de los receptores judiciales por la primera notificación están fijados en un valor a suma alzada que varía entre Ch\$6.000 y Ch\$18.000. Mientras, la remuneración asociada al examen de testigos tiene un valor por hora de entre Ch\$4.300 y Ch\$8.500. Para un análisis de la diferencia entre las tarifas oficiales y el valor que efectivamente pagan las partes por la práctica de diligencias judiciales, Mery (2006), pp. 24-25.

⁴⁰ Hasta 1981, cuando la colegiatura profesional era obligatoria, existía una excepción respecto de los honorarios de abogados que permitía el reembolso de las costas personales hasta el monto determinado por las tarifas que establecía el colegio profesional respectivo. Una breve síntesis de la evolución histórica y regulación actual de los colegios profesionales, en Fuenzalida (2007), pp. 132-137.

Los límites que supone esta forma de valorar las costas judiciales no son el mayor, ni mucho menos el único, obstáculo que enfrenta la parte vencedora para obtener un reembolso efectivo de los gastos en que incurrió durante el litigio. En efecto, el derecho mismo al reembolso de las costas judiciales se encuentra excluido en dos importantes casos. Primero, solamente se otorga este derecho a reembolso en contra de aquella parte que resulta *totalmente* vencida, lo que restringe el ámbito de aplicación de este mecanismo a los casos donde la demanda es acogida o rechazada en su totalidad. Segundo, y más importante, incluso cuando una parte obtiene una victoria judicial completa, el tribunal todavía puede exonerar a la parte totalmente vencida de reembolsar los costos asociados al litigio, cuando considera discrecionalmente que esa parte tenía un *motivo plausible* para litigar⁴¹.

La amplitud con que cuentan los tribunales para negar el derecho a reembolso en virtud del *motivo plausible*, junto con la exigencia de que su contraparte sea totalmente vencida, configuran un sistema donde los posibles demandantes difícilmente podrán recuperar esa fracción de los gastos asociados al litigio que supone tanto la tasación estandarizada de las costas procesales, como la regulación de las costas personales bajo valores de mercado. Además, esas dificultades aumentan exponencialmente en el contexto de una acción derivativa. En efecto, un aspecto determinante para obtener el acogimiento total de una demanda consiste en que su petitorio refleje con precisión la condena que debería pronunciar el tribunal, en caso de que se consiga probar los hechos. Tratándose de una pretensión por responsabilidad extracontractual, ello implica que el petitorio de la demanda deberá consignar una suma de dinero que represente de manera exacta aquellos perjuicios que el demandante está en condiciones de acreditar durante el juicio.

La situación para un demandante derivativo consiste en que tanto al momento de redactar el petitorio de su demanda, como al momento de acompañar al juicio los instrumentos probatorios que acrediten su pretensión, deberá enfrentar las asimetrías de información

⁴¹ El Código de Procedimiento Civil no define lo que debe entenderse como motivo plausible para litigar, pero teniendo en cuenta la evidente amenaza que supondría un uso indiscriminado de esta excepción, la mayor parte de la doctrina destaca su naturaleza restrictiva y que ella debe ser utilizada con extrema cautela por los tribunales. En este sentido, suele señalarse que el motivo plausible debe *constar expresamente* en el expediente, y debe además consistir en *circunstancias calificadas* como para presumir que razonablemente indujeron a una parte a litigar, Stoehrel (1995), pp. 56-57.

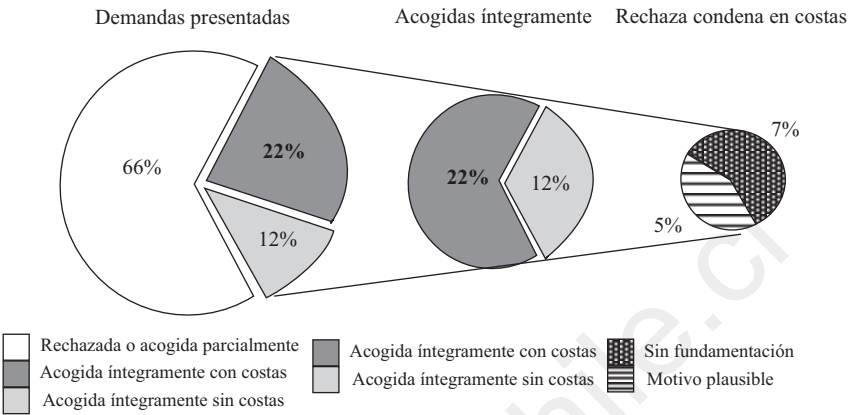
que supone perseguir los ilícitos cometidos por los directores y gerentes de una sociedad anónima, quienes en virtud de su cargo controlan gran parte de la información relativa a su propia gestión⁴². De este modo, incluso los directores y gerentes que sean claramente culpables de infringir sus deberes fiduciarios se encuentran en una mejor posición relativa que la generalidad de los demandados, ya sea para evitar que el demandante derivativo obtenga una victoria completa, como para conseguir que el tribunal considere que tenían *motivo plausible* para litigar. Por ello, los costos de transacción que supone para el demandante derivativo el hecho de recopilar la prueba de los perjuicios y ganancias cuya condena en dinero reclama, le imponen una carga aun mayor en orden a conseguir el eventual reembolso de los gastos asociados al litigio.

Nuestra revisión de la práctica judicial chilena permite confirmar este panorama desalentador para los demandantes derivativos. Durante el período comprendido entre los años 2005 y 2006 fueron conocidos 447 casos de responsabilidad extracontractual ante la Corte Suprema⁴³. Sobre esta muestra, un 34% de los casos terminaron con un demandado totalmente vencido, pero sin embargo solamente en el 22% de los casos el demandante vencedor obtuvo la condena en costas. En otros términos, al 78% del total de los demandantes le fue negada la condena en costas, y en consecuencia debieron soportar todos los gastos en que incurrieron durante el litigio. Por su parte, un 66% de estos casos responde al hecho de que la demanda fue rechazada o no fue acogida en su totalidad. Por último, el remanente 12% obedece a que el tribunal estimó que el demandado *totalmente vencido* tenía *motivo plausible* para litigar, o bien simplemente rechazó la condena en costas sin consignar los fundamentos de su decisión sobre este punto.

⁴² Reisberg (2007), pp. 85-86.

⁴³ Estos casos fueron remitidos desde cortes de apelaciones y tribunales de instancia de distintos lugares del país, correspondiendo a procedimientos ordinarios iniciados en distintas fechas. Atendido que la decisión para radicar un litigio ante la Corte Suprema está completamente entregada a las partes, quienes deciden voluntariamente la manera de impugnar las decisiones de los tribunales inferiores, la revisión de las sentencias falladas por la Corte Suprema carece del sesgo estadístico que supondría revisar un tribunal con una competencia material o territorial más acotada. Por ello consideramos que, pese al breve espacio de tiempo incluido en la muestra, ella debería representar adecuadamente la realidad nacional en materia de condena en costas.

FIGURA Nº 1: PRÁCTICA JUDICIAL SOBRE CONDENA EN COSTAS 2005-2006



Fuente: Elaboración propia. Corresponde a la investigación hecha para este trabajo y los lectores pueden consultarla en el Centro de Regulación y Competencia de la Facultad de Derecho, Universidad de Chile.

Por lo tanto, aunque la ley asume como un principio general el reembolso al vencedor de los gastos en que haya incurrido durante un juicio, la verdad es que su propio sistema de limitaciones y excepciones determina que solamente dos de cada diez demandantes efectivamente consigan terminar el juicio con algún tipo de reembolso. De este modo, resulta de toda evidencia práctica que el reembolso de los costos asociados a un litigio es una excepción y no una regla general. El efecto de esta realidad sobre la acción derivativa es que si el demandante se ve obligado a soportar las costas judiciales, sólo resultará atractivo litigar a un accionista que tenga un porcentaje importante de participación en el capital de la compañía. Únicamente en ese caso el beneficio individual que supone para el demandante un incremento en el patrimonio de la compañía excederá los costos asociados al litigio necesario para obtener ese beneficio.

En otros términos, atendido que resulta razonable esperar que los costos asociados a una demanda derivativa deban ser soportados por el demandante, éste solamente tendrá un incentivo a demandar cuando su porcentaje de participación accionaria supere el porcentaje

que las costas representan en la suma que espera obtener como condena. El problema con ello es que la experiencia indica que un accionista con semejante porcentaje de participación debería tener una influencia importante en el nombramiento de directores y gerentes, por lo que seguramente estará más interesado en evitar una acción derivativa que en ejercerla. De este modo, las reglas procesales sobre costas frustran el propósito de las reglas sustantivas que conciben la acción derivativa como un mecanismo para proteger a los accionistas minoritarios.

Con mayor precisión, un análisis apropiado de los costos y beneficios que supondría demandar derivativamente conduce a la siguiente comparación en el caso donde el inversionista puede diversificar perfectamente este riesgo, hasta convertirse en neutral al riesgo:

$$p > \frac{\alpha * (C_{pr} + C_{per})}{R_I * \beta_I}$$

donde

- p : es el porcentaje de participación accionaria que tiene el demandante sobre la compañía en cuyo beneficio demanda;
- α : es la probabilidad de que el demandante deba soportar los costos en que incurrió durante el litigio, debido a que el tribunal rechaza condenar en costas al demandado;
- C_{pr} : es el monto total de las costas procesales en que incurrirá el demandante para intentar que su demanda sea totalmente acogida;
- C_{per} : es el monto total de las costas personales en que incurrirá el demandante para intentar que su demanda sea totalmente acogida;
- R_I : es el recupero o monto total de lo que se espera obtener como condena en beneficio de la compañía; y,
- β_I : es la probabilidad de que la demanda sea efectivamente acogida en su totalidad.

Atendido que un potencial demandante derivativo enfrenta un 78% de probabilidad de tener que soportar los costos en que incurra durante el litigio (α), y que solamente tiene un 34% de probabilidad de

que su demanda sea acogida en su totalidad (β_I), esta fórmula revela que la situación práctica en Chile es que quien quiera demandar derivativamente necesitará un porcentaje de participación accionaria igual a 2,3 veces ($2,3 = 0,78/0,34$) el cociente de costos dividido por recupero. Así por ejemplo, en caso de que dicho cociente fuera 0,05, el porcentaje de participación accionaria requerido es 11,5%. Como se aprecia, ello excede con creces el 5% requerido por la Ley de Sociedades Anónimas a título de legitimación activa. Además, lo anterior es sin perjuicio de que incluso si el demandado consigue quedar dentro del afortunado 22% de los casos que obtienen una condena en costas, las reglas para su tasación y regulación sólo le permitirán obtener el reembolso de una pequeña fracción de lo que efectivamente haya gastado.

5. EL HISTÓRICO CASO CHISPAS

Desde que fue incorporada en la Ley de Sociedades Anónimas hace casi diez años, ni una sola demanda derivativa ha sido interpuesta ante nuestros tribunales. Esta manifiesta pasividad de los accionistas minoritarios chilenos en ningún caso refleja que durante ese período les hayan faltado motivos para recurrir a la justicia buscando la defensa de sus intereses. Por el contrario, desde el año 2000 ha habido al menos cuatro casos donde una acción derivativa habría sido una herramienta útil para remediar los ilícitos cometidos por directores y gerentes de distintas sociedades anónimas, pero por alguna razón todos ellos fueron conocidos únicamente por la SVS y en el marco de un proceso administrativo sancionatorio⁴⁴. Además, sorprendentemente la propia SVS fundó sus condenas a los directores y gerentes involucrados, utilizando consideraciones dogmáticas similares a las que subyacen en las acciones derivativas, como sucede con la protección del accionista minoritario y la infracción de deberes fiduciarios.

