

Detrás de la cascada: el rol de las instituciones jurídicas en la estructura de mercado en Chile

Gonzalo Islas*, Osvaldo Lagos**

RESUMEN

Este trabajo propone que la investigación sobre el fenómeno de los grupos de sociedades en Chile presenta puntos ciegos que pueden ser aclarados mediante el análisis jurídico de las instituciones que estructuran el mercado corporativo chileno. Se muestra cómo el detalle en el diseño y la comprensión de ciertas instituciones jurídicas cruciales para el funcionamiento y la persistencia de los grupos de sociedades refuerza algunas de las tesis económicas y políticas sobre los grupos económicos del país. El trabajo concluye que existen diversas vías regulatorias para atenuar o terminar con la preponderancia de los grupos empresariales en la economía chilena y contribuye a este objetivo por medio de resaltar cuáles instituciones jurídicas pueden ser revisadas para lograr esa finalidad.

PALABRAS CLAVE: grupos de sociedades, grupos empresariales, sociedades de capital, gobiernos corporativos, propiedad concentrada.

Behind the cascade: the role of legal institutions in market structure in Chile

ABSTRACT

This paper proposes that research on the phenomenon of corporate groups in Chile presents blind spots that can be complemented by legal analysis of the institutions that structure the Chilean corporate market. The legal analysis demonstrates how the detailed design and understanding of certain legal institutions crucial to the functioning and persistence of business groups reinforces some of the economic and political theses on economic groups in the country. The paper concludes that there are various regulatory avenues to attenuate or end the preponderance of business groups in the Chilean economy and contributes to this objective by highlighting which legal institutions can be revised to achieve this end.

KEYWORDS: business groups, corporations, corporate governance, concentrated ownership.

* Facultad de Ingeniería y Negocios, Universidad de las Américas.

✉ gislas@udla.cl

** Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibáñez.

✉ osvaldo.lagos@uai.cl

Recibido enero 2020 / Aceptado octubre 2020.

Disponible en: www.economiaypolitica.cl

Introducción

La persistencia en el tiempo de los grupos empresariales en Chile como estructura predominante en el orden económico permanece sin respuesta. Se observa con cierta perplejidad que el rol de los grandes grupos en la economía sigue siendo preponderante, a pesar del aumento del tamaño del mercado de capitales chileno y a pesar de sendas reformas legislativas en materia de gobiernos corporativos. En este trabajo se propone que, si bien el fenómeno de los grupos empresariales en Chile ha sido muy estudiado por la literatura económica, existe un déficit, en cambio, de trabajos sobre esta materia en la literatura jurídica. Este déficit genera un punto ciego en la comprensión del fenómeno: el detalle en el diseño de las instituciones jurídicas y de cómo estas se insertan en el ordenamiento jurídico es decisivo para verificar cuál es el efecto real que las reformas legales producen en el sistema económico. Además, el análisis jurídico ofrece una racionalidad propia de su método, en este caso, la justicia conmutativa, que permite ofrecer un estándar contra el cual contrastar el funcionamiento de las instituciones legales que componen la estructura del mercado. Combinando el análisis jurídico con el acervo de conocimiento sobre grupos empresariales contenido en la literatura económica y de ciencias políticas, se puede avanzar en la verificación de las causas de la persistencia de los grupos de sociedades, de sus efectos económicos y políticos y en el diseño de reformas para avanzar hacia un sistema económico más justo y eficiente.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. La primera sección caracteriza a los grupos de sociedades en Chile y, luego, da cuenta de cómo la forma en que se encuentran estructurados se mantiene en tensión con el modelo estándar de derecho de sociedades de capital. Este modelo estándar se funda en dos consideraciones: la función que pretende cumplir la sociedad de capital y la justicia conmutativa en las relaciones entre sus partes, en particular, dado el problema de agencia preponderante en Chile, entre accionistas controladores y accionistas minoritarios, a quienes nos referimos como inversionistas. Este modelo estándar es identificado con un pacto social hipotético entre los accionistas de la sociedad anónima. La segunda sección revisa ciertas instituciones jurídicas cuyo diseño y funcionamiento en el ordenamiento

jurídico chileno permite complementar las explicaciones económicas y políticas sobre la persistencia de los grupos y sus efectos en el sistema económico. La tercera sección relaciona estos problemas de diseño institucional con los efectos de los grupos en el sistema económico, y la cuarta sección con el contexto político. La sección quinta da cuenta de cuáles han sido las principales reacciones institucionales respecto a los grupos de sociedades en otras jurisdicciones y, finalmente, se ofrecen las conclusiones que surgen de lo analizado en este trabajo.

1. La tensión entre los grupos de sociedades y el modelo estándar de sociedad de capital

1.1. Los grupos de sociedades en Chile

En Chile, la gran mayoría de las grandes empresas está afiliada a grupos de sociedades¹. La estructura de propiedad que tiende a reiterarse es la cascada, esto es, varias sociedades con relaciones de propiedad vertical, cuyo control político corresponde a una sociedad en el tope de la cascada, o bien, pirámide, cuando las empresas pertenecientes al grupo se desempeñan en distintas áreas de la economía (Le Fort 2010). Esta estructura usualmente se refuerza por medio de pactos de accionistas entre miembros del grupo controlador². El control político es sustancial, pues permite a la sociedad que se encuentra en el tope de la pirámide manejar los recursos de todas las empresas del grupo.

¹ Jurídicamente, los grupos de sociedades (*corporate groups* o *groups of companies*) o grupos de empresas, grupos empresariales o grupos económicos, están constituidos por un conjunto de sociedades que cuentan con una conducción común. Por esto, parece más preciso denominarlos grupos de sociedades, a pesar de que la legislación chilena utiliza la expresión “grupo empresarial” (artículo 96 de la Ley N° 18.045 de 1981 sobre Mercado de Valores, en adelante LMV). Económicamente, los grupos empresariales o grupos económicos (*business groups*) son grupos de empresas que hacen negocios en distintos mercados bajo una administración o control financiero en común con “miembros unidos por relaciones de confianza interpersonal” (Leff 1978). Constatando las diferencias entre las definiciones de grupos empresariales, que atribuyen a la diversidad de disciplinas que estudian el fenómeno, Colpan e Hikino (2010: 17) sugieren una definición amplia del fenómeno, señalando que la expresión grupos empresariales “caracteriza una coordinación económica en la cual sociedades legalmente independientes utilizan arreglos de colaboración para aumentar su bienestar económico colectivo”.

² De acuerdo a las memorias publicadas el año 2019, un 25% de las sociedades anónimas del IPSA está controlada en forma directa mediante pacto de accionistas. No obstante, esta cifra subestima el rol de los pactos de accionistas si se agregan, además, los pactos de accionistas que existen en las sociedades aguas arriba o matrices de los grupos de sociedades chilenos.

Es importante recalcar que los recursos controlados de esta manera corresponden a la totalidad de los recursos de todas las empresas pertenecientes al grupo, no a una parte de los recursos proporcional al porcentaje de acciones que se poseen.

Las estructuras jurídicas que permiten la obtención de un control como el expresado se denominan estructuras de control minoritario. Además de la estructura de cascada o piramidal ya reseñada, las otras estructuras de control minoritario son la propiedad cruzada y las acciones preferentes (Bebchuk, Kraakman y Triantis 2000). La propiedad cruzada (o recíproca) está expresamente prohibida por el artículo 88 de la Ley N° 18.046 de 1981 sobre Sociedades Anónimas (en adelante, LSA). Las acciones preferentes están permitidas en LSA, lo que determinó que algunos de los exfuncionarios de gobierno que tomaron el control de empresas privatizadas durante la dictadura militar chilena combinaran esta estructura de control minoritario con la estructura piramidal, con la finalidad de poder obtener el control, pero sin la necesidad de invertir un capital correspondiente a la mayoría de las acciones de la sociedad privatizada (González *et al.* 2020). Como sostienen Bebchuk, Kraakman y Triantis (2000), las estructuras de control minoritario son riesgosas, pues al separar el control del flujo de caja de la participación en el capital social, incentivan la apropiación de recursos de la sociedad controlada a través de este mecanismo. Este problema del control minoritario se hizo patente a propósito de dos casos emblemáticos en la década de 1990: el caso Chispas y el caso Campos, con ocasión, respectivamente, de sendas ventas del control de las sociedades privatizadas Enersis (grupo que comprendía a la generadora eléctrica Endesa y a la distribuidora Chilectra) e Iansa (la ex-Industria Azucarera Nacional). Como reacción a estos casos, entre otras medidas, la Ley N° 19.705 de 2000 limitó la duración de las preferencias que otorgasen a una serie de acciones preeminencia en el control de la sociedad a cinco años, salvo acuerdo de la junta de accionistas. Esta regla no afectó a las preferencias vigentes con anterioridad a la ley, lo que explica la persistencia de la estructura de control minoritario por la cual se controla la Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (SQM), que incluye el mecanismo de la serie de acciones preferentes. Sin embargo, la reforma desincentivó el uso de esta estructura

de control minoritario, lo que determina que la estructura de control minoritario más utilizada en Chile sea la cascada o piramidal, combinada ahora con el uso de pactos de accionistas.

La separación entre los derechos de control y los derechos sobre el flujo de caja, provocada primordialmente, como se ha visto, por la utilización de las estructuras de cascada o piramidales apalancadas por pactos de accionistas, ha resultado problemática en el mercado nacional. La evidencia empírica para el caso chileno muestra que esta separación tiene un impacto negativo sobre el desempeño de las sociedades (Torres, Jara Bertín y López Iturriaga 2019) y que induce conductas de tipo extractivo por parte de los controladores, quienes, por ejemplo, prefieren incrementar la compensación del directorio por sobre repartir dividendos cuando sus derechos sobre el flujo de caja son menores (Urzúa 2009). La prevalencia de estructuras piramidales como forma de articular grupos de sociedades es más bien reciente, pues es una forma de organización de grupos de sociedades que se ha utilizado principalmente a partir de las privatizaciones realizadas en la dictadura militar (González *et al.* 2019).

No obstante, distintos estudios muestran que los grupos de sociedades han sido la forma organizacional predominante en Chile desde, al menos, la segunda década del siglo XX, periodo en el cual era posible encontrar grupos de origen familiar, grupos asociados a inmigrantes y grupos organizados en torno a las casas del alto comercio de Valparaíso (Rojas 1990). Décadas más tarde, durante la época del “Estado empresario”, los grupos empresariales, habitualmente organizados en torno a bancos, continuaron siendo actores principales en la economía, capturando las rentas derivadas de la actividad del Estado (Lagos 1965, Garretón y Cisternas 1971). Si bien la mayoría de los grupos más grandes a 1970 sobrevivió a la Unidad Popular, el golpe militar de 1973 y el cambio de orientación en la política económica permitió el surgimiento de nuevos grupos empresariales (Dahse 1979). La crisis de 1982 significó la desaparición de varios de los grupos más grandes y el posterior surgimiento de nuevos grupos, formados a partir de las privatizaciones (González *et al.* 2020). Con posterioridad al retorno de la democracia, se observa el desarrollo de nuevos grupos familiares, vinculados a la industria del *retail*, pero la estructura y características

de los grupos en aspectos tales como su diversificación industrial, integración vertical, mercados de capitales internos y estructura de control se han mantenido prácticamente inalteradas (Larraín y Urzúa 2016).

