

# EL LUGAR DE LA DISOLUCIÓN POR CAUSA GRAVE DENTRO DE LAS MEDIDAS DE PROTECCIÓN AL ACCIONISTA MINORITARIO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA

## *THE PLACE OF THE INVOLUNTARY DISSOLUTION WITHIN THE REMEDIES OF THE CLOSE CORPORATION MINORITY SHAREHOLDER*

PABLO MANTEROLA<sup>1</sup>

**RESUMEN:** El trabajo analiza la disolución judicial de la sociedad anónima cerrada y la sitúa en el contexto de otros dos remedios al conflicto entre accionistas: el derecho de retiro y la indemnización de perjuicios. Se argumenta que la disolución está diseñada para que el accionista minoritario renegocie con el mayoritario, recreando –con bastantes límites– las condiciones iniciales de la inversión. Sobre la base de este análisis, se describe la disolución como un mecanismo alternativo (no subsidiario) al derecho de retiro, mientras la indemnización de perjuicios sería un remedio complementario, que debe compatibilizarse con la restitución de la cuota de liquidación.

**Palabras clave:** sociedad anónima cerrada, disolución de la sociedad, derecho de retiro, indemnización de perjuicios, conflictos de accionistas.

**ABSTRACT:** The paper analyzes close corporation involuntary dissolution, and places it in the context of two other shareholders remedies: appraisal rights and damages. It is argued that dissolution is oriented to a renegotiation between the majority and the minority shareholder, recreating the initial conditions of the investment—with several limits. Based on this analysis, dissolution is described as a mechanism alternative but not subordinate to appraisal rights, and damages as a complementary remedy that must be made compatible with liquidating distribution.

**Keywords:** closely held corporation, corporate dissolution, appraisal rights, damages, shareholder disputes.

## I. INTRODUCCIÓN

La disolución por causa grave de la sociedad anónima cerrada<sup>2</sup> impone la liquidación de la empresa común, un procedimiento que se orienta, en último término, a la total

<sup>1</sup> Profesor de la Universidad de los Andes (Santiago de Chile, Chile). Doctor en Derecho por la Universidad de los Andes. Dirección postal: Mons. Álvaro del Portillo 12.455, Las Condes, Santiago. Correo electrónico: pmanterola@uandes.cl. Número Orcid: 0000-0003-0998-6382. Este artículo forma parte del proyecto Fondecyt de Iniciación N° 11200048, “La disolución por causa grave de sociedades de capital cerradas: régimen especial de un remedio al conflicto societario” (ANID, Chile). Agradezco valiosos comentarios de los profesores Andrés Erbetta y Macarena Díaz de Valdés. Las tablas que se observan en este trabajo son de elaboración propia.

<sup>2</sup> CHILE, Ley 18.046. Art. 105.

extinción de la persona jurídica<sup>3</sup>. Se trata de una consecuencia suficientemente grave como para que quienes estén interesados en continuar con la empresa, y particularmente quienes detentan la mayoría del capital, se manifiesten dispuestos a negociar. Que la ley ponga esta amenaza en manos de cualquier accionista que tenga al menos un 20% de las acciones, cuando ella misma prevé otros medios de tutela como el derecho de retiro o la indemnización de perjuicios, a primera vista resulta desconcertante. ¿Qué razones justifican dispensar al minoritario una protección tan drástica?

El presente trabajo pretende demostrar que la disolución por causa grave de la sociedad anónima cerrada está diseñada precisamente para forzar esa negociación con la mayoría<sup>4</sup>. La disolución forzada recrea, en la medida de lo posible, las condiciones en que se adoptó la decisión de invertir en la sociedad. Con ello, lejos de abrir la puerta al oportunismo, el legislador provee un sustituto a la indemnización de perjuicios, acción de eficacia bien limitada en las sociedades cerradas. Un sustituto imperfecto, eso sí, pues su aptitud para proteger al minoritario depende del valor de los flujos que los accionistas reciben de la empresa, la magnitud del producto de una eventual liquidación, los gastos del procedimiento y, por último, la capacidad de negociación de cada una de las partes.

La disolución se presenta así como un poderoso mecanismo de renegociación basado en la amenaza de liquidar el patrimonio social. Al lado suyo, el derecho de retiro exhibe cualidades que lo hacen un medio de protección más eficiente desde la perspectiva de la empresa en su conjunto. Esta ventaja podría sugerir que, en base a un criterio de eficiencia, el juez debe preferir el retiro a la disolución. Determinar la función de la disolución como remedio al conflicto societario exige esclarecer su relación con el derecho de retiro.