El más importante de estos cuatro casos fue el célebre *Mackenna y otros con SVS* (conocido como el *Caso Chispas*), que terminó en

⁴⁴ Ver *In re Mackenna y otros* (Resoluciones Exentas de la SVS N° 351 a 353 y 371 a 373, todas de 1997, conocido como '*Chispas*'), *In re Bacigalupo* (Resolución Exenta de la SVS N° 316 de 1997, conocido como '*Campos Chilenos*'), *In re Diéguez* (Resolución Exenta de la SVS N° 572 de 2004, conocido como '*ESSBIO*'), e *In re Kravetz y otros* (Resoluciones Exentas de la SVS N° 247 a 253 de 2006, conocido como '*Schwager*').

el año 2005 cuando la Corte Suprema confirmó una multa cercana a los 70 millones de dólares sobre seis directores y gerentes de Enersis, por infringir sus deberes fiduciarios durante un intento de toma de control llevado a cabo por Endesa España⁴⁵. La configuración de los hechos resulta extremadamente atractiva desde la perspectiva de las acciones derivativas: después de su privatización a finales de la década del 80, el control sobre Enersis era ejercido por un grupo de “gestores clave” mediante dos mecanismos⁴⁶. Primero, mediante un 29% de participación accionaria en Enersis, que tenían a través de un conjunto de sociedades anónimas cerradas conocidas como las *Chispas*⁴⁷. A su vez, los seis gestores clave ejercían colectivamente el control sobre las Chispas como propietarios de un número de acciones suficiente para nombrar a cinco de nueve directores en cada una de estas compañías.

Todas las sociedades del grupo Chispas tenían dos series de acciones y los gestores clave eran dueños tanto del 100% de la serie B como del 20% de la serie A. El remanente 80% de la serie A se encontraba en manos de trabajadores de Enersis. En el grupo Chispas, la serie A representaba el 99,9% del capital social y daba un derecho sobre una fracción equivalente de las utilidades de la compañía. No obstante, permitía a sus dueños nombrar solamente a cinco de nueve miembros del directorio. En contraste, la serie B representaba un exiguuo 0,1% del capital social, pero tenía una preferencia para sobre-re-

⁴⁵ Nuestra descripción del *Caso Chispas* se funda exclusivamente en la información recogida en los expedientes administrativo y judicial, evitando valorar la plausibilidad de las tesis sostenidas por la defensa. Para un análisis sobre este punto, Lefort y Wigodski (2007). Atendido que los distintos contratos suscritos entre los *gestores clave* y Endesa España establecen sus precios en dólares de los Estados Unidos, para efectos de claridad se utilizará solamente esa unidad de valor, convirtiendo las sumas expresadas en pesos chilenos o en unidades tributarias, según el valor del dólar observado de la fecha respectiva.

⁴⁶ La denominación “gestores clave” es utilizada en los distintos contratos que se describen más adelante y se refiere a Fernando Mackenna, quien en esa época era presidente del directorio de Enersis; José Yuraszeck, quien era gerente general de Enersis; Marcelo Brito, quien era subgerente general de Enersis; Eduardo Gardella, quien era gerente de finanzas de Enersis; Arsenio Molina, quien era gerente de operaciones de Enersis; y Marcos Zylberberg, quien era asesor de la gerencia de Enersis y gerente general de varias filiales del grupo. Además, todos los gestores clave eran también directores de distintas filiales del grupo.

⁴⁷ El grupo *Chispas* incluía a Compañía de Inversiones Chispa Uno S.A., Compañía de Inversiones Chispa Dos S.A., Compañía de Inversiones Luz S.A., Compañía de Inversiones Luz y Fuerza S.A., y Compañía de Inversiones Los Almendros S.A. Debido a disposiciones estatutarias, todas las compañías del grupo se encontraban sometidas voluntariamente a las normas de las sociedades anónimas abiertas, y por ello, a la fiscalización de la SVS.

presentar esta serie en los distintos directorios de las Chispas, al otorgarles el derecho de elegir a los restantes cuatro directores⁴⁸. Según se muestra en la Tabla N° 1, mientras la propiedad sobre el 100% de la serie B permitía a los gestores clave elegir cuatro directores, la propiedad sobre el 20% de la serie A les permitía nombrar un director adicional con el que completaban la mayoría de la mesa directiva.

Segundo, los gestores clave también ejercían colectivamente un control fáctico sobre el gran número de accionistas minoritarios que tenía Enersis, ya fuera como titulares de poderes especiales para representarlos en las juntas, o simplemente como consecuencia de la apatía racional que mueve a los accionistas a confiar en las recomendaciones de la administración de la compañía⁴⁹. Ello no fue casual. Debido a las políticas adoptadas durante su privatización, la propiedad de Enersis se encontraba dispersa entre más de diez mil accionistas, incluyendo a los gestores clave a través de las Chispas, a inversionistas institucionales como AFP o inversionistas extranjeros titulares de ADR, y a un extenso número de accionistas minoritarios. Además, durante el período que siguió a la privatización de Enersis la administración de los gestores clave fue enormemente exitosa, aumentando el valor de la compañía desde 400 a 5.000 millones de dólares en solamente quince años. Así, aunque a través de las Chispas los gestores clave solamente podían nombrar a dos de siete directores, su control fáctico sobre la junta de

TABLA N° 1: ESQUEMA DE CONTROL DE LOS GESTORES CLAVE

Accionistas	Participación	Utilidades	Directores
Gestores clave	100% de la Serie B	0,1% de utilidades	4 directores
Gestores clave	20% de la Serie A	19,95% de utilidades	1 director
Trabajadores Enersis	80% de la Serie A	79,95% de utilidades	4 directores

⁴⁸ De acuerdo con los estatutos de las sociedades del grupo Chispas, esta preferencia estaría vigente hasta el año 2100.

⁴⁹ Esta tendencia no es privativa de Enersis o del mercado de valores chileno. Es extensa la evidencia empírica que demuestra cómo, en distintas partes del mundo, existe un comportamiento sostenido por parte de los accionistas minoritarios en el sentido de ejercer su voto siguiendo ciegamente las recomendaciones del directorio y gerencia, Reisberg (2007), pp. 25-26; y en general, Black (1990).

accionistas les permitía ser continuamente renovados en sus puestos como directores y gerentes de las distintas empresas del grupo Enersis⁵⁰.

Durante 1997, Endesa España intentó obtener el control sobre Enersis y todas sus filiales. Presumiblemente para evitar una toma de control hostil, Endesa España comenzó a negociar con los gestores clave los términos para materializar la adquisición de Enersis⁵¹. El 30 de julio de ese año, el gerente general de Enersis, José Yuraszek, propuso oficialmente al directorio de la compañía, formado tanto por gestores clave como por directores independientes, las condiciones generales del acuerdo para materializar la adquisición. El resultado de la reunión de directorio fue que los gestores clave obtuvieron autorización expresa para celebrar un contrato de alianza estratégica entre Endesa España y Enersis (el Contrato de Alianza Estratégica). En este contrato, de fecha 2 de agosto de 1997, Endesa España declaraba su intención de adquirir al menos el 66,67% de la serie A de las Chispas y de crear una nueva sociedad anónima donde compartiría la propiedad con Enersis bajo un esquema de porcentaje de 55/45. El objetivo de esta nueva compañía habría sido invertir en el sector eléctrico en distintos países de Latinoamérica.

Sin embargo, durante la referida sesión del directorio de Enersis, tanto José Yuraszek como Fernando Mackenna omitieron declarar las negociaciones paralelas que mantenían con Endesa España. Estas negociaciones paralelas concluyeron con la firma de tres contratos vinculados, también de fecha 2 de agosto de 1997. El primer contrato consistió en la compra del 51% de la serie B de las Chispas, por un precio global 249,2 millones de dólares, cuyo pago quedaba sujeto a la condición suspensiva de que Endesa España efectivamente consiguiera adquirir el 66,67% de la serie A de las Chispas (el Contrato de Compra de Acciones). En este contrato, los gestores clave vendían el 20% que tenían sobre la serie A de las Chispas, obligándose también a promover la oferta que Endesa España planeaba realizar entre los trabajadores de Enersis que detentaban el restante 80%. En contraprestación, Endesa España prometía recompensar a los gestores clave hasta con 16 millones de dólares en el caso de que convencieran a los trabajadores de

⁵⁰ Rodríguez (2005), quien actuó como abogado de los gestores clave durante el juicio, y se refiere a esta capacidad de influencia sobre los accionistas minoritarios como un “control fáctico y precario”.

⁵¹ Pfeffer (2005), quien actuó como abogado de la SVS durante el juicio y destaca que, para prevenir una toma de control hostil, los estatutos de Enersis prohibían que cualquier accionista fuera propietario de más del 32% del capital social.

Enersis de vender sus acciones a un precio menor del que ambas partes habían proyectado⁵².

Mediante un segundo contrato, Endesa España prometió adquirir el 49% de la serie B de las Chispas que retenían los gestores clave, por un precio global de 256,8 millones de dólares (la Promesa de Compra de Acciones). Con todo, esta nueva compra de acciones estaba sujeta a la condición de que los gestores clave ejercieran en favor de Endesa España las facultades asociadas a sus cargos como directores y gerentes de las distintas compañías del grupo Enersis. A mayor abundamiento, las partes acordaron que el precio prometido se pagaría en cinco cuotas anuales y que los gestores clave perderían su derecho a percibir las cuotas pendientes en caso que, durante ese período de cinco años, el directorio de Enersis o su junta de accionistas rechazara cualquier propuesta de Endesa España relativa a planes de inversión, políticas de endeudamiento, distribución de utilidades o incluso el nombramiento de gerentes en las distintas compañías del grupo Enersis. Como contraprestación final, Endesa España prometía recompensar a los gestores clave con el pago de una cuota final indexada a las utilidades consolidadas del grupo Enersis durante el período 1997-2001.

El tercer contrato celebrado entre los gestores clave y Endesa España detallaba las obligaciones de los primeros bajo la Promesa de Compra de Acciones (el Contrato de Gestión). El objetivo de este contrato era asegurar que Endesa España tuviera un control efectivo sobre los directorios y juntas de accionistas de todas las compañías del grupo Enersis. De este modo, al combinar estos tres contratos queda en evidencia que el resultado esperado de la negociación era que la adquisición del paquete de acciones que los gestores clave tenían en las Chispas, entregara a Endesa España no solamente el control sobre esa compañía, sino también sobre todo el grupo Enersis. En otras palabras, mediante este esquema contractual los gestores clave no solamente enajenaban aquella parte de sus acciones en Chispas que permitían controlar el 29% de Enersis, sino también su capacidad de influencia sobre los accionistas minoritarios de ambas sociedades, e incluso su independencia de juicio como directores y gerentes de las distintas empresas del grupo.

⁵² De acuerdo con Parisi y Yáñez (2000), pp. 104-107, el gerente general de Enersis sostuvo diversas reuniones con los empleados de Enersis que eran propietarios del 80% de la serie A de las Chispas, con el objetivo de recomendarles vender sus acciones durante la oferta realizada por Endesa España.