La literatura económica que estudia a los grupos empresariales en Chile es extensa. Investigaciones recientes han estudiado con detalle la estructura de propiedad de los grupos empresariales (San Martín y Saona 2017), el impacto de la pertenencia a un grupo en el desempeño de una empresa (Silva, Majluf y Paredes 2006, Farías 2014), el funcionamiento de los mercados de capitales internos (Buchuk *et al.* 2014, Jara *et al.* 2018, Buchuk *et al.* 2020), las decisiones de endeudamiento y diversificación (Espinoza Méndez *et al.* 2018) y el impacto de las conexiones políticas de los grupos (González *et al.* 2020).

Un aspecto fundamental que se desprende de la revisión de la literatura es que, si bien el *ranking* de los grupos más importantes va cambiando en el tiempo, los grupos, como tipo de estructura organizacional, continúan siendo la forma predominante del sector corporativo chileno. El análisis económico se enfrenta a un problema al momento de explicar esta resiliencia de los grupos como forma organizacional dominante. En efecto, cabría esperar que los mayores niveles de desarrollo de la economía chilena y de su mercado de capitales tuvieran como consecuencia una pérdida de las ventajas comparativas de las empresas pertenecientes a un grupo y, por ende, a un retroceso de estos.

Nuestro argumento es que el enfoque puramente económico, al ignorar o simplificar en exceso el impacto del detalle del diseño de las normas jurídicas, no permite una visión completa del efecto de las reglas en la persistencia de los grupos como principales protagonistas del funcionamiento del mercado chileno y no permite analizar en profundidad opciones de política regulatoria referidas a estas entidades. Esto pasa a ser particularmente importante en los niveles de desarrollo actual de la economía chilena. En efecto, los grupos de sociedades suelen formarse en economías subdesarrolladas como respuesta a fallas de mercado, entre las que se consideran: la carencia de infraestructura, la escasez de capital humano y la ausencia de un mercado de capitales profundo (Khanna y Yafeh 2007). Este último problema dificulta el financiamiento de las empresas, lo que significa

que potenciales buenas ideas creadas por empresarios sin capital van a experimentar problemas de financiamiento.

En un mercado con poco acceso al financiamiento, un empresario que ya ha tenido éxito y que, por lo tanto, ha podido reunir cierto capital, tiene una ventaja competitiva frente a otro que no tiene acceso al financiamiento por medio del crédito o de la emisión de acciones para incorporar inversionistas. Lo anterior explica, en parte, que los grupos de sociedades o grupos económicos florezcan en economías subdesarrolladas y que su efecto pueda ser visto como beneficioso en una primera fase de desarrollo, pues permite mitigar fallas de mercado, facilitando la inversión.

No obstante, en un sistema económico que ha superado las primeras fases de desarrollo, donde los mercados son más profundos y las posibilidades de financiamiento ya no son tan escasas, los grupos empiezan a producir problemas. Esta dicotomía entre las visiones positivas y negativas con respecto al rol de los grupos empresariales en la economía implica que no es posible dar una respuesta única con respecto a la conveniencia o inconveniencia de los grupos sin analizar el nivel de desarrollo económico o institucional. Sin embargo, desde un punto de vista jurídico, la organización empresarial mediante grupos de sociedades, particularmente los que se estructuran de forma piramidal, como en Chile, presenta evidentes desavenencias estructurales si se la compara con el sistema jurídico ideal del derecho de sociedades de capital y del mercado de valores.

1.2. El derecho de sociedades de capital en el contexto de los grupos

Las sociedades anónimas abiertas son de propiedad de sus accionistas, pero, es cardinal recalcarlo, de todos ellos. Esta propiedad, no obstante, está mediatizada por la propiedad de los activos que radica en la persona jurídica, lo que permite multiplicar la capacidad de incorporar asociados, aumentando sus posibilidades de acopio de capital. No obstante, el aumento del número de asociados al mismo tiempo determina que sus posibilidades de coordinación sean bajas. La respuesta del derecho a este problema es la creación de un órgano de administración denominado directorio. Como sostiene Alfaro:

La centralización de la gestión del patrimonio social o separación entre propiedad y control se explica mejor como una división de funciones que sirve a la maximización del valor del patrimonio social cuando esta maximización se obtiene, no a través del uso de los activos por sus propietarios, sino a través de su incorporación a un proceso productivo cuyo producto se intercambiará en el mercado. (2016: 17)

El directorio debe velar por el interés social. El interés social es una abstracción, que consiste en la siguiente ficción: como no es posible saber qué es lo que quiere hacer cada uno de los accionistas (cada dueño) con su negocio y menos aún coordinar estos deseos, la decisión de cómo se conduce y dirige el negocio se traslada a un órgano colegiado, cuyos miembros son elegidos por los propios accionistas y cuya función es promover el interés social entendido como maximización del valor de la firma (Hovenkamp 2015). El directorio debe gobernar la sociedad no a favor de quienes los eligieron, sino a favor del negocio, es decir, de lo que redunde en mayor beneficio para ese negocio y, por lo tanto, reflejamente, para sus accionistas³. Esto es lo que entiende como administración en beneficio del interés social, que no es más que una ficción creada a partir de la imposibilidad real de coordinar las voluntades de cada uno de los accionistas en orden a determinar cuáles deben ser los objetivos específicos que debe perseguir la administración de una sociedad anónima.

En rigor, la administración, entendida como ejecución de los actos para el desarrollo del negocio, corresponde a los gerentes. Al directorio le corresponde la administración, pero entendida más bien como la elaboración de la estrategia de la sociedad y la supervisión de los ejecutivos. Esta es la forma que contempla el derecho para proteger el trato igualitario entre los inversionistas y, de este modo, promover la inversión. Este es, en consecuencia, el modelo estándar de la sociedad anónima, por lo cual, *mutatis mutandis*, todo diseño legislativo de sociedad anónima cumple con estas reglas. Este modelo estándar puede vincularse con el pacto social. El pacto social es el acuerdo fundamental respecto de un negocio que ha llevado a los

³ En Chile, este principio ha sido recogido expresamente en los artículos 39 inciso 3° y 42 N° 1 y 7 LSA, y ha sido confirmado por los tribunales de justicia en las sentencias recaídas en los casos Chispas y Cascadas (Corte Suprema, 7 de julio de 2005, rol N° 4.261-2004 y Corte de Apelaciones de Santiago, 21 de febrero de 2019, rol N° 7.250-2016).

socios a asociarse. Usualmente, este pacto consta en los estatutos, con lo cual el acuerdo se vuelve obligatorio no sólo para las partes, sino que también, en su oportunidad, será obligatorio para los futuros socios y afecta a los terceros que se relacionan con la sociedad. En el caso de la sociedad anónima, el modelo legal no exige un momento fundante donde se encuentren todos los socios que la forman, como sí ocurre en las sociedades de personas. La sociedad se crea por accionistas que otorgan la escritura social, pero, en el paradigma original de la sociedad anónima, no se sabe quiénes serán los inversionistas que, en el futuro, suscribirán y pagarán el capital correspondiente a las acciones necesarias para cumplir con el plan proyectado por los fundadores al constituir la sociedad. Asimismo, la sociedad anónima abierta está diseñada para que sus títulos circulen en el mercado de valores, con lo cual los accionistas que se vayan integrando a la sociedad usualmente no tendrán injerencia en la negociación de las normas por las cuales se van a regir en cuanto accionistas. Esto es lo que determina la forma del diseño legal imperativo de las sociedades anónimas, particularmente de las abiertas: la imperatividad permite que quienes adquieren acciones sepan a qué reglas quedan sujetos, con escasas variaciones, lo cual elimina la necesidad de revisar el detalle del estatuto social, esto es, del documento que, en las sociedades de personas, al menos teóricamente, refleja la negociación de los socios, es decir, el contrato social. Esto determina que, en el caso de las sociedades anónimas, la casi totalidad del contenido del pacto social se determine imperativamente por ley y no por los propios accionistas, a diferencia de las sociedades de personas, donde prevalece la autonomía de la voluntad.

¿Qué modelo debe seguir la ley para definir el contenido del pacto social en las sociedades anónimas abiertas? Si la cuestión es un problema de derecho privado, el modelo que ha de seguir la ley es uno que satisfaga de la mejor forma posible las exigencias de justicia conmutativa, pues esto es lo que presumiblemente habrían acordado las partes de haber podido hacerlo. Dicho de manera análoga, el modelo legal ha de ser un pacto o contrato social hipotético.

No obstante, la realidad determina que al existir un accionista o un grupo de accionistas que cuenta con los votos necesarios para escoger a la mayoría del directorio, estos directores, por su interés de

mantenerse como tales, pueden tender a favorecer los intereses de los accionistas controladores que los han elegido. Las reglas del derecho de sociedades anónimas chileno establecen que los directores pueden ser removidos a voluntad por los accionistas o elegidos indefinidamente. De todas las combinaciones de reglas posibles respecto a la forma en la cual el órgano de administración se escoge y se remueve, la regulación chilena es una que otorga particular poder al grupo controlador, pues en los hechos estas reglas determinan que la elección y permanencia de la mayoría de los directores en sus cargos depende de la decisión del controlador o del grupo controlador. Con esto, se produce una tensión entre el modelo legal de gobierno a favor del interés social y la presión real de administrar a favor del grupo que recae sobre directores y ejecutivos. De este modo, es razonable esperar que, como ocurre en Chile, los directores tengan muy presentes las propuestas e incluso las instrucciones de los “dueños” (en verdad, de no todos los dueños, sino que de los accionistas mayoritarios).

El modelo ideal no establece que la licitud de la conducta esté determinada por su concordancia o no con el interés social, sino que lo que exige es que el interés social, en sociedades cotizadas, sea genuinamente aquello que los directores determinen cuando no se encuentren en conflicto de intereses (Bainbridge 2003). No obstante, el modelo legal chileno, si se combina con los niveles de concentración que prevalecen, tiene como resultado un traslado de poder de gobierno desde el directorio (modelo ideal) al accionista controlador o accionistas controladores, los que, además, dada la presencia de los grupos de sociedades, son controladores del grupo de sociedades en los que la sociedad se inserta. En Chile, este estado de cosas ha llegado al paroxismo, al punto de que directores de grandes empresas, ante evidentes casos de conflictos de intereses, han actuado, en palabras de un director independiente, como si el directorio fuera un verdadero “buzón” que recibe propuestas de los controladores y las transmite a los accionistas⁴. Un porcentaje importante de los directores de sociedades anónimas en Chile declara que las decisiones relevantes de las grandes empresas

⁴ Entrevista a Raimundo Valenzuela, en revista *Qué Pasa* (2 de agosto de 2012). Esta evidencia anecdótica es consistente con la evidencia que muestra que sólo la proporción de directores independientes que son elegidos con votos de los minoritarios tiene un impacto positivo en el valor de la empresa, no así en el caso de los directores independientes elegidos con votos del controlador (Le Fort y Urzúa 2008).

chilenas no se toman en su seno, sino que son decididas directamente por los controladores, secundados por los ejecutivos⁵.