Este artículo mostrará que retiro y disolución guardan semejanzas: ambos ofrecen al minoritario una salida de la sociedad con la liquidación, total o parcial, de su patrimonio. Ni el retiro ni la disolución garantizan una reparación equilibrada de los daños cuyo padecimiento han decidido al minoritario a dejar la empresa; tal es el cometido de la indemnización de perjuicios. No obstante, tanto los textos legales como el sentido de las instituciones permiten afirmar que la reparación de los perjuicios se ve condicionada por el hecho de que el accionista minoritario obtenga la disolución de la sociedad y la consiguiente cuota de liquidación.

En suma, el objetivo es describir la función de la disolución por causa grave de la sociedad cerrada y su posición respecto de otros dos remedios al conflicto entre accionistas: el derecho de retiro y la indemnización de perjuicios.

Este artículo toma como tipo de referencia la sociedad anónima. Tanto la disolución como el retiro se regulan en la LSA y, a fin de cuentas, fueron pensados para la sociedad anónima. Si son también aplicables a las más frecuentes sociedades por acciones, lo son en

<sup>3</sup> Este trabajo emplea las siguientes abreviaturas: CMF (Comisión para el Mercado Financiero), LIR (Decreto Ley N° 824 sobre Impuesto a la Renta), LSA (Ley N° 18.046 de 1981 sobre Sociedades Anónimas), RSA (Reglamento de la LSA). Las referencias completas a las normas pueden verse al final del trabajo.

<sup>4</sup> Hetherington y Dooley ya habían sugerido que, en muchos casos, la disolución no se busca como un fin en sí, sino como un medio para renegociar. HETHERINGTON y DOOLEY (1977) pp. 27-29. El análisis que este trabajo ofrece procura desarrollar esta idea desde el punto de vista del análisis económico, y sacar sus consecuencias dogmáticas.

virtud del reenvío normativo del Código de Comercio, cuyo exacto alcance es, sin embargo, dudoso<sup>5</sup>. El tipo de referencia para comprender la función de la disolución forzada es la sociedad anónima, pues, para saber si puede cumplir esa misma función en la sociedad por acciones, es preciso que no contravenga la “naturaleza” de este tipo societario (art. 424 inc. 2° del Código de Comercio); se presupone, entonces, haber definido cuál es esa función.

En las páginas siguientes se argumenta a partir de un tipo particular de sociedad anónima cerrada, que se ha llamado *sociedad cerrada arquetípica*<sup>6</sup>. Se trata de aquel tipo empírico de sociedad anónima cerrada que se distingue por reunir unos pocos accionistas ligados por vínculos familiares, de amistad o profesionales, y para cuyas acciones no existe un mercado secundario en que desinvertir. Asimismo, frente a la relativa indeterminación del concepto de causa grave que utiliza el artículo 105 de la LSA, se utiliza la noción de frustración de expectativas razonables, cuyo desarrollo y fundamentación en los textos de la LSA se ha efectuado en otro estudio<sup>7</sup>. Se procurará en estas páginas recoger las implicancias que esta noción de causa grave tiene para su preciso objeto, pero la argumentación detallada queda remitida a ese trabajo.

Los análisis de la disolución y del retiro que se expondrán suponen solo dos accionistas, uno mayoritario y otro minoritario. Esta simplificación busca facilitar la comprensión del argumento, aunque se procurará indicar también cómo la presencia de tres o más accionistas impacta la función de la disolución y del retiro. Por lo demás, el conflicto en sociedades de capital cerradas con frecuencia se produce entre dos accionistas, o entre dos grupos de accionistas claramente enfrentados entre sí.

Este estudio se vale tanto del análisis económico como del método dogmático. Se busca primero identificar los incentivos tras las decisiones de las partes, y explicar así los resultados prácticos a que conducen. Para facilitar la comprensión de los análisis se ha recurrido a gráficos que hagan más intuitiva su conclusión; pero los gráficos por sí mismos nada demuestran, y el lector puede prescindir de ellos si prefiere. Por otro lado, dado que el derecho no busca un resultado globalmente eficiente sino una solución justa, para comprender el retiro y la disolución –medios de composición de un conflicto jurídico– no es suficiente entender los incentivos que tras ellos se esconden. El análisis económico ofrecerá insumos de los que una perspectiva dogmática no puede prescindir, para luego discutir la posición normativa de la disolución respecto del retiro y cómo condiciona la indemnización de perjuicios.

El trabajo se organiza del siguiente modo. Primero, se describe cómo la disolución fuerza una renegociación sobre el valor de la empresa en marcha, las variables que inciden en su resultado, y si acaso abre un espacio para el comportamiento estratégico del minoritario (II). Luego, se realiza un análisis del retiro en términos semejantes a los de la disolución, y se indaga si la disolución es subsidiaria al retiro, o si, en cambio, son remedios alternativos (III). A continuación, se expone de qué modo la disolución forzada condiciona la procedencia y cuantía de la indemnización de perjuicios (IV). Al final se ofrecen las conclusiones (V).