Por esta razón, la operación de adquisición de las Chispas fue dividida en dos etapas. En la primera etapa, los gestores clave entregarían a Endesa España el control sobre las Chispas, transfiriendo una parte de su propio paquete de acciones en esa compañía y obligándose también a promover la oferta de Endesa España dentro del grupo de trabajadores de Enersis titulares del 80% de la serie A de las Chispas. Posteriormente, en la segunda etapa de la operación, los gestores clave venderían la porción restante de su paquete de acciones en las Chispas, bajo la promesa de ejercer en favor de Endesa España el control fáctico que tenían sobre los accionistas minoritarios de Enersis. Como se explica en la siguiente sección, los servicios de los gestores clave durante ambas etapas serían recompensados con el pago de un sobreprecio por la serie B de las Chispas.

La primera etapa de la operación concluyó exitosamente, con la adquisición por parte de Endesa España de prácticamente la totalidad de las acciones de la serie A y de un 51% de la serie B de las Chispas. Sin embargo, la segunda etapa de la operación no pudo llevarse a cabo según lo previsto. Como consecuencia del inicio de una investigación por parte de la SVS, los gestores clave fueron removidos de sus cargos directivos en Enersis y por ello acordaron con Endesa España abandonar la segunda etapa de la operación. Para ello, las partes resciliaron el Contrato de Gestión y ejecutaron anticipadamente la Promesa de Compra de Acciones por el restante 49% de la serie B de las Chispas. Esto último se realizó aplicando una cláusula específica de la Promesa de Compra de Acciones, para el caso que los gestores clave fueran cesados en sus cargos. Conforme a esta cláusula, la ejecución anticipada de la promesa implicaba disminuir el precio originalmente pactado de 256,8 millones de dólares, a una suma significativamente menor cercana a los 36 millones de dólares.

En noviembre de 1997, la SVS concluyó su investigación sancionando a los gestores clave con una multa global cercana a los 70 millones de dólares, por infringir sus deberes fiduciarios con Enersis. Según la sentencia de condena de la SVS, los ilícitos de los gestores clave se relacionaban con numerosas infracciones a sus deberes de lealtad, incluyendo la apropiación de oportunidades comerciales pertenecientes a Enersis y el ejercicio indebido de sus cargos directivos. No obstante, el principal reproche formulado por la SVS se relacionaba con el ocultamiento de información relativa a los conflictos de intereses

que enfrentaban los gestores clave durante la aprobación del Contrato de Alianza Estratégica por parte del directorio de Enersis. De este modo, el elemento determinante para formar la convicción de la SVS habría sido la falta de honestidad con que los gestores clave obtuvieron el consentimiento de los restantes directores de Enersis para materializar la operación.

Casi cuatro años después, el Quinto Juzgado Civil de Santiago decidió absolver a los gestores clave, fundado en una interpretación extremadamente formalista del contenido de sus deberes fiduciarios. De acuerdo con la sentencia de instancia, cualquier posible ilicitud en las negociaciones paralelas de los gestores clave con Endesa España se encontraba saneada por el mero hecho de que el gerente general y el presidente del directorio de Enersis habían obtenido la aprobación para celebrar el Contrato de Alianza Estratégica en la sesión del directorio correspondiente. Frente a esta decisión, la SVS apeló ante la Corte de Apelaciones de Santiago, quien revocó la sentencia de instancia enfatizando que los deberes fiduciarios aplicables a los directores y gerentes de sociedades anónimas exigían a los gestores clave comunicar expresamente al directorio el conflicto de intereses que enfrentaban al proponer la aprobación del Contrato de Alianza Estratégica con Endesa España. Finalmente, y en voto dividido, la Corte Suprema confirmó la sentencia de apelación y dejó a firme la multa impuesta por la SVS.

La mayor parte de la doctrina considera al *Caso Chispas* como un hito dentro del desarrollo del derecho corporativo chileno, no solamente por la magnitud de las multas y el prestigio de las personas involucradas, sino principalmente porque la Corte Suprema construyó su decisión sobre la base de un novedoso enfoque que suponía entender los deberes fiduciarios de directores y gerentes como un mecanismo cuidadosamente diseñado para proteger a los accionistas minoritarios. Al hacerlo, la Corte razonó con la lógica que subyace a las acciones derivativas, del mismo modo como también lo había hecho antes la SVS en casos menos publicitados.

6. MODELANDO EL CASO CHISPAS COMO UNA ACCIÓN DERIVATIVA

Aunque la acción derivativa se incorporó al sistema legal chileno recién a fines del año 2000, las disposiciones transitorias de esa reforma legislativa permitían demandar derivativamente por hechos ocurri-

dos antes de su entrada en vigor⁵³. Tratándose del *Caso Chispas*, los ilícitos que cometieron los gestores clave estaban sujetos a la regla general de prescripción de cuatro años aplicable a la responsabilidad extracontractual⁵⁴. Por esta razón, desde diciembre de 2000 y hasta agosto de 2001, tanto cualquier director de Enersis, como cualquier accionista que cumplieran el mínimo de participación accionaria exigido por el artículo 133bis de la Ley de Sociedades Anónimas, se encontraban legitimados para demandar derivativamente por las ganancias ilícitas obtenidas durante la negociación con Endesa España⁵⁵.

Teniendo en cuenta que los hechos del *Caso Chispas* entregaban fundamentos razonables para sostener una demanda derivativa, resulta lógico preguntarse por qué razón los accionistas minoritarios de Enersis nunca ejercieron una acción de este tipo. Una posible vía para explicar la pasividad de los accionistas en este importante caso consiste en reconstruir el problema económico que habría enfrentado un demandante hipotético que quisiera litigar derivativamente. Según se señaló, cualquier intento por reconstruir el problema económico que enfrenta-

⁵³ Al igual que la acción oblicua, la acción derivativa es sólo una forma de subrogarse en la pretensión de otro y ejercerla en su beneficio. Como la ley no otorga un nuevo derecho al demandante derivativo, sino solamente una forma distinta de hacerlo valer, la prescripción de la acción derivativa sigue las reglas aplicables a la pretensión y del mismo modo que si la acción fuera ejercida directamente por la sociedad anónima. Para una explicación de este razonamiento respecto de la acción oblicua o subrogatoria, Abeliuk (1993), pp. 624-628.

⁵⁴ Para determinar el plazo de prescripción, nuestro trabajo asume una posición conservadora, que consiste en aplicar la regla del artículo 2332 del Código Civil sobre responsabilidad extracontractual y comenzar el cómputo del cuatrienio desde la fecha en que se celebró la sesión de directorio de Enersis autorizando el Contrato de Alianza Estratégica. No obstante, pueden encontrarse dos tipos de argumentos para extender este plazo: por un lado, cierta parte de la doctrina considera que los deberes de los directores de sociedades anónimas tienen naturaleza contractual, aplicándose por tanto un plazo de prescripción de cinco años, Carey (1992), p. 97; por otro lado, también podría intentarse extender el plazo de prescripción sobre la base de la doctrina que exige la materialización del daño para que comience a correr la prescripción, Barros (2006), pp. 922-926.

⁵⁵ De acuerdo con la doctrina nacional, las reglas de la Ley de Sociedades Anónimas extenderían la legitimación activa para demandar derivativamente a cualquier accionista que tenga esa condición al menos cinco días antes de ejercer la demanda, Romero y Díaz (2002), p. 54. Con todo, como destacan los propios autores del estudio citado, ello resulta contradictorio con la *doctrina del accionista contemporáneo* que rige en la mayor parte de los sistemas legales que contemplan la acción derivativa. Esta doctrina exige, a título de legitimación activa, que el demandante tenga la calidad de accionista tanto al momento de la demanda como al momento en que se comete el ilícito, Clark (1986), pp. 650-652.

ría un demandante hipotético debe considerar los costos y beneficios asociados a una acción derivativa. Por el lado de los costos, la reconstrucción debe considerar los gastos en que debería incurrir el demandante durante el juicio ($C_{pr} + C_{per}$), junto con la probabilidad de que se viera obligado a soportarlos por un rechazo de la condena en costas (α). Por el lado de los beneficios, la reconstrucción debe considerar una apreciación del monto total de la condena o recupero que se espera obtener en beneficio de la compañía (R_I), junto con la probabilidad de obtenerlo en su totalidad (β_I).

Nuestra revisión de la práctica judicial chilena durante los años 2005 y 2006 muestra que por el lado de los costos, la probabilidad de que el demandante tenga que soportar definitivamente los gastos asociados al litigio (α) es cercana al 78%, y que por el lado de los beneficios, la probabilidad de obtener el acogimiento total de la demanda (β_I) es del orden del 34%. Por el contrario, es significativamente más difícil obtener una valoración razonable tanto de los costos asociados al litigio ($C_{pr} + C_{per}$) como del monto total de la condena o recupero que se espera obtener (R_I). Para empezar, precisamente porque nunca se ejerció una acción derivativa en el *Caso Chispas*, la valoración de ambos aspectos inevitablemente será hipotética. Además, no existe información estadística concluyente sobre lo que puede llegar a costarle a un demandante sostener un juicio ordinario, especialmente respecto de los honorarios de abogados. Con todo, es posible valorizar ambos aspectos a partir de algunos indicios confiables.

Respecto de las costas judiciales, una valoración razonable debe comenzar considerando los gastos asociados a la realización de los trámites esenciales en un litigio sometido a las reglas del juicio ordinario, lo que incluye pagar honorarios a receptores por las notificaciones que deben realizarse en las distintas etapas del juicio, así como por realizar audiencias de testigos y de absolución de posiciones. Considerando que nuestra hipotética acción derivativa se dirigiría en contra de los seis gestores clave, estos gastos en trámites judiciales ascenderían a una suma de por lo menos 3 mil dólares⁵⁶.

⁵⁶ Estos trámites deberían incluir necesariamente: una notificación personal y una notificación personal subsidiaria a cada demandado; una notificación por cédula del auto de prueba y de la sentencia definitiva al procurador común; dos diligencias de absolución de posiciones para cada demandado; y la deposición de dos testigos por cada uno de los cuatro puntos de prueba (acción, culpa, causalidad y perjuicios) que tienden a

No obstante, los gastos en que debería incurrir un demandante derivativo superan con creces los costos asociados a los trámites judiciales descritos. Para empezar, en juicios donde el régimen legal aplicable plantea dificultades interpretativas y que además suponen revisar aspectos técnicos de una empresa, los litigantes suelen defender su pretensión mediante peritajes contables, informes en derecho y otras actuaciones que requieren contratar profesionales calificados. De hecho, la evidencia del extenso litigio contencioso administrativo del *Caso Chispas* sugiere que los gastos asociados a este tipo de actuaciones significaron para las partes el desembolso de sumas importantes⁵⁷. Más aún, a todos estos gastos todavía deben agregarse los honorarios de los abogados encargados de llevar adelante el juicio. En este sentido, y aunque no existe evidencia decisiva sobre el punto, consideramos razonable suponer que un abogado hubiera cobrado una suma cercana al 12% del recupero obtenido en beneficio de Enersis⁵⁸.