Esto es evidentemente problemático. Las sociedades cotizadas chilenas, insertas en un sistema con niveles de concentración de propiedad como el nacional, sufren un problema estructural que, como se ha sostenido, se manifiesta en una presión sobre los directores para que estas sociedades no sean administradas a favor de sus dueños, sino para que, primordialmente, a favor de algunos de sus dueños: los controladores. Esto determina que las sociedades sean gobernadas para llevar a cabo proyectos que no necesariamente serán los más rentables para la propia sociedad (y, reflejamente, para sus accionistas), sino que más rentables para el controlador o controladores del grupo del que forman parte. Lo anterior demuestra que el pacto social hipotético no determina que las reglas que de él se deducen sean las mismas para todos los sistemas jurídicos. Las reglas derivadas de este pacto deben ir variando para adaptarse a las peculiaridades de cada sistema social y económico y de su evolución en el tiempo, para poder reflejar un diseño racional en términos de satisfacer un orden justo. El análisis económico suele alcanzar este punto de comprensión, pero a través de él no se puede, por las limitaciones propias de su método, verificar cuáles son las instituciones específicas que, al no adaptarse al pacto social hipotético, impiden un funcionamiento adecuado del sistema de gobiernos corporativos.

2. Algunas manifestaciones de deficiencias en la regulación de un contrato social hipotético como principio para la elaboración de un mercado institucionalmente óptimo

Nada hay de natural en el orden positivo de un mercado. El derecho, a través de diversas instituciones del derecho de sociedades y del mercado de valores, crea y modifica las estructuras jurídicas que, superpuestas a la estructura social de una comunidad política, confi-

⁵ En la encuesta Índice de funcionamiento de los directorios en Chile (Virtus 2018), un 36% de los directores considera que las decisiones importantes se toman fuera del directorio. Este índice sube al 50% en el caso de los directores nombrados por los inversionistas minoritarios. Esta cifra es muy similar a la reportada en la encuesta realizada en 2007 por McKinsey/ICARE, donde el 38% de los directores encuestados declara que las decisiones se toman fuera de los directorios.

guran la peculiar forma en que cada mercado funciona en la realidad. Por esto, no hay un modelo de regulación legal óptima para todos los casos, sino que esta regulación se debe adaptar para producir un resultado: que, atendidas las circunstancias sociales y económicas donde operarán, las reglas legales imperativas del derecho de sociedades y del mercado de valores sean lo más cercanas posible al pacto social ideal.

Pero ya sea por razones de inercia histórica o de influencia política, no es sorprendente que en Chile, como ocurre también en otras jurisdicciones, ciertas instituciones clave en la mantención del *statu quo* no sean modificadas, a pesar de las sendas reformas legales que se han ido materializando con la intención expresa de mejorar los estándares de gobiernos corporativos (Schneider 2010), o dicho de manera análoga, de acercar el funcionamiento del modelo legal a lo que podría suponerse que los accionistas habrían aceptado como reglas del juego o contrato social hipotético. Esto se manifiesta en la deficiencia de ciertas instituciones que contribuyen a la deficiencia global del sistema institucional desde la perspectiva de los inversionistas. A continuación, se revisan ejemplos de estas deficiencias institucionales en el sistema de gobiernos corporativos chileno.

2.1. Operaciones entre partes relacionadas

Las operaciones entre partes relacionadas son un tipo de negocio que consiste en transferencias entre sujetos que cuentan con vínculos comerciales o personales, lo que determina la existencia de conflictos de intereses. Constituyen, por lo tanto, casos de conflictos de intereses, pero restringidos al ámbito de la definición contable: deben ser transferencias de recursos, entre dos patrimonios, que correspondan a sujetos relacionados (Enriques 2015). Este tipo de operaciones es muy usual al interior de grupos de sociedades pues, como se ha señalado previamente, muchas veces el sentido de la formación de grupos de sociedades es la creación de un mercado de capitales interno, y el flujo de excedentes en este mercado se produce, precisamente, por medio de este tipo de operaciones. Esto es concordante con la evidencia para Chile, que muestra un activo uso del mercado de capitales interno (Buchuk *et al.* 2014).

La función y el diseño de la institución, combinado con la preponderancia de la organización empresarial mediante grupos de sociedades de estructura piramidal, justifica la relevancia de este sector de la regulación para el mercado de valores chileno. En Chile, en reiteradas ocasiones, ha debido recurrirse o, al menos, se ha intentado recurrir a las tutelas que contempla la regulación sobre operaciones entre partes relacionadas, para detener o revisar grandes negocios en los que existe conflicto de intereses para la sociedad matriz de una sociedad cotizada en la bolsa chilena y en los que es difícil justificar que la operación se realice en beneficio del interés social⁶. A pesar de las restricciones propias del concepto de operación entre partes relacionadas, que no permite controlar toda operación con conflictos de intereses, las grandes operaciones suelen quedar, de todas formas, sujetas al escrutinio público, precisamente por su tamaño. En estos casos, es el propio mercado quien castiga la acción de la respectiva sociedad si hay sospecha de *tunneling*, aun si no puede considerarse técnicamente una operación entre partes relacionadas. No obstante, este funcionamiento institucional está lejos de ser el óptimo, pues el daño para los minoritarios, consistente en la disminución del valor de cotización del respectivo título y el daño reputacional y económico para el mercado chileno en general, es muy alto⁷.

No obstante, si bien son las grandes operaciones donde los riesgos parecen ser mayores, consideramos que existen otras transacciones, poco visibles pero altamente problemáticas en términos del funcionamiento adecuado del derecho de sociedades y del mercado de capitales. La regulación de operaciones entre partes relacionadas admite que se realicen múltiples operaciones de montos “no relevantes” o “habituales” (esto último calificado así por la propia administración social), con escasa o, en muchos casos, ninguna supervisión (Islas y Lagos 2019). Peor aún, las reglas de información sobre estas operaciones son insuficientes para que, al menos, los inversionistas o sus agentes puedan analizar cómo se comportan las sociedades chilenas en estas materias.

⁶ Por ejemplo, el caso de aumento de capital con aporte de bienes de Enersis (oficio ordinario N° 18.684 de 2012 SVS), el caso Cascadas (Resolución Exenta N° 223 de 2014 SVS) o el caso de la reorganización del grupo Enersis (oficio ordinario N° 15.443 de 2015 SVS).

⁷ La expresión *tunneling* designa toda “transferencia de activos y ganancias fuera de las firmas para el beneficio de aquellos que las controlan”, “como si se sacaran activos por medio de un túnel subterráneo” (Johnson *et al.* 2000: 22).

Esto no significa que estas operaciones sean siempre perjudiciales para los minoritarios (Kershaw 2012: 477) y que no sea necesaria la existencia de un mecanismo que permita la aprobación expedita de operaciones que no signifiquen un riesgo para los inversionistas, aunque, como explica Enríques (2015), su conveniencia o inconveniencia para la sociedad es muy difícil de dilucidar aun para los analistas más sofisticados. El hecho de que, como en Chile, no exista información suficiente sobre estas operaciones, más cuando son calificadas como habituales, y que las sociedades chilenas hayan mostrado escaso interés por autorregularse por medio de la política de habitualidad, hace que el riesgo de *tunneling* sea muy alto⁸.

Esta debilidad institucional fue decisiva en el desarrollo y afianzamiento de los grupos piramidales en Chile, por medio de la realización de *tunneling* en perjuicio de los minoritarios de empresas privatizadas, proveyendo a los controladores de financiamiento para el desarrollo de nuevos negocios (González *et al.* 2019).

Pero el problema del eventual perjuicio a los minoritarios suele ocultar el problema de la menor competencia para el mercado. Aun en el caso de que las transferencias fueran eficientes, la posibilidad de realizarlas genera una ventaja competitiva en cuanto a su financiamiento para los grupos de sociedades. Este aspecto puede ser crucial para explicar su prevalencia en el mercado y, por lo tanto, exige mirar la justificación de las transferencias entre sociedades de un grupo no sólo desde la perspectiva de la regulación de operaciones entre partes relacionadas, sino que teniendo en consideración los problemas y beneficios que genera la prevalencia de los grupos de sociedades en Chile y los niveles de concentración de propiedad que se observan en el mercado.

⁸ La información sobre operaciones entre partes relacionadas disponible para el público y accionistas es muy amplia. Como establece la Norma de Carácter General N° 30 de 1989 CMF, la memoria y los estados financieros públicos sólo deben contar con una “relación sucinta de los actos y contratos celebrados con las subsidiarias o asociadas que influyan significativamente en las operaciones y resultados de la matriz o entidad inversora”. Una revisión a las memorias de las sociedades chilenas permite observar que la información es muy insuficiente. No obstante, un estudio más detallado que incorpore otros indicios probablemente pueda dar lugar a que los *outsiders* puedan sospechar plausiblemente de ciertas operaciones. Sin embargo, la información completa sólo está disponible para *insiders* (ejecutivos, directores y controladores, aunque en términos prácticos, es menos accesible para los directores independientes), lo que puede determinar que para poder acceder a esa información los minoritarios deban realizar grandes esfuerzos de presión e, incluso, iniciar largas y dispendiosas batallas legales, como demuestran el caso Cascadas y el caso Pehuenche (Resolución Exenta N° 344 de 2013 SVS y Corte Suprema rol N° 2739 del 10 de diciembre de 2015).

2.2. Pactos de accionistas

Los pactos de accionistas son contratos entre algunos o todos los accionistas de la sociedad cuyo objeto es regular las relaciones entre sí, entre los accionistas y la sociedad y que, entre otros objetos, pueden establecer acuerdos sobre el gobierno de la sociedad.

En comparación a otros aspectos de los gobiernos corporativos en Chile, los pactos de accionistas han sido un tema poco explorado por la literatura económica. No obstante, la evidencia reciente muestra que la coexistencia de distintos grupos familiares o inversionistas al interior de la propiedad de la empresa tiene impacto en el desempeño de las firmas (Durán y Ortiz 2019), lo cual confirma la relevancia de analizar la forma en que se distribuye el poder en tales organizaciones, distribución de poder que típicamente está formalizada en un pacto de accionistas.