<sup>5</sup> Véase ALCALDE (2021) Capítulo III.

<sup>6</sup> O'KELLEY (1992) p. 239.

<sup>7</sup> MANTEROLA (2022b).

## II. LA DISOLUCIÓN POR CAUSA GRAVE COMO MECANISMO DE RENEGOCIACIÓN FORZOSA

Para Alfaro, la disolución no es solo el suceso que abre la fase de liquidación<sup>8</sup>, sino, ante todo, “la terminación del contrato de sociedad”<sup>9</sup>. Este es un buen punto de partida para comprender el caso particular de la disolución por causa grave. Situándola como un remedio al conflicto entre accionistas, análogo a los remedios al incumplimiento contractual en ese contrato incompleto que es la sociedad, es posible ensayar una descripción más realista y un análisis más útil de su funcionamiento.

### 1. DESCRIPCIÓN DE LA DISOLUCIÓN COMO REMEDIO

En primer lugar, la disolución forzosa es un remedio resolutorio<sup>10</sup>. En ella se observa la pretensión de desvincularse del contrato, que aquí significa desafectar la inversión al poder de la mayoría. La desinversión permite volver al mercado para buscar a la suma recuperada una mejor colocación, algo similar a lo que sucede con la resolución por incumplimiento en contratos bilaterales<sup>11</sup>.

Que la disolución envuelva una pretensión resolutoria no quiere decir que se identifique con la resolución contractual. En la disolución, una vez pagados los acreedores sociales se recupera solo la cuota de liquidación (comprensiva de la restitución del aporte más la distribución de un dividendo final, si hubiere un saldo), menos los gastos del procedimiento<sup>12</sup>. Lo que se obtiene al disolver la sociedad no es precisamente lo dado o pagado en ejecución del contrato, como sucede con la resolución, pues esa suma pudo haberse multiplicado o perdido. No obstante, en ambos remedios hay una restitución. En la parte que corresponde a los aportes, la distribución de la cuota de liquidación consiste en una disminución de capital, ese pasivo no exigible que es representado en las acciones que ahora se restituye a sus acreedores residuales<sup>13</sup>. Aunque no puede afirmarse en los mismos térmi-

<sup>8</sup> ALFARO (2021) p. 97.

<sup>9</sup> ALFARO (2021) p. 93.

<sup>10</sup> Esto es, semejante a la resolución por incumplimiento. Alfaro, quien considera los supuestos de disolución en la ley española como causales de terminación del contrato social, los designa también con esta expresión, pero tomada en un sentido más amplio, comprensivo no solo de la resolución por incumplimiento sino de “otros justos motivos de resolución y derechos potestativos cancelatorios tales como la denuncia”. ALFARO (2021) p. 102. En Chile puede utilizarse la expresión en un sentido algo más restringido, pues nos referimos no a cualquier causal de disolución sino a la disolución por causa grave, figura ausente del ordenamiento español. De paso, en estas páginas se asume que la llamada terminación de los contratos de tracto sucesivo, cuando se funda en el incumplimiento, no es otra cosa que la resolución con algunas reglas de restitución especiales. RODRÍGUEZ-ROSADO (2013) pp. 257-258.

<sup>11</sup> CONTARDO (2015) p. 37.

<sup>12</sup> El descuento por los gastos de liquidación propiamente tal (honorarios del liquidador, corredores o martilleros, gastos en publicaciones, transporte, bodegaje, etc.), así como los costos asociados a la pérdida del valor específico de los bienes a la empresa, está incorporado en el concepto mismo de cuota de liquidación.

<sup>13</sup> Aunque dogmáticamente no sea un argumento concluyente, es sugerente que el tratamiento tributario de la cuota de liquidación corresponda, en principio, a un ingreso no renta (art. 17 N° 7 LIR). Este tratamiento no varía, aunque la cuota se pague mediante la adjudicación de bienes sociales: Servicio de Impuestos Internos, 22/6/2021.

nos el carácter restitutorio de la parte que corresponde al dividendo final, de algún modo también es una especie de devolución, pues corresponde a utilidades cuyo reparto no se produjo antes de la disolución y que, como toda utilidad, corresponde a los accionistas una vez pagados los acreedores sociales<sup>14</sup>.

Así, con la disolución no se restituye al accionista todo lo que invirtió en la sociedad, pero sí puede decirse que lo que obtiene con la disolución, lo obtiene a título de restitución. Y pese a que no pueda describirse como lo que el derecho de los contratos llama interés negativo, está sin duda más cerca de este concepto que del de interés positivo, pues el accionista que insta por la disolución no recibirá lo que podría haber obtenido de haberse conducido la empresa conforme a sus frustradas expectativas razonables (el *fair market value* de sus acciones), sino solo la cuota de liquidación.