De este modo, para modelar el *Caso Chispas* como una acción de responsabilidad extracontractual en beneficio de Enersis, solamente faltaría realizar una proyección razonable del monto total de la condena favorable o recupero que esperaría obtener nuestro hipotético demandante derivativo. Para esta difícil tarea, los precios acordados entre Endesa España y los gestores clave para el paquete de acciones correspondiente a la serie B de las Chispas, junto con el resultado final de la operación luego de que la investigación de la SVS acelerara la ejecución de la segunda etapa, constituyen una base confiable. Según se expuso, el precio originalmente pactado por todas las acciones de la serie B de

fijar los tribunales en los juicios sobre responsabilidad extracontractual. Su valorización se realizó mediante cotizaciones aleatorias con distintos receptores de la ciudad de Santiago.

⁵⁷ Sólo para ilustrar su magnitud, durante el litigio del *Caso Chispas* la SVS acompañó tres informes en derecho y siete informes financieros de peritos contables. Por su parte, la defensa de los gestores clave presentó siete informes en derecho y cuatro informes financieros de peritos contables. Aunque no es posible conocer los honorarios que efectivamente se pagaron a quienes emitieron los informes, el prestigio de los profesionales involucrados hace pensar que fueron sumas importantes.

⁵⁸ La razonabilidad del porcentaje propuesto puede ilustrarse con las tarifas recomendadas por el Colegio de Abogados, que para un juicio de este tipo varían entre un 6% y un 25% de la cuantía del juicio. Cabe destacar que el porcentaje propuesto es significativamente menor que el 20-30% considerado como realista para el contexto judicial norteamericano, Romano (1991), p. 60. Para un enfoque económico de la práctica chilena sobre honorarios de abogados, Mery (2006), pp. 27-29.

las Chispas ascendía a 506 millones de dólares, distribuidos en: (i) 249,2 millones por la primera parte del paquete, correspondiente al 51% de la serie; y, (ii) 256,8 millones por la segunda parte del paquete, correspondiente al restante 49% de la serie. Sin embargo, después de hacerse pública la investigación de la SVS, las partes decidieron acelerar la ejecución de la Promesa de Compra de Acciones, adquiriendo Endesa España la segunda parte del paquete a un precio global de 36 millones de dólares. Por tanto, aunque el precio originalmente pactado era 506 millones de dólares, debido a la aceleración del acuerdo, los gestores clave recibieron solamente 285,2 millones de dólares por todas las acciones de la serie B de las Chispas.

Con todo, difícilmente la totalidad de esos 285,2 millones puede ser reconducida a ganancias ilícitas derivadas de la infracción de deberes fiduciarios por parte de los gestores clave. En efecto, uno de los principales problemas que enfrentaban los jueces al resolver el *Caso Chispas* era que los gestores clave actuaron simultáneamente como accionistas de las Chispas y como altos ejecutivos del grupo Enersis. Actuando como accionistas de las Chispas, los gestores clave simplemente ejercieron su legítimo derecho a vender el control que tenían sobre esas compañías. Al contrario, actuando como directores y gerentes de Enersis, infringieron sus deberes fiduciarios al aceptar una recompensa a cambio de ejercer sus cargos en beneficio de Endesa España. El problema que genera esta duplicidad de roles es que el valor de esa recompensa ilícita se encuentra escondido dentro del precio por la transferencia de las acciones de la serie B de las Chispas.

Atendido que los gestores clave recibieron finalmente 285,2 millones de dólares de parte de Endesa España, para determinar el recupero esperable de nuestro hipotético juicio derivativo se hace necesario determinar cuál parte de esa suma corresponde a la referida recompensa ilícita y cuál parte corresponde a un precio real por las acciones de la serie B de las Chispas. Una alternativa para ello es considerar que las Chispas eran principalmente sociedades instrumentales, de modo que el objetivo de adquirir un número de acciones suficiente para elegir a la mayoría de sus directores era no solamente obtener el control del grupo sino principalmente el control sobre el único activo relevante de las Chispas, constituido por un conjunto de acciones representativo del 29% del capital de Enersis.

Mediante la oferta que los gestores clave se encargaron de aceptar y promover entre los trabajadores de Enersis, Endesa España adquirió prácticamente la totalidad de la serie A de las Chispas y el derecho a nombrar a cuatro de nueve directores en las distintas empresas del grupo. De este modo, cuando posteriormente Endesa España adquirió de los gestores clave el 51% de la serie B de las Chispas y el derecho a nombrar a dos directores adicionales, obtuvo también el control definitivo tanto de las Chispas como del 29% de participación accionaria que estas compañías tenían en Enersis. Por esta razón, el precio de 249,2 millones de dólares correspondiente a la primera parte del paquete de acciones de los gestores clave, necesariamente incluye una parte que responde a un precio real representado por el valor intrínseco del activo subyacente de las sociedades del grupo Chispas, es decir, por el valor de controlar el 29% de participación accionaria en Enersis.

A la fecha en que se materializó la compra de acciones entre Endesa España y los gestores clave, el valor de mercado de un conjunto de acciones representativo del 29% del capital de Enersis ascendía a 178,4 millones de dólares⁵⁹. De este modo, el precio acordado originalmente entre Endesa España y los gestores clave para la primera parte del paquete de acciones comprende 178,4 millones que pueden considerarse como el precio real por controlar el activo subyacente de las Chispas, así como también 70,8 millones de sobreprecio que seguramente constituían una contraprestación a los gestores clave por ejercer en beneficio de Endesa España sus cargos como directores y gerentes de Enersis.

Respecto del precio por la segunda parte del paquete de acciones, correspondiente al restante 49% de la serie B de las Chispas, las partes lo fijaron originalmente en 256,8 millones de dólares, pero sujeto a la condición de que los gestores clave cumplieran su compromiso de ejercer por los siguientes cinco años sus cargos como directores y gerentes de Enersis en beneficio de Endesa España. Aunque resulta sospechoso que el precio de la segunda parte del paquete fuera incluso mayor que el de la primera parte, en circunstancias que comprendía un menor número de acciones y no resultaba decisivo para el control de las Chispas, lo cierto es que esta etapa del acuerdo nunca llegó a

⁵⁹ De acuerdo con los datos que Enersis publica en su página web, el 2 de agosto de 1997 el precio de mercado de sus acciones cerró en 0,09 dólares por acción.

ejecutarse y se decidió acelerar la transferencia del restante 49% de la serie B de las Chispas a un valor de rescate de 36 millones de dólares. Atendido que la Promesa de Compra de Acciones establecía el valor de rescate precisamente para el caso en que los gestores clave fueran cesados en sus cargos en Enersis y actuaran solamente como accionistas de las Chispas, resulta razonable considerar que los 36 millones de dólares corresponden a un precio real por la segunda parte del paquete de acciones.

En definitiva, tanto el valor del activo subyacente de las Chispas incluido en la primera parte del paquete de acciones como el valor de rescate de la segunda parte del paquete pueden considerarse como un precio real por todas las acciones correspondientes a la serie B de las Chispas. De este modo, la diferencia de 70,8 millones de dólares entre lo que puede ser atribuido al valor de mercado de la serie B de las Chispas (214,4 millones) y lo que efectivamente se pagó por ese paquete de acciones (285,2 millones), parece haber funcionado como la recompensa que pagaba Endesa España a cambio de que los gestores clave infringieran sus deberes fiduciarios. Por lo tanto, el recupero que nuestro hipotético demandante derivativo razonablemente esperarí obtener en beneficio de Enersis (R), resultaría del siguiente cálculo⁶⁰:

$$R_I = (Pcom + Pprom) - (Vsub + Vres)$$

donde

$Pcom$: son los 249,2 millones de dólares efectivamente pagados a los gestores clave en virtud del Contrato de Compra de Acciones por el 51% de la serie B de las Chispas;

$Pprom$: son los 36 millones de dólares efectivamente pagados a los gestores clave en virtud de la Promesa de Compra de Acciones por el 49% de la serie B de las Chispas;

⁶⁰ Cabe hacer presente que nuestro cálculo no incluye los 16 millones de dólares con que Endesa España prometía recompensar a los gestores clave, en caso de que convencieran a los trabajadores de Enersis de vender sus acciones de la serie A de las Chispas a un precio menor que el proyectado por ambas partes. Ello obedece a que no existen antecedentes de que esa suma haya sido efectivamente pagada, y en todo caso los legitimados para demandar su restitución serían directamente los trabajadores de Enersis que vendieron sus acciones a un precio presumiblemente menor que el de mercado.

- Vsub* : son los 178,4 millones de dólares correspondientes al valor intrínseco del activo subyacente de las Chispas, es decir, el precio de mercado por un 29% de participación en el capital de Enersis; y,
- Vres* : son los 36 millones de dólares correspondientes al valor de rescate establecido en la Promesa de Compra de Acciones para el 49% de la serie B de las Chispas.

Por lo tanto

$$R_I = (249,2 + 36) - (178,4 + 36) = 70,8 \text{ millones de dólares}^{61}.$$

Como se muestra más abajo, cuando se utiliza la fórmula propuesta en la sección 4 el resultado final es que respecto del *Caso Chispas* un demandante derivativo necesitaría reunir al menos el 9,36% de participación accionaria en Enersis, para que recién entonces el beneficio indirecto que debería compartir con los restantes accionistas de la compañía logre compensar los costos en que debería incurrir para obtenerlo.

$$P = \frac{\alpha * (Cpr + Cper)}{\beta_I * R_I} = \frac{0,78 * (3.000 + 0,12 * 0,34 R_I)}{0,34 * R_I} = 9,36\%$$

$$\frac{2.255.479,2}{24.072.000} = 9,36\%$$

El problema es que, revisando los registros de accionistas de Enersis correspondientes al período durante el cual pudo ejercerse la acción derivativa en la Tabla N° 2, existían tres categorías de accionistas que podrían haber alcanzado un 9,36% de participación accionaria. Para empezar, los accionistas controladores constituidos por las sociedades del grupo Chispas, cuyo 29% de participación en el capital de

⁶¹ Como se aprecia, la suma propuesta como recupero probable del juicio derivativo concuerda con el monto de las multas impuestas por la SVS. En efecto, aunque no se dejó constancia del procedimiento utilizado por la SVS, el fallo de casación de la Corte Suprema en el *Caso Chispas* confirmó la magnitud de las multas, señalando que su monto fue determinado sobre la base de las ganancias que habría reportado para los gestores clave la infracción de sus deberes fiduciarios.

TABLA N° 2: ACCIONISTAS DE ENERSIS A DICIEMBRE DE 2000 Y AGOSTO DE 2001

Accionistas 2000	%	Accionistas 2001	%
Elesur S.A.	35,2	Elesur S.A.	35,2
Chispa Uno S.A.	21,4	Chispa Uno S.A.	21,4
Citibank N.A.	12,6	Citibank N.A.	8,9
Endesa Internacional S.A.	8,4	Endesa Internacional S.A.	8,4
A.F.P. Provida S.A.	4,2	A.F.P. Provida S.A.	4,2
A.F.P. Habitat S.A.	2,9	A.F.P. Habitat S.A.	2,9
A.F.P. Cuprum S.A.	2,0	A.F.P. Cuprum S.A.	2,5
A.F.P. Santa María S.A.	1,8	A.F.P. Santa María S.A.	1,9
A.F.P. Summa Bansander S.A.	1,6	A.F.P. Summa Bansander S.A.	1,5
The Chile Fund Inc.	0,4	Consorcio Nacional de Seguros S.A.	0,5
The Chile Emerging Markets	0,4	Banchile Corredores de Bolsa S.A	0,5
A.F.P. Planvital S.A.	0,3	The Chile Fund Inc.	0,4
10.129 Accionistas	8,3	9.811 Accionistas	11,2

Enersis estuvo primero en manos de los gestores clave y después de Endesa España. Enseguida, inversionistas institucionales tales como administradoras de fondos de pensiones y sociedades extranjeras tenedoras de ADR, cuya participación accionaria individual era de entre 1% y 5%. Por último, más de diez mil accionistas individuales dispersos, cada uno de ellos diluido con menos de 0,3% de participación en el capital de Enersis.