En cuanto a su rol como herramienta de gobierno corporativo, los pactos de accionistas permiten mantener la cohesión de los grupos controladores, facilitando que los grupos familiares mantengan el control de los grandes grupos de sociedades a pesar del paso de las generaciones, logrando, irónicamente, aquello que se quiso evitar por medio de la abolición de los mayorazgos en los albores de la República. Asimismo, permiten alianzas entre empresarios para la adquisición del control, sin que se encuentren obligados a realizar OPA (oferta pública de adquisición de acciones) si es que no ha mediado adquisición de acciones, con lo cual se puede adquirir el control social sin pagar premio por el control a los inversionistas no controladores.

Los pactos de accionistas generan un problema adicional: muchas veces determinan la creación de verdaderos órganos de gestión externos a la sociedad, e incluso se acuerda en ellos que las partes del pacto deberán comprometerse a que los directores elegidos con sus votos queden sujetos a lo que el órgano de administración del pacto acuerde (Rosa 2013 y Lagos 2019). De esta manera, se materializa contractualmente la irrelevancia del directorio como responsable del gobierno de la sociedad cotizada, cuestión diametralmente opuesta a los elementos esenciales del diseño de las sociedades de capital que reciben inversión del público.

Como se sostiene en los principios de gobierno corporativo G20/OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico)

(2015: 25), “dada la capacidad de estos mecanismos de redistribuir la influencia de los accionistas en el gobierno de la sociedad”, los inversionistas deberían estar al tanto de que ciertas sociedades son gobernadas de esta forma, con lo cual podrían tomar mejores decisiones de inversión. No obstante, la información sobre pactos de accionistas es opaca en Chile si se la compara con los estándares de países desarrollados⁹ o, incluso, otras economías emergentes, como el caso de Brasil (Carvalho 2012). Obviamente, la opacidad tiene un precio. Si es cierto lo que sugiere Akerlof (1970), todas las sociedades cotizadas en el mercado chileno deberían ser castigadas en cuanto a su precio, debido a que no es posible evaluar con precisión, a partir de información completa, quiénes, cómo y con qué incentivos están adoptando las decisiones de gobierno en las sociedades chilenas, con lo cual pagan justos por pecadores y el costo de financiamiento aumenta para todos, lo que dificulta aún más las cosas para aquellos que no pueden financiarse por medio de operaciones intra-grupo.

2.3. Mecanismos de *enforcement* del derecho de sociedades anónimas

Las reglas descritas en las dos subsecciones anteriores configuran ciertas instituciones cuya función es establecer reglas del juego que pretenden determinar cómo han de realizarse ciertas actividades que, junto a otras, van formando lo que conocemos como “mercado”, determinando, en términos muy amplios, las reglas del “contrato social”

⁹ Las reglas sobre información respecto a pactos de accionistas relativos a sociedades anónimas abiertas en Chile tienen al menos dos defectos graves: en primer lugar, las partes del pacto sólo están obligadas a realizar una referencia a su texto, sin mayor detalle (NCG N° 30 de 1989 y, exigiendo un poco más de información, aunque con relación a la toma de control, NCG N° 104). Estas referencias son muy variables de sociedad a sociedad y, por lo tanto, dificultan la comparación entre ellas. Además, en muchos casos, la información es demasiado general y, finalmente, dadas las complejidades propias de las reglas contractuales sobre pactos de accionistas, la evaluación sobre las posibilidades de que el acuerdo contractual sea efectivamente cumplido o no sólo se puede realizar teniendo en vista el contrato completo. En segundo lugar, es muy difícil que el regulador pueda fiscalizar información privada o secreta, que sólo conocen quienes la poseen. Es por esto que en otros países se establece que de no entregarse la información, el pacto de accionistas es nulo, lo que impone a las partes la necesidad de publicarlo íntegramente para poder exigir su cumplimiento (Francia, art. L. 233-II *Code de Commerce*; España, art. 531 Ley de Sociedades de Capital; Italia, art. 122 Testo Unico della Finanza). En Estados Unidos, la persona que adquiera acciones (*beneficial owner*) por al menos 5% del capital, debe entregar a la SEC el *schedule 13D*. En el *schedule 13D* se deben informar todos los acuerdos relativos de las acciones y se deben adjuntar tales contratos íntegramente. Estos contratos se publican en la base de datos Edgar, de la SEC, por lo que se encuentran disponibles en Internet.

a la que quedan sujetos los accionistas que invierten en sociedades anónimas abiertas chilenas. Estas reglas, por sí mismas, no garantizan que los sujetos obligados por ellas las cumplan. Para lograrlo, existen normas que tienen específicamente esa finalidad, pero que, en la institucionalidad societaria y de mercado de valores chilena, son particularmente deficientes.

Al observar los principales ordenamientos jurídicos occidentales, se aprecia que existen dos mecanismos fundamentales de tutela de los accionistas: la responsabilidad civil de los directores y la impugnación de acuerdos sociales, los cuales si bien constituyen tuteladas jurídicamente muy diversas, pueden considerarse equivalentes funcionales desde la perspectiva de gobiernos corporativos (Gelter 2018). Su funcionamiento adecuado depende de las peculiaridades de cada sistema legal y si bien el sistema de responsabilidad de directores ha funcionado adecuadamente en Estados Unidos, no ha tenido el mismo éxito en Europa, donde, en cambio, sí es relevante la impugnación de acuerdos sociales. Por razones históricas, el derecho de sociedades chileno carece de reglas de impugnación de acuerdos sociales y, además, construyó un régimen de tuteladas de responsabilidad civil que es ampliamente deficiente. Estas deficiencias están determinadas por el sistema de regulación de costos de la acción derivativa (Núñez y Pardow 2010) y por la forma en que la judicatura aplica los requisitos propios del sistema de responsabilidad civil a los ilícitos corporativos en Chile (Lagos 2011). Esto determina que los niveles de litigación en Chile sean bajos y que la tutela del mercado dependa en gran medida de lo que pueda hacer el regulador (Pardow 2012 y Valenzuela 2019). Por último, el ordenamiento jurídico nacional contempla un sistema de derecho de retiro, con lo cual, en teoría, un accionista descontento ante ciertas decisiones que dudosamente estén dirigidas a cumplir el pacto social podría desinvertir a un precio justo, evitando de esta manera su perjuicio. No obstante, el funcionamiento del derecho de retiro en la realidad, dado su diseño institucional, también resulta deficiente, ya que las reglas para la determinación del precio de retiro van en desmedro de los inversionistas (Caballero y Lavín 2018).

Las reglas penales también cumplen una función de *enforcement*, pero han sido tradicionalmente deficientes en materia de delitos

económicos, particularmente en lo que se refiere a las sociedades anónimas y al mercado de valores. No obstante, la reciente promulgación de la Ley N° 21.121 de 2018 incorporó al ordenamiento jurídico nuevas figuras que sancionan penalmente las conductas ilícitas más graves que se pueden cometer por controladores contra minoritarios a propósito del control de los grupos, en particular, gracias a la tipificación del delito de administración desleal. Si bien la incorporación de la figura de la administración desleal al sistema mejora las posibilidades de *enforcement*, las deficiencias del sistema privado de *enforcement* (responsabilidad civil e impugnación) incentiva a que las partes recurran al ordenamiento penal, que por ser *ultima ratio* deben contemplar razonablemente ámbitos más restringidos y mayores exigencias para la configuración del ilícito. Esto es problemático para el sistema general de cumplimiento de las reglas de gobiernos corporativos: lo que es esperable que tenga lugar es que los litigantes tiendan a escoger la vía penal, pero las restricciones propias de esa disciplina determinan que muchos casos que deberían haber encontrado respuesta en el sistema de cumplimiento privado tampoco la obtengan en el sistema penal, quedando todavía sin resolver el problema del *enforcement* general del sistema y, peor aún, frustrando expectativas.

2.4. Uso de información privilegiada

La estructura de grupos empresariales favorece el uso de información privilegiada. Si las decisiones son adoptadas fuera del directorio (como ocurre en forma habitual en Chile), quienes tienen el poder para hacerlo pueden saber mucho antes que el mercado cuál será el efecto en el precio de las acciones de decisiones que ya han sido adoptadas, incluso formalmente, pero de forma secreta, por el pacto de control, sin siquiera tener un cargo como director o ejecutivo de la sociedad. El uso de los mercados de capitales internos y las estructuras de tipo piramidal implica que los ejecutivos principales del grupo probablemente estén informados de los planes de inversión del grupo y tengan acceso a información privada acerca de las actividades de las distintas empresas que constituyen el grupo (Pedraza, 2020). Asimismo, en un mercado tan concentrado, donde a pesar del alto nivel de capitalización bursátil en comparación con el PIB los controladores son pocos,

no es raro que pueda haber connivencia entre los controladores y los propios agentes del mercado, como ha quedado demostrado a propósito del caso Cascadas¹⁰.

Ante esta estructura, el derecho se ha mostrado ineficaz por al menos dos razones. Primero, porque las multas administrativas por uso de información privilegiada son bajas, tanto en comparación con otros reguladores sectoriales en Chile como en relación a las multas que se pueden aplicar en otros países, incluso si se considera su relación con el PIB *per capita*. Además de que los criterios legales para la imposición de las multas son difíciles de demostrar en ciertos casos y algunos han llegado a ser declarados inconstitucionales por su imprecisión (aspecto que, en todo caso, parte de la literatura considera positivo), lo que ha implicado rebaja de penas en casos de relevancia (Comisión para el Mercado Financiero 2019)¹¹. Segundo, porque en los hechos es muy improbable que quien use, aun maliciosamente, información privilegiada, sufra pena privativa de libertad. La razón estriba, en especial, en el sistema de determinación de penas privativas de libertad. Es muy difícil que un delito en concreto se sancione con pena de cárcel efectiva si la pena aplicable no es mayor de tres años o de cinco si corresponde libertad vigilada. Con esto, como se expresa en el proyecto de ley de delitos económicos, “la práctica chilena hace así de la reincidencia el factor central de distribución de penas de cárcel y solo en casos extremadamente graves, generalmente no vinculados a la criminalidad económica, prescinde de este criterio”, pues, como se afirma en el proyecto, la reincidencia es improbable en materia de delitos económicos (Boletín N° 13.205-07 2020).

¹⁰ Al respecto, la sentencia de la Corte de Apelaciones de Santiago del 21 de febrero de 2019 confirma los hechos imputados por la sanción del regulador al reclamante Julio Ponce (Civil 7.250-2016), esto es, en palabras de la Corte, “el esquema irregular que generó los actos por los cuales se le sanciona” o, en palabras de la ministra González, “la estructura societaria de las entidades Cascada, las Relacionadas, Vinculadas e Instrumentales, todo lo cual demuestra en su conjunto el actuar, patrón y ‘esquema’ defraudatorio que la entidad de control estima configurativo de las infracciones por las cuales impone la multa”.

¹¹ Véase la sentencia del Tribunal Constitucional del 24 de mayo de 2018 sobre inaplicabilidad por inconstitucionalidad del art. 29 del D. L. N° 3.538 de 1980 recaída en la causa rol N° 7.250-2016 de la Corte de Apelaciones de Santiago. Si bien el artículo fue derogado por la nueva Ley orgánica de la CMF (Ley N° 21.000), su nuevo art. 36 letra b establece sustancialmente la misma que la declarada inconstitucional. En los hechos, la declaración de inaplicabilidad significó una rebaja de la multa a Julio Ponce desde alrededor de 75 millones de dólares a alrededor de 3 millones de dólares, pese a que las operaciones le generaron una ganancia, según la sanción de la SVS, de 128 millones de dólares.

Por todo esto, hasta el día de hoy, nadie aún ha sido sometido a prisión por este delito, a pesar de la gravedad del ilícito para el mercado y a pesar de que las curvas de precio de cotización de acciones antes de hechos relevantes den cuenta de adquisiciones sospechosas habitualmente en Chile¹². Si se tiene en consideración que la literatura de gobiernos corporativos identifica al uso de información privilegiada como una forma de *tunneling*, las deficiencias de su regulación repercuten en la calidad del contrato social para los accionistas de las sociedades anónimas que cotizan sus títulos en Chile.

En síntesis, la inadecuación de las instituciones reseñadas en este apartado a un modelo ideal de contrato social, dada la interacción entre las reglas y el funcionamiento del mercado, facilita las conductas extractivas de valor de parte de los controladores de las estructuras de cascadas o piramidales, en perjuicio de los inversionistas de las sociedades que las integran. El diseño de las instituciones jurídicas hace que las conductas extractivas sean opacas y, aun en el caso de ser detectadas, determina que sea improbable que tales conductas sean sancionadas o que los autores de los respectivos ilícitos deban devolver lo obtenido de ese modo. Por todo esto, el sistema institucional ofrece pocas garantías a quienes invierten sus recursos. Es evidente, entonces, que este diseño institucional dificulta la desconcentración, a pesar de que el mercado aumente en tamaño, pues quienes controlan los grandes grupos conocen las ventajas que tal posición les confiere y conocen los riesgos de adoptar una posición de inversionista minoritario. La siguiente pregunta es, entonces, si bastaría que se realizaran modificaciones legales para mejorar las instituciones referidas en este apartado para promover la desconcentración, o bien, si esto es insuficiente pues la concentración ofrece, además, otros beneficios a los controladores de los grandes grupos.

¹² La evidencia empírica muestra la existencia de retornos anormales en los días previos a anuncios de fusiones y adquisiciones, lo que es consistente con el uso de información privilegiada en el mercado (Améstica, Campos y Cornejo 2017, Alvarado 2020).

3. Como afectan al funcionamiento del mercado las deficiencias institucionales jurídicas relativas a las sociedades anónimas abiertas con relación a los grupos de sociedades

Aun si en un mundo ideal, un diseño legal adecuado determinara que los grupos no produjesen a los inversionistas los problemas reseñados en el apartado anterior, la mantención de las estructuras grupales seguiría siendo problemática en términos económicos. La razón radica en que los grupos también producen problemas relacionados con la competitividad de los mercados, dando lugar a lo que algunos autores han denominado el lado oscuro de los grupos empresariales (Pattnaik, Lu y Gaur 2018).

Existen distintas razones por las cuales la prevalencia de los grupos, como forma organizacional en una economía, puede afectar negativamente los niveles de competencia en los mercados. Entre ellas, se encuentran el acceso a ventajas de información, el control de insumos esenciales y las facilidades de acceso al financiamiento a través de los mercados de capitales internos. La ausencia de competencia limita los incentivos a la innovación y afecta la eficiencia en la economía. Este efecto negativo en la actividad innovadora se presenta con mayor fuerza en aquellos sectores de la actividad económica donde la concentración de mercado es alta y los grupos tienen una posición dominante (Pattnaik, Lu y Gaur 2018). Esto es particularmente importante para una economía de tamaño pequeño, como la chilena, donde los niveles de concentración de mercados son altos (Medina 2014).

Los “mercados de capitales internos” de los grupos de sociedades, que tienen lugar mediante traspasos de recursos (activos o garantías) entre sociedades del grupo, que se materializan por medio de operaciones entre partes relacionadas, producen efectos anticompetitivos no en un mercado específico, sino que en una determinada economía globalmente considerada, en razón de las ventajas del grupo para acceder a financiamiento (Boutin *et al.* 2013, Gal y Cheng 2016). Este efecto anticompetitivo es, obviamente, mayor cuando el acceso a financiamiento externo es menor, como ocurre en un país donde la liquidez del mercado de capitales es baja. Asimismo, el efecto anticompetitivo aumenta cuando el “mercado de capitales interno” del grupo es más activo. Dicho de otro modo, si la regulación sobre operaciones entre partes relacionadas es deficiente y existe poca información sobre ellas,

si estas responden a acuerdos en pactos de accionistas no visibles y si, incluso transgrediendo la regulación, hay bajas posibilidades de *enforcement*, como en Chile, cabe esperar entonces que el dinero circule entre empresas del grupo sin mayor control, con lo que el efecto anticompetitivo es mayor.

Por lo tanto, el financiamiento que estaría disponible para todos los empresarios, a partir de decisiones de inversión razonables basadas en la rentabilidad futura del negocio, queda en cambio “atrapado” dentro del grupo, sujeto a decisiones de inversión rentables para el controlador del grupo. Es por esto que una vez que una economía, como la chilena, llega a un nivel de desarrollo medio, los grupos se empiezan a transformar en estructuras que afectan negativamente a su desarrollo (Almeida y Wolfenzon 2006). Dentro de las estructuras grupales, donde se integra un alto porcentaje de las grandes empresas, las decisiones de inversión dejan de ser socialmente rentables y, además, se producen efectos anticompetitivos.

Existen varios elementos que indican que la ventaja de financiamiento por parte de los grupos continúa siendo un fenómeno relevante en Chile. Estudios recientes muestran que las empresas pertenecientes a grupos tienen ventajas asociadas a la posibilidad de acceder a los mercados de capitales internos de los grupos (Buchuk *et al.* 2014, Núñez 2016, Torres *et al.* 2017).

En consecuencia, las posibilidades de empresas de tamaño mediano de captar financiamiento del mercado de valores, fuera del ámbito de influencia de los grandes grupos o sin quedar sometida a su control, es baja. Con esto, las empresas integradas en grupos de sociedades tienen una ventaja decisiva.

Este proceso también muestra por qué tan pocos actores económicos tienen tanto poder de decisión respecto de dónde se invierten los excedentes sociales, lo que determina la diferencia entre un sistema de capitalismo verdaderamente democrático o “de accionistas”, donde estos (ayudados por sus intermediarios) definen en qué invertir, con un sistema de “capitalismo jerárquico”, donde la decisión recae en un pequeño grupo (Schneider 2013). Evidentemente, este gigantesco poder económico necesariamente ha de tener su correlato de poder político, el cual sirve a su vez para aumentar el poder económico, lo que explica por qué es tan difícil cambiar este estado de cosas.

4. Concentraciones económicas y concentración de poder

No es posible sostener que, producida la dispersión de propiedad de las sociedades de capital, automáticamente los mercados se volverán más competitivos y la riqueza se distribuirá de mejor manera. No obstante, los diversos tipos de concentración económica se influyen y se potencian recíprocamente y, a su vez, son influidos y potenciados por la concentración de poder político. En Chile, la concentración de la propiedad accionaria se inserta en un sistema social en que existen altos niveles de concentración del poder económico y de influencia de este poder en la política, por lo cual no es esperable que un proceso de dispersión accionaria se produzca de manera espontánea.

Se pueden identificar, al menos, cuatro tipos de concentración económica: concentración de la propiedad de las sociedades de capital, concentración de los mercados, concentración agregada y concentración del capital. Los grupos de sociedades, como hemos visto, son un fenómeno que corresponde a la primera de estas concentraciones, pero influyen decisivamente en el tercer y cuarto tipo de concentración. La desconcentración de la propiedad de las acciones, obviamente, no es la solución a todos los problemas. En primer lugar, cada sistema tiene sus propios conflictos y el gobierno de las sociedades de propiedad dispersa tiene los suyos. En segundo lugar, tanto en Estados Unidos como en Inglaterra, a partir de los años setenta del siglo pasado, los niveles de concentración de riqueza y, recientemente, de concentración en los mercados han ido en aumento (Zingales 2017, Philippon 2019). No obstante, la concentración de la propiedad de las acciones contribuye a que la concentración de la riqueza y de los mercados llegue a niveles mayores, como se observa en Latinoamérica (Schneider y Karcher 2012). Por su parte, en Europa continental y en Escandinavia, los niveles de concentración accionaria son mayores que en los sistemas anglosajones, aunque menores que en Latinoamérica, pero la legitimidad social del modelo económico y el adecuado funcionamiento de la sociedad se ha mantenido con otro pacto social: el compromiso de estabilidad en el empleo, una red de seguridad social adecuada o la coparticipación de trabajadores en el gobierno de la empresa, como en Alemania (Roe 2003). Todos estos equilibrios se encuentran actualmente en entredicho, lo que puede contribuir a

explicar la crisis de los pactos sociales y la ola de protestas violentas en varios países del mundo, entrada la segunda década del siglo XXI.

Si se observa la experiencia histórica de Estados Unidos de América e Inglaterra, los dos países en los que la propiedad de las sociedades cotizadas se encuentra prevalentemente atomizada, se puede apreciar que un antecedente común es la existencia de una sociedad política plural, en la que grupos de intereses opuestos pudieron ir generando relaciones y reglas para crear estructuras regulatorias en las que se cautelan los intereses de inversionistas *outsiders* al negocio (Coffee 2001).