Teniendo en cuenta que los accionistas controladores de Enersis seguramente no tenían ningún interés en iniciar un litigio en contra de ellos mismos o de quienes alguna vez fueron sus aliados estratégicos, solamente las otras dos categorías de accionistas pueden considerarse como posibles candidatos a nuestra hipotética demanda derivativa. Sin embargo, y con la única excepción de una sociedad representante de tenedores de ADR que alcanzó al 12,6% de participación en Enersis durante un breve lapso de tiempo, los otros candidatos a demandar derivativamente tendrían que haberse asociado con otros accionistas para completar el mínimo de participación accionaria requerida para cubrir los costos asociados al litigio. No obstante, debe tenerse en cuenta que el referido 9,36% de participación accionaria solamente representa el punto de indiferencia donde los beneficios indirectos de obtener una condena en favor de Enersis apenas compensarían las sumas de dinero que deberían desembolsar los litigantes para intentar obtenerla en el caso que los litigantes fueran neutrales al riesgo. Por

ello, seguramente los candidatos a ejercer nuestra hipotética demanda derivativa buscarían reunir un número mayor de accionistas con quienes compartir el costo fijo del litigio.

7. LAS AFP BAJO LA LUPA DEL CASO CHISPAS

Ninguno de los argumentos presentados hasta aquí permite explicar suficientemente la ausencia de un acuerdo que reuniera a un grupo de accionistas representativo del 9,36% del capital de Enersis. El registro de accionistas de Enersis sugiere que los principales candidatos para asociarse con el objetivo de ejercer colectivamente una acción derivativa en contra de los gestores clave eran el grupo de entre cinco y seis AFP cuya participación conjunta superaba el 12% del capital de Enersis.

El análisis de la conducta colectiva de las AFP supone incorporar nuevos antecedentes al debate. Para empezar, la ausencia de un dominio directo sobre las acciones en que están invertidos los fondos que administran diferencia a la generalidad de los inversionistas institucionales respecto de los restantes accionistas de Enersis⁶². Tratándose de las AFP, esta duplicación del problema de agencia constituye un aspecto extensamente regulado por el Decreto Ley 3.500 y su normativa complementaria⁶³. En particular, el sistema legal de comisiones de administración con que se remunera el trabajo de las AFP afectaría significativamente el incentivo para que cada una iniciara una demanda y dificulta cualquier explicación sobre la manera en que podrían distribuirse internamente los costos del litigio entre las AFP y sus afiliados. De este modo, cualquier intento de formular una hipótesis alternativa a partir del sistema legal de las comisiones de administración requeriría reconstruir la estructura interna de los fondos administrados por cada AFP⁶⁴.

La experiencia comparada demuestra que la incapacidad de este tipo de juicios para afectar el valor bursátil de las compañías en cuyo

⁶² Para una interesante discusión acerca de las razones que diferencian a los inversionistas institucionales de los restantes accionistas de una sociedad anónima, Black (1992).

⁶³ Conforme al artículo 33 del Decreto Ley 3.500, cada fondo de pensiones es un patrimonio independiente, sin que las AFP tengan dominio sobre ellos. Una explicación general del sistema de AFP, en Acuña e Iglesias (2000), pp. 442-448.

⁶⁴ Una aproximación a las dificultades que presenta explicar la conducta de las AFP a partir de los incentivos que genera el sistema legal de comisiones, Reyes y Castro (2008), pp. 15-16.

beneficio se litiga, restringe ostensiblemente las posibilidades del demandante para vender su paquete de acciones en un precio que incluya la expectativa de obtener una sentencia favorable⁶⁵. Por esta razón, la naturaleza indirecta del beneficio que suponía aumentar el patrimonio de Enersis con el monto del recupero exigiría que nuestro hipotético demandante derivativo estuviera dispuesto a renunciar a la liquidez de su inversión y mantener su calidad de accionista hasta el final del juicio⁶⁶. En este contexto, la extensa duración de los litigios en Chile sugiere que la pérdida del valor que las AFP típicamente asignan a la iliquidez de sus inversiones constituye un costo asociado al litigio derivativo que podría explicar la ausencia del acuerdo de actuación conjunta entre las AFP⁶⁷. No obstante, nuevamente las posibles diferencias entre sus políticas de inversión o su grado de aversión al riesgo impiden determinar si la necesidad de asumir un compromiso a largo plazo con Enersis efectivamente habría influido en la decisión de las AFP y, en caso afirmativo, cuantificar la magnitud de esta circunstancia para cada una⁶⁸.

Con todo, las disposiciones del Decreto Ley 3.500 exigen no solamente tomar en cuenta los incentivos *positivos* a litigar que establecería el diseño institucional del sistema de AFP, sino también los incentivos *negativos* que representaba una posible infracción a sus deberes fiduciarios. De acuerdo con los artículos 147 y siguientes del referido cuerpo legal, los inversionistas institucionales de este tipo están sujetos al deber específico de proteger los fondos de sus afiliados, encontrándose expresamente facultados para perseguir judicialmente a quienes causen perjuicios a las inversiones que administran y respondiendo hasta de la culpa leve por los daños derivados de su pasividad judicial. Por esta razón, podría entenderse que las AFP estaban obligadas a alcanzar un acuerdo para demandar colectivamente en el *Caso Chispas*, o bien arriesgarse a ser objeto de acciones civiles y multas administrati-

⁶⁵ Romano (1991) y West (1994).

⁶⁶ Coffee (1991).

⁶⁷ Para una aproximación a la duración de los litigios en Chile, Mery (2006), pp. 10-20. No obstante, debe tenerse en cuenta que el valor de este costo asociado al litigio derivativo podría disminuir en caso que el demandante decidiera someter la controversia a arbitraje, ver *supra*, n. 35.

⁶⁸ Sobre la dificultad de medir el valor que cada AFP asigna a la liquidez de sus inversiones, Majluf y otros (1998). En todo caso, tanto las obligaciones de diversificación establecidas por el Decreto Ley 3.500 como la concentración del mercado de valores chileno parecerían afectar negativamente la disposición de las AFP para someterse a la restricción adicional de liquidez que supondría un litigio, Iglesias (2000), pp. 123-125.

vas en virtud de la infracción a los deberes fiduciarios que tenían con sus afiliados. Sobre esto último, la literatura especializada demuestra que los afiliados de las AFP seguirían un patrón reactivo de comportamiento similar al de los accionistas minoritarios, quienes generalmente no toman la iniciativa frente a posibles infracciones a sus derechos y se limitan a ejercer acciones judiciales cuando existe una sanción aplicada previamente por un organismo público⁶⁹.

Bajo este enfoque, el costo de litigar derivativamente podría distribuirse entre todas las AFP participantes del acuerdo y la pasividad judicial tendría el costo alternativo de infringir sus deberes fiduciarios. Enseguida, la probabilidad de que el costo alternativo se hiciera efectivo mediante acciones civiles de sus afiliados y multas administrativas dependería de dos grupos de variables: en primer lugar, un factor endógeno consistente en la propensión de la Superintendencia de AFP para sancionar administrativamente este tipo de conductas; y, en segundo lugar, un factor exógeno representado por la tendencia de los tribunales de justicia con relación al acogimiento de las acciones civiles y la confirmación de las multas. De este modo, un análisis apropiado de los costos y beneficios que supondría para cada AFP ejercer colectivamente nuestra hipotética demanda derivativa debería incluir una comparación similar a la que se expresa en la siguiente fórmula:

$$\alpha * (b * Cpr + b * Cper) < \gamma * (R_2\beta_2 + R_3\beta_3)$$

donde

- α : es la probabilidad de que las AFP demandantes deban soportar los costos del litigio derivativo, debido a que el tribunal rechaza condenar en costas al demandado;
- b : es el porcentaje que tendría cada AFP en el acuerdo colectivo para demandar derivativamente, de acuerdo con su participación relativa en el capital de Enersis;
- Cpr : es el monto total de las costas procesales en que incurriría cada AFP demandante para intentar que la demanda derivativa fuera totalmente acogida;

⁶⁹ West (2002). Con relación al sistema de AFP, el artículo 149 del Decreto Ley 3.500 pareciera confirmar esta circunstancia al permitir expresamente que la Superintendencia de AFP se subrogue en los derechos de los afiliados para ejercer las demandas civiles en contra de su AFP.

- C_{per} : es el monto total de las costas personales en que incurriría cada AFP demandante para intentar que la demanda derivativa fuera totalmente acogida;
- γ : es la probabilidad de que la Superintendencia de AFP efectivamente impusiera una multa a cada AFP por infringir los deberes fiduciarios con sus afiliados;
- R_2 : es el recupero o monto total que los afiliados esperarían obtener como beneficio de una demanda civil en contra de cada AFP;
- R_3 : es el monto total de la multa que la Superintendencia de AFP podría imponer a cada AFP por infringir los deberes fiduciarios con sus afiliados;
- β_2 : es la probabilidad de que la demanda civil de los afiliados de una AFP sea acogida en su totalidad; y,
- β_3 : es la probabilidad de que la multa administrativa en contra de una AFP sea confirmada en su totalidad por los tribunales.

Aunque más adelante se revisan algunas posibles deficiencias de la fórmula propuesta, utilizando la información referida en las secciones anteriores de este trabajo (α , C_{pr} , C_{per}), es posible mantener el costo de ejercer una acción derivativa como punto de partida, y distribuirlo entre las AFP que participarían del acuerdo para demandar, a prorrata de su participación en Enersis ($bC_{pr} + bC_{per}$). Por su parte, el probable recupero de una demanda civil en contra de las AFP por parte de sus afiliados (R_2) debería incluir únicamente los beneficios indirectos y proporcionales de nuestra hipotética demanda derivativa ($p\beta_1 * R_1$). En el mismo sentido, teniendo en cuenta que nuestra revisión de la práctica judicial chilena incluye todo tipo de acciones de indemnización de perjuicios, la probabilidad de éxito de una demanda derivativa (β_1) puede extenderse sin problemas al contexto de las demandas civiles de los afiliados en contra de su AFP (β_2). En contraste, la valoración de las variables que dependerían de una eventual multa administrativa por parte de la Superintendencia de AFP requiere introducir información adicional.

En primer lugar, la ausencia de una sanción específica para las infracciones a los artículos 147 y siguientes del Decreto Ley 3.500 supone aplicar las reglas generales sobre esta materia que establece el Decreto con Fuerza de Ley N° 101 (Ley de la Superintendencia de

AFP). Conforme a su artículo 17 N° 2, la máxima cuantía de una multa de este tipo se determina por el menor valor entre 15.000 unidades de fomento y un 30% del valor de los actos o contratos ejecutados con infracción a la ley. Teniendo en cuenta que la disposición legal en comento carece de criterios para valorar posibles circunstancias atenuantes, una aplicación literal de esta regla permitiría valorar el monto total de la multa que podría imponer la Superintendencia de AFP (R_3), distinguiendo entre dos grupos de sancionados: mientras las cuatro AFP con mayor participación en Enersis quedarían sujetas al mismo límite máximo de 15.000 unidades de fomento, AFP Summa Bansander y AFP Planvital quedarían sujetas al límite variable del 30%.