En Inglaterra, una serie de factores históricos fueron dando lugar a que, paulatinamente, durante el siglo XX, las sociedades fueran dejando de tener controladores mayoritarios y pasaran a ser de propiedad dispersa. Gran parte de la regulación proinversionista que fue favoreciendo este proceso, fue impuesta por la propia bolsa de valores a las sociedades que quisieran obtener financiamiento a través de ella (Cheffins 2001, 2008). Pero esa “autorregulación” no se ha dado en Chile ni es esperable que vaya a tener lugar¹³. Ocurrió en Inglaterra donde, por diversos factores producidos como consecuencia de la Segunda Guerra Mundial, gran parte de los excedentes sociales quedaron en manos de inversionistas institucionales, particularmente compañías de seguros. Estas compañías impusieron sus términos en la bolsa, exigiendo y creando reglas para proteger a los minoritarios como ellas, en particular, estrictos deberes de información (Cheffins 2008). Pero en Chile, donde la élite empresarial se encuentra cohesionada, no existen grupos de intereses opuestos, sino que se trata de grupos enlazados. Por esto, es difícil que pueda ocurrir algo como lo que ocurrió en Inglaterra. Dicho tema puede ilustrarse con el siguiente ejemplo: la OPA, un mecanismo que permite distribuir equitativamente el premio de una adquisición de control entre todos los accionistas, fue

¹³ La experiencia de la implementación de la Norma de Carácter General N° 341 de 2012 de la SVS (posteriormente reemplazada por la Norma de Carácter General N° 385 de 2015) que busca inducir la implementación de buenas prácticas a nivel de gobierno corporativo de las sociedades anónimas a través de un cuestionario cuyas respuestas son de carácter público, es ilustrativa al respecto. El análisis que realiza Godoy *et al.* (2018: 204) con respecto a los cambios en el gobierno corporativo (GC) como resultado de la norma concluye que “los cambios no fueron materiales, por lo que la Norma en sí misma no necesariamente implicó avances en cuanto a Prácticas de GC, tal como era la intención declarada del regulador”.

impuesta en Inglaterra por medio de autorregulación de la bolsa. En Chile, en cambio, un modelo de OPA débil si se compara con el británico, se debió introducir por ley y no por autorregulación de la bolsa, como reacción a los casos Campos y Chispas. Más aún, la literatura da cuenta de la resistencia que produjo la incorporación de la OPA obligatoria en sectores influyentes del mercado nacional (Undurraga 1999, Lazen y Sepúlveda 2004).

En Estados Unidos, el proceso fue menos extenso que el británico. Influyeron factores de tamaño de la economía, pero también factores políticos como reacción a la Gran Depresión (Becht y DeLong 2007). Asimismo, la regulación que fue mejorando la posición de inversionistas, es decir, que fue acercando las reglas a un contrato social ideal, se fue generando por medio de un proceso de autorregulación, determinado por la necesidad de recibir grandes capitales para el desarrollo de negocios muy rentables, pero dependientes de altos niveles de inversión y, por otro lado, por la necesidad de los inversionistas, primordialmente británicos, de tener garantías de que su capital no sería expropiado por los *insiders* o mediante la toma del control del negocio por empresarios externos. Este proceso de autorregulación fue “estatalizándose” por medio del reconocimiento de las instituciones de protección a inversionistas en la legislación federal (Coffee 2001). Por su parte, la disolución de los grandes grupos económicos fue consecuencia de una decisión del gobierno de Roosevelt, como reacción a la Gran Depresión. Existen, por supuesto, varias teorías sobre cómo se desarmaron los grandes grupos, pero una de ellas sugiere que imponer un impuesto a los traspasos de dinero entre sociedades de un mismo grupo fue la política decisiva del *New Deal* para acabar con este tipo de estructuras. El caso de Estados Unidos es particularmente importante, porque da cuenta de que la atomización de la propiedad está lejos de ser un proceso espontáneo producido por el gran tamaño de la economía o de las sociedades de capital que se transan en bolsa (Morck 2003). Fue necesario que, primero, se produjeran las condiciones adecuadas de protección a inversionistas y que, segundo, se adoptara una decisión política, que se ejecutó por medio de la modificación de normas jurídicas, y que se ha sostenido, en gran medida, gracias a normas jurídicas (Black 1990).

En Chile, la concentración accionaria se inserta en un contexto social de concentración de la riqueza y de influencia del poder económico sobre el poder político (PNUD 2017). La literatura de ciencias políticas ha demostrado la influencia relevante de los grupos económicos chilenos y sus asociaciones gremiales en el proceso legislativo a lo largo de la historia chilena. Durante el periodo 1940-1970, caracterizado por un mayor nivel de actividad empresarial del Estado, las asociaciones gremiales mantuvieron altos grados de influencia, tanto en la formulación de políticas públicas en distintos ámbitos como en las decisiones de inversión de la CORFO (Menges 1966), influencia que aumentaría durante la dictadura militar (Silva 1996) y que se mantuvo durante el retorno a la democracia (Solimano 2012). Una estrategia utilizada en forma frecuente tanto por grupos empresariales locales y también empresas multinacionales es la colocación de personeros políticos en directorios como un mecanismo para asegurar influencia (Bucheli y Salvaj 2014, Silva 2002, Fairfield 2015). Otra estrategia para mantener influencia utilizada por los grupos estuvo relacionada con el financiamiento irregular de las campañas políticas, lo que derivó en investigaciones a una larga lista de parlamentarios de distintos sectores políticos, dando cuenta de la amplitud de la práctica (Fuentes 2018). Por otra parte, el control de los principales medios de comunicación (tanto prensa como televisión) está radicado en grupos empresariales (Solimano 2012), lo que constituye otro mecanismo que permite a estas entidades influir en las decisiones de política que los afecten directamente.

En consecuencia, es improbable que en Chile tenga lugar algo así como una evolución espontánea a mayores niveles de desconcentración. Más aún, la evidencia empírica nos muestra que el cambio va en el sentido inverso. En efecto, entre 1990 y 2019, la mediana de la participación del controlador aumentó de 61% a 67%. Esto sugiere que los beneficios de la propiedad concentrada continúan siendo altos (Larraín, Donelli y Urzúa 2013).

El derecho chileno, en todo caso, carece de una regulación sistemática sobre grupos de sociedades. Apenas algunas reglas hacen referencia a ellos, pero estas reglas fueron incorporadas por una reforma legal posterior cuya finalidad fue generar información sobre las relaciones entre sociedades vinculadas y sus controladores para permitir

su fiscalización (Luco 1995). Algunos han visto en estas reglas la justificación de la prevalencia del interés grupal sobre el interés social en el derecho chileno (Alcalde 2007, Jequier 2014, Pfeffer 2015). Discrepamos de tal interpretación. Primero, por una cuestión técnica: el objetivo de las reglas introducidas en la Ley de Mercado de Valores por la Ley N° 18.660 de 1987 es informativo, por lo tanto, no se les puede dar un sentido diverso, particularmente cuando ese sentido no se desprende de lo establecido en la disposición legal. Segundo, por una cuestión sustantiva: romper la regla del gobierno del directorio como expresión del interés social de la respectiva sociedad que, como hemos explicado, es un aspecto fundamental del diseño del derecho de sociedades y del mercado de valores, exigiría la creación de todo un sistema regulatorio para reestablecer la justicia conmutativa del derecho de sociedades de capital y del mercado de valores mediante medidas compensatorias, como se ha hecho en el ordenamiento jurídico alemán (Kübler 2001) o como proponen quienes se encuentran a favor de reconocer el interés grupal en Europa (Conac 2013). Sin embargo, la técnica del derecho de grupos no ha sido exitosa, pues la regulación voluntaria a la que los grupos se pueden someter, que es la del grupo contractual, no tiene aplicación práctica, dado que los grupos en Alemania no se someten a ella. Por su parte, la regulación por defecto de los grupos, la de los grupos de hecho, deja serias dudas sobre la eficacia de las medidas compensatorias a favor de las empresas sometidas a la dirección unitaria del grupo (Hopt 2015). Lo más sensato parece ser interpretar este silencio legislativo como reafirmación de la regla según la cual el gobierno de la sociedad debe ser llevado a cabo por un órgano independiente y cuyo objetivo ha de ser promover el interés social. La imposibilidad lógica de compatibilizar el interés social de una empresa integrante del grupo con el interés del grupo parece sugerir que no hay mejor derecho de grupo que el que no existe (Paz-Ares 2019).

Recapitulando, tanto desde la perspectiva jurídica como económica, los grupos de sociedades resultan problemáticos, particularmente una vez que un país ha llegado a cierto nivel de desarrollo. Si el rol prevalente de los grupos de sociedades en la economía se vuelve inconveniente para el desarrollo subsecuente del país, cabe entonces preguntarse qué medidas se pueden adoptar respecto de los grupos de sociedades.

5. ¿Qué hacer con los grupos de sociedades?

La experiencia comparada muestra que existen diversas formas de enfrentar los problemas producidos por los grupos de sociedades. La forma más radical de reaccionar ante los problemas que producen los grupos es desmantelarlos. Como se señaló anteriormente, esta fue la reacción del Gobierno norteamericano como parte de la política del *New Deal*. El mecanismo técnico para desmantelarlos es sencillo: basta aplicar un impuesto al pago de dividendos entre sociedades que componen la estructura piramidal, para que la formación o mantención de la pirámide ya no sea rentable, con lo cual el grupo de sociedades pierde sentido (Morck 2003). Pero una decisión como esta requiere de un apoyo político contundente, que fue precisamente lo que ocurrió durante el gobierno de F. D. Roosevelt gracias al desprestigio de los grandes empresarios norteamericanos derivado de los efectos de la Gran Depresión. Es por esto por lo que el caso de Estados Unidos parecía ser único. No obstante, la historia de Israel en la última década demuestra que medidas bien diseñadas para contrarrestar la influencia de los grupos pueden cambiar la estructura del mercado en poco tiempo, mejorando los niveles de competencia (Hamdani, Kosenko y Yafeh 2020). Estas medidas fueron adoptadas, en parte, como reacción a protestas populares relacionadas con el costo de la vida, no muy distintas a las que han tenido lugar recientemente en Francia o en Chile.

Otra opción consiste en la generación de un ambiente institucional favorable a los inversionistas que no sean accionistas de control. La generación de este ambiente institucional puede tener lugar a través de autorregulación o a través de regulación legal. Lo primero es lo que habría ocurrido en Inglaterra. En este país, un mercado financiero ya desarrollado fue acogiendo el proceso de salida a la bolsa de las grandes empresas británicas. La propia bolsa, con vínculos cada vez más intensos con el Gobierno, fue generando reglas institucionales favorables a los inversionistas, incentivadas además por el hecho de que gran parte del capital se encontraba en manos de inversionistas institucionales, con lo cual su influencia era relevante. Tanto en Inglaterra como antes en Estados Unidos de América, las reglas proinversionistas generadas por las propias bolsas fueron incorporadas en la legislación y los órganos de supervisión pasaron a ser órganos que

integran el aparato estatal. En Inglaterra, este proceso tuvo lugar durante gran parte del siglo XX, situándose el momento de separación de propiedad y control alrededor de la década del cincuenta y la incorporación definitiva de la institucionalidad regulatoria privada a la pública durante los años ochenta del siglo pasado (Cheffins 2001). Pero a partir de esta experiencia, países con un nivel de desarrollo institucional menor pueden impulsar el desarrollo del mercado de valores creando una institucionalidad similar, entre otros mecanismos, a través de reformas legislativas (Coffee 1999). Después de todo, como constatan Enriques *et al.*:

Las estructuras de propiedad, por un lado, y la protección legal a los accionistas minoritarios, por otro lado, se refuerzan mutuamente. En jurisdicciones donde prevalece la propiedad concentrada, los accionistas controladores tienden a bloquear la promulgación de leyes que pueden frenar sus beneficios privados. Por contraste, en jurisdicciones donde la propiedad es dispersa, los inversionistas institucionales y el público inversionista, son propensos a tener una mayor influencia política al presionar por reformas que reducen la expropiación a minoritarios. (Enriques *et al.* 2017: 104)

Hay aún otra posibilidad de reacción ante los problemas que generan las estructuras grupales, que consiste en reconocer estatus jurídico formal a los grupos de sociedades y crear una regulación legal *ad-hoc*, complementaria del derecho de sociedades. Esta es la solución alemana del derecho de grupos de sociedades, que ha sido seguida por países como Portugal y Brasil. De todas las opciones, como se ha reseñado más arriba, esta es sin duda la más problemática, pues la regulación en materia de grupos es costosa y poco efectiva y, más todavía, parte de ella directamente no es utilizada en la práctica. Pero, ante todo, el reconocimiento de un derecho de grupos de sociedades superpuesto al propio derecho de sociedades determina una contradicción sistemática insalvable con lo que hasta aquí hemos descrito como el modelo óptimo de un derecho de sociedades y mercado de valores construido a partir de un pacto social hipotético.

En lo que respecta a Chile, como se indicó anteriormente, los grupos de sociedades existen desde los inicios del siglo XX, algunos con una historia que abarca varias generaciones. A modo de ejemplo, los grupos Angelini, Luksic y Matte, que se repiten continuamente

en las listas de los grupos más grandes de Chile que se publican en prensa desde mediados de los años ochenta, aparecen ya mencionados como parte de los grupos más importantes en Chile en el trabajo de Garretón y Cisternas (1970) que analiza a los grupos al año 1969. Otros, en cambio, han tenido una trayectoria más breve, pero la prevalencia de la estructura organizacional se mantiene. Esto sugiere que en Chile las grandes empresas, para poder llegar a ser tales, subsistir o seguir siendo competitivas, tarde o temprano se organizan como grupos de sociedades. Los grupos económicos son formas de diversificarse cuando la diversificación es difícil, precisamente porque la deficiente protección a inversionistas no controladores impide que un empresario exitoso venda su inversión y se diversifique, pues sabe que en su posición de minoritario su inversión corre peligro. Además, las empresas afiliadas a grupos son más resilientes que las empresas no afiliadas, y esta resiliencia se mantiene incluso en el contexto de un mayor desarrollo institucional (Castellacci 2015). Con esto, la tendencia de los empresarios que han logrado construir un grupo de sociedades es a mantenerlo y diversificarlo, no a disolver su posición de control y distribuir sus inversiones para distribuir su riesgo. Esto significa que se produce un problema de acción colectiva: no cabe esperar diversificación de inversiones si los demás grupos tampoco se diversifican y, entonces, lo que sí cabe esperar es ascenso de nuevos grupos y desaparición o pérdida de relevancia paulatina de grupos antiguos, que es precisamente lo que se observa en Chile.

Recapitulando, es razonable sugerir que un ordenamiento jurídico que pueda considerarse justo y que, además, pretenda contribuir al desarrollo económico, debe al menos contener arreglos institucionales para establecer una relación equilibrada entre inversionistas *insiders* y *outsiders*. La experiencia comparada demuestra que este es un requisito necesario para avanzar a mayores niveles de desconcentración.

Asimismo, es necesario considerar que aun cuando se hayan creado condiciones institucionales favorables para los inversionistas, el proceso de dispersión difícilmente será espontáneo en el corto y mediano plazo, con lo cual la decisión de dismantelar los grupos mediante la técnica de imponer impuestos a las transacciones intragrupos, como se hizo en Estados Unidos, es una política razonable a considerar.

Conclusiones

En Chile, ha habido escaso diálogo entre las disciplinas de la economía y del derecho al analizar un fenómeno tan complejo y tan social y políticamente relevante como es el de los grupos de sociedades y su influencia en el mercado local.

La literatura económica que revisa el efecto de estos grupos en el mercado chileno es más profusa que la escasa literatura jurídica que se refiere al tema de los grupos de sociedades. Sin embargo, desde la perspectiva jurídica, se pueden realizar al menos dos contribuciones relevantes.

La primera es la comprensión funcional del derecho de sociedades de capital y del sentido de las instituciones que lo componen, lo que habilita a ofrecer un estándar contra el cual comparar la regulación positiva del derecho de sociedades y del mercado de valores. Este análisis permite anticipar problemas en la regulación y brindar criterios para perfeccionar su diseño en términos de justicia conmutativa. Al final, un diseño más justo que satisfaga a todos los actores del mercado no es sólo un valor en sí mismo, sino que, además, influye en mayores niveles de eficiencia y genera valor (Paz Ares 2004).

La segunda contribución del análisis jurídico es el del detalle institucional que impide que ciertas regulaciones, aun cuando se contemplen en el ordenamiento jurídico, logren la finalidad para la cual fueron creadas por los poderes colegisladores o incluso por los órganos del mercado al autorregularse. Como se ha visto en este trabajo, incluso cuando ciertas instituciones favorables a los inversionistas se incorporan en el ordenamiento jurídico, existen factores sociales y políticos que pueden incidir en que su diseño no logre el efecto deseado. Las ciencias políticas estudian cuáles son estos factores y cómo se producen estas influencias, pero no pueden explicar el detalle de la regulación que falla, pues eso requiere de un análisis dogmático jurídico, no sólo de la regulación creada, sino también del sistema jurídico en la cual se inserta.

De los diversos elementos que explican la persistencia de los grupos de sociedades, las ventajas de financiamiento de los grupos, reforzadas por las opciones de *tunneling* y cómo estas ventajas determinan una concentración agregada, parecen ser la respuesta que más

se adapta al caso chileno. Esto complementa la explicación de por qué las reformas legales en materia de gobiernos corporativos no afectan demasiado la prevalencia de las estructuras grupales: las deficiencias de las instituciones que deberían ofrecer información sobre los trasposos de fondos dentro de los grupos de sociedades, coordinar estos trasposos y aprovecharse de esta información determinan no sólo un incentivo al *tunneling*, sino que permiten que las sociedades afiliadas a grupos mantengan una ventaja competitiva decisiva frente a sociedades no afiliadas. Este proceso sustenta un orden económico que se manifiesta en que pocos actores concentran un gran poder de decisión sobre el destino de los flujos de excedentes sociales, lo cual les otorga un peso político desproporcionado el que, a su vez, les permite a estas estructuras reforzar su ventaja económica mediante la influencia en el diseño de las instituciones legales.

Ante esta realidad, si bien técnicamente es factible dismantelar los grupos y promover el dinamismo del mercado de capitales, es políticamente muy difícil que se produzcan reformas cuya finalidad sea abolir las estructuras grupales, observación confirmada por la experiencia histórica de otros países. Pero, al menos, resulta un poco menos utópico ir mejorando el funcionamiento institucional de modo tal de generar un ambiente propicio para los inversionistas, reforzando su posición y mejorando sus condiciones para exigir una legislación más favorable o, desde una perspectiva jurídica, que se acerque a un contrato social que satisfaga exigencias de justicia conmutativa. Aunque esto, hay que reconocerlo, es más difícil en países de élites poco plurales como la chilena.

No obstante, la crisis del modelo chileno y la necesidad de ofrecer un nuevo relato que justifique las desigualdades sociales abre una oportunidad política para una futura evolución institucional que permita liberar al sistema económico y político de la prevalencia económica y la influencia política de los grandes grupos de sociedades.

BIBLIOGRAFÍA

Akerlof, G. 1970. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and The Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84(3), 488-500.

- Alcalde, E. 2007. *La sociedad anónima. Autonomía privada, interés social y conflictos de interés*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- Alfaro, J. 2016. El reconocimiento de la personalidad jurídica en la construcción del derecho de sociedades. *Indret* 1, 1-104.
- Almeida, H. y Wolfenzon, D. 2006. Should Business Groups be Dismantled? The Equilibrium Costs of Efficient Internal Capital Markets. *Journal of Financial Economics* 79, 99-144.
- Alvarado, C. 2020. Market Anticipation and The Rule of Law: A Cross-country Comparison. *Serie Documentos de Trabajo Comisión para el Mercado Financiero* 2.
- Améstica, L., Campos, D. y Cornejo, E. 2017. Anuncio de fusiones y adquisiciones y su efecto en los retornos accionarios: Chile, 2010-2014. *Revista Cuadernos de Administración* 30(54), 39-64.
- Bainbridge, S. 2003. Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Northwestern University Law Review* 97(2), 547-606.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. y Triantis, G. 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity. The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights (295-318), en R. Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Becht, M. y DeLong, B. 2007. Why Has There Been So Little Block Holding in America? (613-666), en R. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance Around the World*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Black, B. 1990. Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review* 89(3), 520-608.
- Boutin, X., Cestone, G., Fumagalli, Ch., Pica, G. y Serrano-Velarde, N. 2013. The Deep-pocket Effect of Internal Capital Markets. *Journal of Financial Economics* 109(1), 122-145.
- Bucheli, M. y Salvaj, E. 2014. Adaptation Strategies of Multinational Corporations, State-Owned Enterprises, and Domestic Business Groups to Economic and Political Transitions: A Network Analysis of the Chilean Telecommunications Sector, 1958-2005. *Enterprise & Society* 15(3), 534-576.
- Buchuk, D., Larraín, B., Muñoz, F. y Urzúa, F. 2014. The Internal Capital Markets of Business Groups: Evidence from Intra-group Loans. *Journal of Financial Economics* 112, 190-212.
- Buchuk, D., Larraín, B., Muñoz, F. y Urzúa, F. 2020. How Do Internal Capital Markets Work? Evidence from the Great Recession. *Review of Finance* 24(4), 847-889.
- Caballero, G. y Lavín, J. 2018. El derecho de retiro como herramienta de gobierno corporativo: análisis empírico del caso chileno. *Revista de Derecho Privado (Externado)* 35, 205-242.
- Cámara de Diputados. 2020. Sistematiza los delitos económicos y atentados contra el medio ambiente, modifica diversos cuerpos legales que tipifican delitos contra el orden socioeconómico, y adecua las penas aplicables a todos ellos. *Boletín* 13.205-07.
- Carvalho, A. 2012. Do Shareholder Agreements Affect Market Valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance* 18, 919-933.