En segundo lugar, las multas impuestas por la Superintendencia de AFP pueden ser objeto de reclamación ante los tribunales de justicia de acuerdo con el procedimiento establecido por el artículo 94 del Decreto Ley 3.500. De este modo, el acto administrativo que impone la multa puede utilizarse como un equivalente funcional de nuestra demanda derivativa y la probabilidad de éxito dependería entonces de la frecuencia con que la sanción sea confirmada judicialmente. Por otra parte, un horizonte temporal razonable para determinar la probabilidad de éxito debería considerar que el actual régimen de multas para las AFP fue establecido en el año 2000 —por la misma reforma que incorporó las acciones derivativas en nuestro sistema legal—, y que los recursos interpuestos desde enero de 2006 se encuentran todavía pendientes de fallo. Considerando las 214 multas impuestas por la Superintendencia de AFP durante el período comprendido entre los años 2000 y 2005, ocho fueron objeto de reclamación judicial y solamente tres de éstos recursos fueron acogidos total o parcialmente⁷⁰. Conforme a lo anterior, la probabilidad de éxito de una eventual multa contra cada AFP (β_3) ascendería a 98,60%.

En contraste, la ausencia de reacciones institucionales en contra de las AFP involucradas en el *Caso Chispas* sugiere que la propensión de la autoridad para sancionar esta pasividad judicial era relativamente baja. Para valorar esta circunstancia es posible dividir las 214 multas impuestas por la Superintendencia de AFP en tres grandes grupos que caracterizarían su política sancionatoria: obligaciones de informar, re-

⁷⁰ Ver *Boletín Estadístico* de la Superintendencia de AFP N° 153 a 189. La misma información se encuentra consolidada en la sección “Sanciones Sistema de Pensiones” de la página web de la actual Superintendencia de Pensiones (www.spensiones.cl).

gulación sobre las inversiones y beneficios a los afiliados. Con relación al primer grupo, el 36,45% del total de las multas corresponde a deberes de informar respecto de la propiedad de la AFP o sus filiales, transacciones entre partes relacionadas, notas a los estados financieros y distintos tipos de informes periódicos. En seguida, otro 34,11% del total de las multas puede incluirse dentro de un segundo grupo relativo a formalidades y procedimientos sobre custodia de valores, instrumentos emitidos en el extranjero, normas de encaje y límites de inversión. Por último, el tercer grupo permitiría reunir el 19,63% del total de las multas relacionadas con materias como la oportunidad de pago y el monto de pensiones, reconocimiento de bonos, descuentos indebidos y procedimientos para el traspaso de afiliados.

Como se aprecia, el 9,81% residual de las multas que escapa a estos tres grandes grupos reflejaría la propensión de la Superintendencia de AFP a sancionar infracciones de cualquier otro tipo. De este modo, aunque no existe un precedente administrativo de sanción respecto de la ausencia de un acuerdo entre las AFP para demandar derivativamente, esta *propensión a innovar* en la política sancionatoria permitiría calcular en 0,0981 nuestra probabilidad de que efectivamente se sancionara a las AFP en el *Caso Chispas* (γ)⁷¹. Otros antecedentes disponibles sobre la política sancionatoria de la Superintendencia de AFP permiten confirmar que el principal riesgo de nuestro enfoque sería pecar de conservadores valorando excesivamente esta probabilidad. De hecho, la ausencia de precedentes administrativos resulta consistente con una doctrina de la Superintendencia de AFP que buscaba restringir cualquier acuerdo entre este tipo de inversionistas que no tuviera por único objetivo el nombramiento de directores⁷². Más aún, algunos meses antes del período en que podría haberse ejercido nuestra hipotética demanda derivativa, el Fiscal Nacional Económico comunicó

⁷¹ En este sentido, otras multas incluidas en este grupo residual presentan interesantes analogías, como sucede con aquellas que sancionan el retraso en demandar judicialmente la cobranza de cotizaciones previsionales o la ausencia injustificada de una AFP en las juntas de accionistas de las compañías donde tenían invertidos sus fondos. Ver Resoluciones de la Superintendencia de AFP N° 53 de 2002, 11 de 2004, 20 de 2004, y 12 a 14 de 2005.

⁷² Ver Iglesias (2000), pp. 116-119, quien incluso reseña una resolución de la Superintendencia de AFP, donde este organismo público habría señalado que “es totalmente contraria al espíritu de la ley (DL 3.500) que una o más AFP formen una asociación o actúen en bloque para el ejercicio de sus derechos como accionistas”.

formalmente al presidente de la Asociación de AFP que los acuerdos colectivos en otro tipo de materias podían estimarse constitutivos de un ilícito de colusión⁷³.

Según se muestra en la Tabla N° 3, cuando se utiliza la información referida para analizar la conducta colectiva de las AFP en el *Caso Chispas* aparece en forma clara que el costo proporcional de ejercer colectivamente nuestra hipotética demanda derivativa, prácticamente duplicaba el costo alternativo de mantener su pasividad judicial. De acuerdo con nuestra fórmula, ello sería consecuencia principalmente de factores relacionados con la política sancionatoria de la autoridad. En efecto, extender la probabilidad de éxito de una demanda derivativa al contexto de las demandas civiles de los afiliados y comprobar el alto porcentaje de confirmación que tienen las multas impuestas por la Superintendencia de AFP permite descartar la relevancia de factores exógenos, como sería la actitud de los tribunales de justicia. Al contrario, la importancia que tiene el impulso inicial de las sanciones administrativas en el ámbito del mercado de valores explicaría el menor valor relativo de nuestro costo alternativo como consecuencia de una doctrina disuasiva de cualquier acuerdo colectivo entre las AFP.

En definitiva, el argumento central de este trabajo permitiría explicar que la pasividad individual de las AFP en el *Caso Chispas* habría estado motivada por las deficiencias de las reglas generales sobre costas judiciales y permitiría también determinar que el umbral de su pasividad colectiva se encontraba en un acuerdo representativo del 9,36% del capital de Enersis. Una disminución en los incentivos a litigar de cada

TABLA N° 3: COMPARACIÓN ENTRE LOS COSTOS DE LITIGAR Y LOS DE MANTENERSE PASIVOS PARA CADA AFP

Accionistas de Enersis	%	$\alpha * (bCpr + bCper)$	$\gamma * (R_2\beta_2 + R_3\beta_3)$
A.F.P. Provida S.A.	4,2	US\$ 740.079,11	US\$ 377.451,14
A.F.P. Habitat S.A.	2,9	US\$ 511.007,01	US\$ 273.041,65
A.F.P. Cuprum S.A.	2,0	US\$ 352.418,63	US\$ 200.758,16
A.F.P. Santa María S.A.	1,8	US\$ 317.176,76	US\$ 184.695,16
A.F.P. Summa Bansander S.A.	1,6	US\$ 281.934,90	US\$ 166.669,67
A.F.P. Planvital S.A.	0,3	US\$ 52.862,79	US\$ 31.250,56

⁷³ Oficio Ordinario de la Fiscalía Nacional Económica N° 17 de 1999.

AFP, debido al sistema de comisiones de administración o por las restricciones a la liquidez que significaba involucrarse en un juicio derivativo, podría contribuir a explicar la ausencia de este acuerdo. A su vez, tampoco parece razonable descartar la influencia de razones tan contingentes como los costos de imagen asociados a un juicio con la relevancia pública del *Caso Chispas*, o incluso una ignorancia inocente de los cambios legislativos cuya internalización habría excedido el breve período durante el que pudo ejercerse nuestra hipotética demanda derivativa⁷⁴.

Atendido que las eventuales demandas civiles y multas administrativas por infracción a los deberes fiduciarios de las AFP habrían impactado directamente en su patrimonio, la propensión de la Superintendencia de AFP para sancionar conductas de este tipo aparece como un elemento decisivo⁷⁵. En particular, una política pública activista que amenazara a las AFP con sanciones administrativas en caso de abstenerse de perseguir derivativamente los ilícitos de los directores y gerentes de las sociedades donde invierten sus fondos, seguramente habría permitido remontar los incentivos adversos que podría suponer el sistema legal de comisiones de administración, las restricciones a la liquidez durante la duración del litigio o las reglas sobre costas judiciales. Según se verá, ello tiene importantes consecuencias tanto para el proceso de convergencia del derecho corporativo, como para cualquier alternativa de reforma del sistema de acciones derivativas.

8. ALTERNATIVAS PARA CORREGIR LA ACCIÓN DERIVATIVA

De acuerdo con lo expuesto, cualquier mecanismo para promover el ejercicio de la acción derivativa entre los accionistas minoritarios requerirá necesariamente mejorar la capacidad del accionista demandante

⁷⁴ Sobre este punto, la reciente solicitud de arbitraje para resolver las diferencias entre AFP Capital y el accionista controlador de Farmacias Ahumada refleja la dificultad que supone analizar la ausencia de un acuerdo conjunto entre las AFP. Atendido que este caso consiste en una acción directa cuyo eventual recupero correspondería íntegramente al o los litigantes, resulta llamativo que el juicio haya sido iniciado individualmente por AFP Capital, en circunstancias que al menos otras tres AFP habían coincidido públicamente en el diagnóstico sobre los fundamentos de su demanda. Una interesante síntesis del conflicto, en Troncoso (2009).

⁷⁵ De acuerdo a los artículos 94 N° 8 y 148 del Decreto Ley 3.500, los directores y gerentes de cada AFP incluso estaban expuestos a responder solidariamente por este costo alternativo. Con todo, el poder disuasivo de esta responsabilidad solidaria tiende a estar neutralizado por los seguros de responsabilidad civil con que cuentan generalmente los directores y gerentes de las sociedades anónimas, ver Amunátegui (2007), pp. 27-29.

para transferir a un tercero los costos en que incurra durante el litigio. Así también, cualquier política pública que intente incentivar el activismo judicial de las AFP deberá contemplar una reforma legal que permita un reembolso efectivo de las costas judiciales, o bien, aumentar la magnitud de las multas en una proporción equivalente. Ahora bien, como suele suceder cuando se trata de corregir deficiencias en la legislación vigente, existen al menos tres alternativas que permitirían evitar que el demandante derivativo tenga que soportar los costos asociados al litigio.

Para empezar, la protección de los accionistas minoritarios podría entregarse a la SVS o cualquier otro órgano gubernamental, para que de manera similar a lo que realiza el Servicio Nacional del Consumidor en las materias de su competencia tome la iniciativa del litigio y soporte los costos asociados a su prosecución. Enseguida, podría establecerse una excepción para la acción derivativa respecto de las reglas del juicio ordinario, en orden a superar las dificultades que genera la práctica judicial restrictiva del reembolso de costas, debido a la exigencia de que el demandado sea *totalmente vencido* y a la excepción del *motivo plausible* para litigar. Por último, podrían adoptarse reglas especiales para el reembolso de costas en la acción derivativa, que asuman la así denominada *doctrina del fondo común* desarrollada por la práctica judicial norteamericana, que permite al demandante derivativo deducir del recupero obtenido en beneficio de la compañía todos los gastos en que incurrió durante el litigio.

Mientras la primera alternativa radica los costos asociados al litigio en el Estado, la segunda permitiría transferirlos al demandado y la tercera hacer lo propio respecto de la compañía en cuyo beneficio se demanda. La elección entre estas tres alternativas está lejos de ser neutral desde un enfoque de política pública. Una reforma que siga la primera alternativa descrita implicaría perseverar en la divergencia que se advierte entre el *modelo estándar* que inspira la Ley de Sociedades Anónimas y el *modelo de control estatal* que supone una práctica del derecho corporativo centrada en la fiscalización por parte de organismos públicos⁷⁶. En contraste, la segunda y tercera alternativas reforza-

⁷⁶ Con todo, debe tenerse en cuenta que este enfoque es consistente con cierta parte de la doctrina que destaca la similitud entre el sistema de protección de los accionistas minoritarios y el derecho del consumidor. Ver, Tapia (2005), p. 259, para un ejemplo de esta posición en el derecho nacional; y, Valenzuela (1993), pp. 26-27, quien enfatiza la '*indudable*' condición de consumidores que tendrían los accionistas minoritarios en el mercado de valores.

rían los fundamentos teóricos detrás de la acción derivativa, profundizando la convergencia hacia el *modelo estándar* que se adoptó como principio regulatorio en la reformas legislativas de 1981 y 2000.

Con todo, aunque ambos mecanismos permiten resolver el problema de incentivos que implica hacer soportar al demandante los costos de un litigio de cuyo recupero sólo se beneficiará de modo indirecto, únicamente el segundo tipo de correctivos permite que todos los accionistas con quienes se compartirá el beneficio indirecto de la condena tengan que soportar también indirectamente los costos necesarios para obtenerla. Éste es el enfoque de la *doctrina del fondo común* desarrollada por la práctica judicial norteamericana, en virtud de la cual un monto razonable de los costos en que incurrió el demandante derivativo se deduce del recupero que obtuvo en beneficio de la compañía, forzando así a los restantes accionistas a soportar los costos del litigio a prorrata de su porcentaje de participación en el capital de la compañía⁷⁷. Por lo demás, este mismo enfoque es el que suele aplicar nuestro derecho frente a desafíos procesales similares a los que supone la acción derivativa. Además del caso referido en la introducción respecto de quienes litigan en beneficio de la masa de acreedores, pueden también mencionarse el derecho a reembolso con que cuenta el administrador de un negocio ajeno o el comunero que incurre en gastos para el beneficio de la comunidad⁷⁸.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que la efectividad de un enfoque como el del *fondo común* para incentivar el ejercicio de demandas derivativas seguramente tendrá un efecto diferente según la categoría de accionista de que se trate. De hecho, existen buenas razones para creer que, incluso en un escenario que contemple un sistema de costas funcional a los objetivos de política pública que persigue la acción derivativa, este mecanismo procesal será comparativamente menos utilizado por el grupo de accionistas individuales que por el grupo que forman los inversionistas institucionales. Para empezar, la categoría de accionistas individuales tiene generalmente un menor número de acciones y enfrenta por ello mayores costos de transacción para reunir un grupo representativo del 5% de participación

⁷⁷ Una aproximación general a la doctrina del *fondo común* en Estados Unidos, en Clark (1986), p. 660. Para una exhaustiva evaluación de los incentivos asociados a esta forma de distribuir las costas judiciales, Reisberg (2007), pp. 222-243.

⁷⁸ Ver artículos 2290 y 2307 del Código Civil.

en el capital social exigido a título de legitimación activa. Además, los accionistas individuales enfrentan también mayores asimetrías de información que los inversionistas institucionales, quienes muchas veces ocupan asientos en el directorio y cuentan con profesionales altamente calificados. Por ambas razones, los accionistas individuales rara vez lideran procesos judiciales dirigidos a cuestionar el comportamiento de los directores y gerentes⁷⁹.

Sin embargo, existen distintas maneras de hacer frente a la *apatía racional* que mantiene pasivos a este disperso grupo de accionistas minoritarios. Así sucede con los mecanismos procesales asociados a las *acciones de clase*, cuyo diseño permite disminuir los costos de transacción implícitos en el ejercicio de una demanda que correspondería a un número importante de personas. El problema asociado a una estrategia de este tipo radica en la *industria del litigio* que suele florecer al amparo de las acciones de clase. Sobre este punto la doctrina comparada se muestra escéptica respecto de los beneficios que generaría un activismo de los accionistas liderado por abogados litigantes. Por un lado, este mecanismo pareciera atraer a un número desproporcionado de abogados dispuestos a litigar derivativamente, con el único objetivo de presionar a la compañía y obtener el pago de sus honorarios en el marco de una transacción⁸⁰. Por otro lado, existe una amplia gama de correctivos institucionales para prevenir la litigación oportunista, como sucede con las instancias de admisibilidad de la demanda o la prohibición de que el demandante derivativo pueda transigir sin aprobación judicial previa⁸¹.

Por último, incluso reformando el sistema procesal de las acciones derivativas y removiendo todos los desincentivos asociados al reembolso de los costos del litigio, puede que los inversionistas institucionales todavía se resistan a actuar colectivamente para perseguir los ilícitos de los directores y gerentes. Como también lo comprueba el *Caso Chispas*, tanto las AFP como los otros inversionistas institucionales parecieran no ser del todo sensibles a los incentivos que supone una acción derivativa. Aunque resulta difícil medir su magnitud, tanto el

⁷⁹ Clark (1986), pp. 390-392; y, Reisberg (2007), pp. 25-26.

⁸⁰ Coffee (1985) y (1986), para una descripción detallada del problema de política pública que ha generado en los Estados Unidos la práctica usual de transigir en el marco de demandas derivativas.

⁸¹ Kraakmann, Hyun y Shavel (1994).

sistema de comisiones de administración con que se remunera su trabajo, como las restricciones a la liquidez que significa involucrarse en un juicio de lato conocimiento, son circunstancias que podrían disminuir la capacidad de una reforma legal que siga el enfoque del *fondo común* para incentivar el ejercicio de la acción derivativa.

En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que mantener un marco regulatorio que impide a la acción derivativa cumplir los fines de política pública fijados al momento de incorporar este mecanismo en la legislación chilena, implica también mantener un sistema donde las infracciones de los deberes fiduciarios de los administradores de una sociedad anónima solamente son perseguidas por organismos públicos y a través de multas a beneficio fiscal. En el mismo sentido, atendido que las reglas sobre costas judiciales aumentan el costo que tendría para las AFP cumplir voluntariamente los deberes fiduciarios que tienen con sus afiliados, es probable que cualquier activismo judicial futuro venga como consecuencia de un cambio en las políticas sancionatorias de la autoridad. En ambos casos, ello significa utilizar técnicas propias de un modelo de dirigismo estatal abandonado hace más de veinte años, en lugar de aplicar las técnicas que supone un *modelo estándar* orientado al accionista.

Las reglas sobre el gobierno corporativo en las sociedades anónimas se fundan en un equilibrio entre la *autonomía* de quienes se encargan de dirigir la compañía y los mecanismos de *control* que se entregan a quienes solamente contribuyen a financiar su capital. Por su parte, la eficacia de estas reglas depende en gran medida de que tengan en cuenta la manera en que se configura el mercado de valores dentro de un sistema legal determinado. En este sentido, detrás del estándar de legitimación activa establecido en la Ley de Sociedades Anónimas subyace una decisión de política pública en orden a establecer el 5% de participación accionaria como un punto de equilibrio entre autonomía y control, otorgando poderes para demandar a nombre de la compañía a los accionistas que sean capaces de alcanzar el umbral. Sin embargo, las deficiencias de nuestro sistema procesal aumentan este estándar de legitimación activa, alterando el punto de equilibrio de la regulación y contribuyendo a frustrar sus objetivos de política pública. Por esta razón, una reforma al sistema de costas judiciales de las acciones derivativas pareciera justificarse, simplemente, porque las instituciones legales deben tener una regulación funcional a los fines que están llamadas a cumplir.

BIBLIOGRAFÍA

- Abeliuk, René (1993): *Las Obligaciones*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Acuña, Rodrigo e Iglesias, Augusto (2000): “La Reforma a las Pensiones”. En Felipe Larraín y Rodrigo Vergara (eds.), *La Transformación Económica de Chile*. Santiago de Chile: Centro de Estudios Públicos.
- Alcalde, Enrique (2001): “Regulación sobre la Venta del Control en la Ley de OPAS: ¿Un Caso de Inquietud o Simplemente un Error?”. En *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 28, N° 3: 599.
- (2007): *La Sociedad Anónima*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Amunátegui, Andrés (2007): “La Administración de los Riesgos Corporativos”. En *Revista de Derecho de la Empresa*, Vol. 9: 32.
- Arellano, Juan Pablo (1983): “De la Liberalización a la Intervención: El Mercado de Capitales en Chile, 1974-83”. En *Colección Estudios CIEPLAN*, Vol. 11: 5.
- Bainbridge, Stephen (2003): “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”. En *North Western University Law Review*, Vol. 97: 547.
- (2008): *The New Corporate Governance in Theory and Practice*. Nueva York: Oxford University Press.
- Barros, Enrique (2006): *Tratado de Responsabilidad Extracontractual*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Bebchuk, Lucian y Roe, Mark (1999): “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”. En *Stanford Law Review*, Vol. 52: 127.
- Bernedo, Pedro (1989): “Prosperidad Económica bajo Carlos Ibáñez del Campo: 1927-1929”. En *Revista Historia*, Vol. 24: 5.
- Bernet, Manuel (2004): “El Gobierno de las Sociedades Abiertas”. En *Revista de Derecho Universidad Austral*, Vol. 16: 33.
- (2007): “El Deber de Lealtad de los Directores y los Contratos en Conflicto de Interés”. En *Revista Chilena de Derecho Privado*, Vol. 8: 107.
- Biblioteca del Congreso Nacional (gobierno de Chile): *Historia de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas*. Valparaíso, 1989.
- (gobierno de Chile): Boletín N° 2289-05 sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Régimen de Gobiernos Corporativos. Valparaíso, 2000.
- Birks, Peter (2005): *Unjust Enrichment*. Oxford: Oxford University Press.
- Black, Bernard (1990): “Shareholder Passivity Reexamined”. En *Michigan Law Review*, Vol. 89: 520.
- (1992): “Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice”. En *UCLA Law Review*, Vol. 39: 811.
- Brahm, Enrique (1997): “José Gabriel Ocampo y las Fuentes de la Ley sobre Sociedades Anónimas: El Proceso de Codificación Comercial Chileno en un Ejemplo”. En *Revista de Estudios Históricos y Jurídicos*, Vol. 19: 189.
- Carey, Guillermo (1992): *De la Sociedad Anónima y la Responsabilidad Civil de los Directores*. Santiago de Chile: Editorial Universitaria.
- Clark, Robert (1986): *Corporate Law*. Boston: Aspen Law & Business.
- Coffee Jr., John (1985): “The Unfaithful Champion: The Plaintiff as Monitor in Shareholder Litigation”. En *Law & Contemporary Problems*, Vol. 48: 5.