- Castellacci, F. 2015. Institutional Voids or Organizational Resilience? Business Groups, Innovation, and Market Development in Latin America. *World Development* 70, 43-58.
- Cheffins, B. 2001. Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in The United Kingdom. *Journal of Legal Studies* 30, 459-484.
- Cheffins, B. 2008. *Corporate Ownership and Control. British Business Transformed*. Oxford: Oxford University Press.
- Coffee, J. 1999. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and Its Implications. *Northwestern University Law Review* 93(3), 641-707.
- Coffee, J. 2001. The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. *The Yale Law Journal* 111(1), 1-82.
- Colpan, A. e Hikino, T. 2010. Foundations of Business Groups: Towards an Integrated Framework (15-66), en A. Colpan, T. Hikino y J. Lincoln, *The Oxford Handbook of Business Groups*. Oxford: Oxford University Press.
- Conac, P. 2013. Director's Duties in Groups of Companies-Legalizing the Interest of the Group at the European Level. *European Company and Financial Law Review* 4, 194-226.
- Dahse, F. 1979. *Mapa de la extrema riqueza. Los grupos económicos y el proceso de concentración de capitales*. Santiago: Editorial Aconcagua.
- Durán, P. y Ortiz, M. 2020. When More is Better: Multifamily Firms and Firm Performance. *Entrepreneurship Theory and Practice* 44(4).
- Enriques, L. 2015. Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal). *European Business Organization Law Review* 16(1), 1-37.
- Enriques, L., Hansmann, H., Kraakman, R. y Pargendler, M. 2017. The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies (79-108), en J. Armour, L. Enriques *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press.
- Espinoza-Méndez, C., Jara-Bertín, M. y Maquieira, C. 2018. The Influence of Family and Pyramidal Ownership on Corporate Diversification in Chile. *The American Journal of Economics and Finance* 43, 158-168.
- Fairfield, T. 2015. *Private Wealth and Public Revenue in Latin America: Business Power and Tax Politics*. Nueva York: Cambridge.
- Fariás, P. 2014. Business Group Characteristics and Firm Operating Performance: Evidence from Chile. *Academia Revista Latinoamericana de Administración* 27(2), 226-235.
- Fuentes, C. 2018. Cortándose las alas. Factores que explican la reforma al financiamiento electoral en Chile. *Colombia Internacional* (95), 109-136.
- Gal, M. y Cheng, T. 2016. Aggregate Concentration: a Study of Competition Law Solutions. *Journal of Antitrust Enforcement* 4, 282-322.
- Garretón, O. y Cisternas, J. 1970. *Algunas características del proceso de toma de decisiones en la gran empresa: la dinámica de la concentración*. Santiago: Servicio de Cooperación Técnica.
- Gelter, M. 2017. Mapping Types of Shareholder Lawsuits across Jurisdictions. *European Corporate Governance Institute Working Paper* 363, 1-43.

- Godoy, M., Walker, E. y Zegers, M. 2018. Análisis del primer intento de imponer autorregulación sobre gobierno corporativo en Chile: resultados de un oxímoron. *Revista Chilena de Derecho* 45(1), 179-210.
- González, F., Aldunate, F., Prem, M. y Urzúa, F. 2019. The Evolution of Ownership Structures: Privatization, Business Groups and Pyramids. *Documento de Trabajo IE-PUC* N° 523.
- González, F., Aldunate, F., Prem, M. y Urzúa, F. 2020. Privatization and Business Groups: Evidence from the Chicago Boys in Chile. *Explorations in Business History*.
- González, F., Prem, M. y Urzúa, F. 2020. The Privatization Origins of Political Corporations: Evidence from the Pinochet Regime. *Journal of Economic History* 80(2), 417-456.
- Hamdani, A., Kosenko, K. y Yafeh, Y. 2020. Regulatory Measures to Dismantle Pyramidal Business Groups: Evidence from the United States, Japan, Korea and Israel. *European Corporate Governance Institute, Working Paper* 542, 1-36.
- Hopt, K. 2015. Groups of Companies. A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups. *European Corporate Governance Institute Working Paper* 286, 1-34.
- Islas, G. y Lagos, O. 2019. La política de habitualidad y su efecto en la regulación de las operaciones con partes relacionadas. *Revista de Derecho (Valdivia)* 32 (1), 95-115.
- Jara-Bertín, M., López-Iturriaga, F. y Espinosa, C. 2015. Diversification and Control in Emerging Markets: The Case of Chilean Firms. *BRQ Business Research Quarterly* 18(4), 259-274.
- Jequier, E. 2014. Premisas para el tratamiento de los grupos empresariales y administradores de hecho en el derecho chileno. *Revista Chilena de Derecho* 41(1), 121-152.
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. 2000. Tunneling. *The American Economic Review* 90(2), 22-27.
- Kershaw, D. 2012. *Company Law in Context*. Oxford: Oxford University Press.
- Khanna, T. y Yafeh, Y. 2007. Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? *Journal of Economic Literature* 45(2), 331-372.
- Kübler, F. 2001. *Derecho de sociedades*. Madrid: Fundación Cultural del Notariado.
- Lagos, R. 1965. *La concentración del poder económico: su teoría. Realidad chilena*. Santiago: Editorial del Pacífico.
- Lagos, O. 2011. El daño imputable al accionista o al director infractores como límite a la responsabilidad civil en conflictos de sociedades cotizadas (707-718), en G. Figueroa, E. Barros y M. Tapia, *Estudios de Derecho Civil VI*. Santiago: Abeledo Perrot/Legal Publishing.
- Lagos, O. 2019. La cuestión de la licitud o ilicitud de los pactos de accionistas relativos al voto de directores de sociedades anónimas. *Revista Chilena de Derecho* 46(1), 7-28.
- Larraín, B., Donelli, M. y Urzúa, F. 2013. Ownership Dynamics with Large Shareholders: an Empirical Analysis. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(2), 579-609.
- Larraín, B. y Urzúa, F. 2016. Do Business Groups Change with Market Development? *Journal of Economics and Management Strategy* 25(3), 750-784.

- Lazen, V. y Sepúlveda, A. 2004. Desarrollo de las tomas de control corporativo en Chile después de la ley de OPAs. *Superintendencia de Valores y Seguros. Documento de Trabajo* 4, 1-37.
- Le Fort, F. y Urzúa, F. 2008. Board Independence, Firm Performance and Ownership Concentration: Evidence from Chile. *Journal of Business Research* 61, 615-622.
- Le Fort, F. 2010. Business Groups in Chile (387-423), en A. Colpan, T. Hikino y J. Lincoln, *The Oxford Handbook of Business Groups*. Oxford: Oxford University Press.
- Leff, N. 1978. Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups. *Economic Development and Cultural Change* 26(4), 661-75.
- Luco, N. 1995. Protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad anónima abierta. *Revista Chilena de Derecho* 22(3), 417-438.
- Medina, F. 2014. Competencia en el mercado chileno: una mirada transversal. *Horizontal Chile*, noviembre de 2014.
- Menges, C. 1966. Public Policy and Organized Business in Chile: A Preliminary Analysis. *Journal of International Affairs* 20(2), 343-365.
- Morck, R. 2003. Why Some Double Taxation Might Make Sense: The Special Case of Inter-corporate Dividends. *NBER Working Paper Series* N° 9.651, 1-47.
- Núñez, D. y Pardow, D. 2010. ¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa. *Revista Estudios Públicos* 118, 229-282.
- Núñez, P. 2016. Propiedad piramidal, naturaleza familiar y decisiones de endeudamiento. Evidencia empírica para Chile. Tesis para optar al grado de Magíster en Finanzas.
- OECD. 2015. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. París: OECD Publishing.
- Pardow, D. 2012. La experiencia chilena disuadiendo ilícitos corporativos. *Derecho Público Iberoamericano* 1, 55-83.
- Pattnaik, C., Lu, Q. y Gaur, A. 2018. Group Affiliation and Entry Barriers: The Dark Side of Business Groups in Emerging Markets. *Journal of Business Ethics* 153, 1051-106.
- Paz-Ares, C. 2004. El gobierno corporativo como estrategia de creación de valor. *Indret* 1.
- Paz-Ares, C. 2019. *¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión*. Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters.
- Pedraza, A. 2020. Informed Trading in Business Groups. *The World Bank Economic Review* 34(2), 351-370.
- Pfeffer, F. 2015. Deber de lealtad de directores y gerentes de sociedades anónimas al interior de un grupo de sociedades, a propósito del denominado caso Cascadas. *Actualidad Jurídica* 32, 207-226.
- Philippon, T. 2019. *The Great Reversal. How America Gave Up on Free Markets*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) 2017. *Desiguales. Orígenes, cambios y desafíos de la brecha social en Chile*. Santiago: Uqbar Editores.

- Roe, M. 2003. *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*. Oxford: Oxford University Press.
- Rojas, G. 1990. Los grupos económicos en Chile: Una aproximación a su estudio. Tesis presentada al Instituto de Historia de la Universidad Católica.
- Rosa, A. 2013. Pati parasociali, gestione e informazione societaria: una questione (italiana) davvero risolta? *Analisi Giuridica dell'Economia* 1, 131-148.
- San Martín, P. y Saona, P. 2017. Capital Structure in the Chilean Corporate Sector: Revisiting the Stylized Facts. *Research in International Business and Finance* 40, 163-174.
- Schneider, B. 2010. Business Groups and the State: The Politics of Expansion, Restructuring, and Collapse (650-669), en A. Colpan, T. Hikino y J. Lincoln, *The Oxford Handbook of Business Groups*. Oxford: Oxford University Press.
- Schneider, B. y Karcher, S. 2012. La política de las empresas en Latinoamérica: investigando sus estructuras, preferencias e influencia. *Apuntes: Revista de Ciencias Sociales* 39(70), 7-28.
- Schneider, B. 2013. *Hierarchical Capitalism in Latin America*. Nueva York: Cambridge.
- Silva, E. 1996. *The State and Capital in Chile: Business Elites, Technocrats, and Market Economics*. Boulder: Westview Press.
- Silva, E. 2002. Capital and the Lagos Presidency: Business as Usual? *Bulletin of Latin American Research* 21(3), 339-357.
- Silva, F., Majluf, N. y Paredes, R. 2006. *Ownership Structure and Performance: Empirical Evidence from Chilean Firms. Corporate Ownership & Control* 3(4), verano de 2006.
- Solimano, A. 2012. *Chile and the Neoliberal Trap: The Post-Pinochet Era*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Torres, J., Jara-Bertín, M. y López-Iturriaga, F. 2017. Corporate Control and Firm Value: The Bright Side of Business Groups. *Journal of Family Business Strategy* 8, 99-108.
- Tyndall Group. 2015. Resumen Informe al Comité de Directores de Empresa Nacional de Electricidad S.A.
- Undurraga, S. 1999. Ley de OPAs en sociedades anónimas. *Puntos de Referencia. Centro de Estudios Públicos* 215, 1-8.
- Urzúa, F. 2009. Too Few Dividends? Groups' Tunneling Through Chair and Board Compensation. *Journal of Corporate Finance* 15, 245-256.
- Valenzuela, I. 2019. Dejar de jugar por las reglas: hacia una revitalización del derecho societario como instrumento de política económica. *Estudios Públicos* 154, 43-86.
- Zingales, L. 2017. Towards a Political Theory of The Firm. *The Journal of Economic Perspectives* 31(3), 113-130.