- (1986): “Understanding the Plaintiff’s Attorney: The Implications of Economic Theory”. En *Columbia Law Review*, Vol. 86: 669.
- (1991): “Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor”. En *Columbia Law Review*, Vol. 91: 1277.
- (1999): “The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance”. En *Northwestern University Law Review*, Vol. 93: 67.
- Deakin, Simon, Ferran, Ellis y Nolan, Richard (1997): “Shareholders’ Rights and Remedies: An Overview”. En *Company Financial and Insolvency Law Review*, Vol. 1: 162.
- Drake, Paul (2004): “La Misión Kemmerer a Chile: Consejeros Norteamericanos, Estabilización y Endeudamiento, 1925-1932”. En *Revista de Estudios Históricos*, Vol. 1: 31.
- Easterbrook, Frank y Fischel, Daniel (1991): *The Economic Structure of Corporate Law*. Massachusetts: Harvard University Press.
- Fanto, James (1998): “The Role of Corporate Governance in American and French Law”. En *Cornell International Law Journal*, Vol. 1: 1.
- Fernández, Ángel (1977): “El Régimen Legal de la Sociedad Anónima en Chile”. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Fiscalía Nacional Económica (gobierno de Chile): Oficio Ordinario N° 17. Santiago, 1999.
- Fischel, Daniel y Bradley, Michael (1986): “The Role of Liability Rules and the Derivative Suit in Corporate Law: A Theoretical and Empirical Analysis”. En *Cornell Law Review*, Vol. 71: 261.
- Friedman, Milton (1970): “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”. En *New York Times Magazine*, Vol. 13: 32.
- Fuenzalida, Pablo (2007): “Notas sobre la Jurisdicción Ética de los Colegios Profesionales”. *Revista de Derecho Universidad Austral*, Vol. 20, N° 2: 131.
- García, Pedro (2002): “Deberes de los Directores: El Derecho de los Estados Unidos y Chile tras la Dictación de la Ley N° 19.705”. En *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 29, N° 3: 621.
- Guzmán, Alejandro (1982): *Andrés Bello Codificador: Historia de la Fijación y Codificación del Derecho Civil en Chile*. Santiago: Ediciones Universidad de Chile.
- Hachette, Dominique (2000): “Privatizaciones: Reforma Estructural Pero Inconclusa”. En Felipe Larraín y Rodrigo Vergara (eds.), *La Transformación Económica de Chile*. Santiago de Chile: Centro de Estudios Públicos.
- Hansmann, Henry y Kraakman, Reiner (2001): “The End of History for Corporate Law”. En *Georgetown Law Journal*, Vol. 89: 439.
- Herrera, Luis (1935): “Sociedades Anónimas”. En *Revista de Derecho Universidad de Concepción*, Vol. 13: 591.
- Hopt, Klaus (2008): “Comparative Corporate Law”. En Mathias Reimann y Reinhard Zimmermann (eds.), *The Oxford Handbook of Comparative Law*. New York: Oxford University Press.
- Huang, Hui (2007): “The Statutory Derivative Action in China: Critical Analysis and Recommendations for Reform”. En *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 4: 227.
- Iglesias, Augusto (2000): “Pension Reform and Corporate Governance: Impact in Chile”. En *Revista ABANTE*, Vol. 3, N° 1: 109.

- Kamar, Ehud (1999): "Shareholder Litigation Under Indeterminate Corporate Law". En *Chicago Law Review*, Vol. 66: 887.
- Kanda, Hideky y Milhaupt, Curtis (2003): "Re-Examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law". En *American Journal of Comparative Law*, Vol. 51: 887.
- Kim, Hwa-Jin (2006): "Directors' Duties and Liabilities in Corporate Control and Restructuring Transactions: Recent Developments in Korea". En *Oxford University Comparative Law Forum*. Disponible en: <ouclf.iuscomp.org> [fecha de consulta: 23 de julio de 2009].
- Kraakman, Reiner, Hyun, Park y Shavell, Steven (1994): "When Are Shareholder Suits in Shareholder Interest?" En *Georgetown Law Journal*, Vol. 82: 1733.
- Lagos, Osvaldo (2005): "La Responsabilidad Civil de los Directores de Sociedades Anónimas". En *Revista de Derecho de la Empresa*, Vol. 1: 119.
- La Porta, Rafael, López-De-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei y Vishny, Robert (1999): "Corporate Ownership Around the World". En *Journal of Finance*, Vol. 54: 471.
- Lefort, Fernando (2003): "Gobierno Corporativo: ¿Qué Es? y ¿Cómo Andamos por Casa?", En *Cuadernos de Economía*, Vol. 40: 207.
- Lefort, Fernando y Walker, Eduardo (2000): "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypothesis in Chile". En *Revista ABANTE*, Vol. 1, N° 3: 5.
- Lefort, Fernando y Wigodski, Teodoro (2007): *Problemas y Soluciones de Gobierno Corporativo en Chile: Cuatro Casos Emblemáticos para el Análisis*. Santiago de Chile: Ediciones Universidad Católica.
- Lira, Pedro (1956): *El Código Civil Chileno y su Época*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Luco, Nicolás (1995): "Protección a los Accionistas Minoritarios frente a la Toma de Control de una Sociedad Anónima Abierta". En *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 22, N°3: 417.
- Lyon, Alberto (2002): "Conflicto de Intereses en las Sociedades". En *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 29, N° 1: 47.
- Macey, Jonathan y Miller, Geoffrey (1991): "The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform". En *University of Chicago Law Review*, Vol. 58: 1.
- Mahoney, Paul (1999): "Contract or Concession? An Essay on the History of Corporate Law". En *Georgia Law Review*, Vol. 34: 873.
- Majluf, Nicolás, Nureya Abarca, Darío Rodríguez y Luis Arturo Fuentes (1998): "Governance and Ownership Structure in Chilean Economic Groups". En *Revista ABANTE*, Vol. 1, N° 1.
- Mery, Rafael (2006): "Una Aproximación Teórica y Empírica a la Litigación Civil en Chile". En <http://works.bepress.com/rafael_mery/1> [fecha de consulta: 23 de julio de 2009].
- Mirow, Mathew (2004): *Latin American Law: A History of Private Law and Institutions in Spanish America*. Austin: University of Texas Press.
- Olavarría, Julio (1966): "Régimen Legal de las Sociedades Anónimas en Chile". En *Anales de la Facultad de Derecho*, Vol. 5, N° 5.
- Pardow, Diego (2006): "Potestades de Administración y Deberes Fiduciarios". En María Sara Rodríguez y Hernán Corral (eds.), *Estudios de Derecho Civil II*. Santiago: LexisNexis.

- (2007). “La Parábola del Administrador Infiel”. En Alejandro Guzmán (ed.), *Estudios de Derecho Civil III*. Santiago: Legal Publishing.
- Parisi, Franco y Yáñez, Guillermo (2000): “The Deal of the Century in Chile Endesa España’s Takeover of Enersis”. En *International Review of Financial Analysis*, Vol 9: 103.
- Paz-Ares, Cándido (2003): “La Responsabilidad de los Administradores como Instrumento de Gobierno Corporativo”. En *Revista InDret*. Vol. 4. Disponible en: <<http://www.indret.com>> [fecha de consulta: 23 de julio de 2009].
- Pfeffer, Francisco (2000): “Nuevas Normas sobre Gobierno Corporativo y Mayores Responsabilidades para los Directores de Sociedades Anónimas”. En *Revista Chilena de Derecho*. Vol. 27, N° 3: 488.
- (2005): “El Concepto de Control Societario, la Administración de la Sociedad Anónima, los Conflictos de Interés y la Potestad Punitiva de la Superintendencia de Valores y Seguros en el Contexto del Denominado ‘Caso Chispas’”. En *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 32: 501.
- Puelma, Álvaro (2001): *Sociedades*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Reisberg, Arad (2003): “Israel: Promoting the Use of Derivative Actions”. En *The Company Lawyer*, Vol. 24, N° 8: 250.
- (2007): *Derivative Actions and Corporate Governance: Theory and Operation*. Oxford: Oxford University Press.
- Reinstein, Andrés y Rosende, Francisco (2000): “Reforma Financiera en Chile”. En Felipe Larraín y Rodrigo Vergara (eds.), *La Transformación Económica de Chile*. Santiago de Chile: Centro de Estudios Públicos.
- Reyes, Gonzalo y Castro, Rubén (2008): “Medidas Pro-Competencia de la Reforma Previsional”. En *Serie Documentos de Trabajo de la Superintendencia de Pensiones*, N° 29.
- Rioseco, Gabriel (1985): “Responsabilidad de los Directores de Sociedades Anónimas”. En *Revista de Derecho Universidad de Concepción*, Vol. 178: 107.
- Ripert, Georges (2001): *Aspectos Jurídicos del Capitalismo Moderno*. Granada: Comares.
- Rodríguez, María Sara (2006): “Disciplina Común de los Contratos entre Partes Relacionadas”. En Andrés Varas y Susan Turner (eds.), *Estudios de Derecho Civil*. Santiago de Chile: LexisNexis.
- Rodríguez, Pablo (2005): “Sobre el Caso Chispas”. En *La Semana Jurídica*, Vol. 255: 14.
- Roe, Mark (2000): “Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control”. En *Stanford Law Review*, Vol. 53: 539.
- Romano, Roberta (1991): “The Shareholder Suit: Litigation without Foundation?”. *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 7: 55.
- Romero, Alejandro y Díaz, José (2002): “La Acción de Responsabilidad Civil del Art. 133bis de la Ley de Sociedades Anónimas”. En *Revista de Derecho y Jurisprudencia*, Vol. 94, N° 3: 51.
- Schmidt, Dominique (1970): *Les Droits de la Minorité dans la Société Anonyme*. Paris: Librairie Sirey.
- Silva, Patricio (1991): “Technocrats and Politics in Chile: From the Chicago Boys to the CIEPLAN Monks”. En *Journal of Latin American Studies*, Vol. 23, N° 2: 385.
- Stoehrel, Carlos (1995): *De las Disposiciones Comunes a todo Procedimiento y de los Incidentes*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Superintendencia de AFP (gobierno de Chile): *Boletín Estadístico*. Varios años y números.

- (gobierno de Chile): Resoluciones Exentas. Varios años y números.
- Superintendencia de Valores y Seguros (gobierno de Chile): Resoluciones Exentas. Varios años y números.
- Tapia, Mauricio (2005): *Código Civil: 1855-2005: Evolución y Perspectivas*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica.
- Troncoso, José (2009): “Capital Lleva a la Justicia a Presidente de FASA y otras AFP No Descartan Sumarse”. En *El Mercurio* de 5 de junio de 2009, cuerpo E, p. 6.
- Valenzuela, Fernando (1993): *La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*. Madrid: Civitas.
- Vidal, Álvaro (2005): “Responsabilidad Civil de los Directores de Sociedades Anónimas: Bases para la Construcción de un Sistema Unitario”. En Andrés Varas y Susan Turner (eds.), *Estudios de Derecho Civil*. Santiago de Chile: LexisNexis.
- Watson, Alan (1996): “Aspects of Reception of Law”. En *American Journal of Comparative Law*, Vol. 44, N° 2: 335.
- West, Mark (1994): “The Pricing of Shareholder Derivative Actions in Japan and the United States”. En *Northwestern University Law Review*, Vol. 88: 1436.
- (2002): “Why Shareholders Sue: The Evidence from Japan”. En *Journal of Legal Studies*, Vol. 30, N° 2: 351. □