En segundo lugar, la disolución exige una evaluación sustantiva del conflicto. El supuesto de hecho (“causa grave”) no puede verificarse mecánicamente, ya que comprende desde situaciones fácilmente identificables con un incumplimiento —el accionista mayoritario vulnera normas legales o reglamentarias, infringe los estatutos, administra deslealmente la sociedad o incurre en claros abusos—, a otras más grises, siempre que se advierta una frustración de las expectativas de accionistas razonables. Si, además, esta frustración de expectativas razonables se análoga al incumplimiento contractual, queda subrayada la función resolutoria de la disolución, aunque esta idea requeriría mayor desarrollo<sup>15</sup>.

En tercer lugar, al abrir un proceso de liquidación que exige la intervención de terceros (el liquidador y, eventualmente, el árbitro<sup>16</sup>), la disolución forzosa es un remedio cuyos gastos son relativamente elevados. Con la condena a indemnizar perjuicios o con la concesión de un derecho de retiro a un precio prefijado, basta con pronunciar la sentencia de condena y hacerla ejecutar. Sin que esa ejecución sea siempre fácil, la liquidación societaria es más onerosa, porque importa derechamente gestionar una empresa<sup>17</sup>.

<sup>14</sup> Más que una auténtica obligación restitutoria, podría tratarse de una restitución de ganancias. Debo esta sugerencia a una conversación con Antonio Ruiz, a quien agradezco sin descargar en él mi responsabilidad.

<sup>15</sup> Efectuado en MANTEROLA (2022b). Si el concepto de frustración de expectativas razonables —es decir, de aquellos entendimientos compartidos real o hipotéticamente por los accionistas al comprometer su inversión— no convence al lector, considérese que, en aquellos casos graves pero sin un abuso patente, la negativa del mayoritario a admitir la desinversión del minoritario constituiría en sí un aprovechamiento oportunista de la duración indefinida de la sociedad y de su administración por mayoría, y puede entonces reconducirse a una suerte de abuso por omisión. En este sentido, PUGA (2020) p. 1006.

<sup>16</sup> En principio, la disolución por causa grave se basa en un conflicto entre accionistas en su calidad de tales, materia sujeta al arbitraje previsto en el art. 125 de la LSA. Esto incrementa los costos de que aquí se trata. Si bien el demandante puede someter la controversia al conocimiento de la justicia ordinaria en virtud del inc. 2° del mismo precepto, no goza de esta facultad el demandante que es miembro del directorio (como ocurre usualmente con el accionista de una sociedad cerrada), ni existe tampoco cuando el arbitraje ha sido establecido expresamente en estatutos, conforme a la interpretación de nuestra doctrina y jurisprudencia judicial y administrativa, que recoge DÍAZ (2011) p. 1064. Más indicaciones en ROMERO (2012) p. 105.

<sup>17</sup> Estos “mecanismos de administración”, característicos de los remedios en equidad del *common law*, imponen costos cuya magnitud justifica restringir el acceso a ellos. BRAY (2016) pp. 563-564 y 577.

## 2. FUNCIONAMIENTO DE LA DISOLUCIÓN COMO REMEDIO

La literatura sobre protección de titularidades aplicada a los remedios al incumplimiento contractual provee conceptos útiles para entender la función de la disolución por causa grave<sup>18</sup>. En el contexto de la sociedad cerrada arquetípica, uno y otro accionista carecen de información confiable sobre el valor que el otro asigna a su parte en el negocio y, por lo tanto, sobre la medida precisa en que el minoritario podría estar siendo perjudicado por el actuar del mayoritario, o sobre las desventajas que la disolución comportaría para el mayoritario. Uno dirá que el perjuicio es altísimo, el otro que es ínfimo; y, visto desde fuera, no hay razón para pensar que ninguno sea más sincero que su socio. Una renegociación directa entre las partes sería difícil, por la presencia de costos de transacción asociados a esta *información privada*<sup>19</sup>. El juez no está mejor situado para evaluar el daño que sufre o puede sufrir el minoritario, y al intentarlo incurrirá en su sobrevaloración o –más probablemente– en su infravaloración. Proteger la posición del minoritario mediante una regla de responsabilidad (acción de perjuicios, compra forzada de las acciones en “justo precio”) conducirá entonces a resultados ineficientes<sup>20</sup>.

La ley soluciona este problema al activar un derecho a disolver la sociedad, verificado un supuesto de hecho calificado (la “causa grave”). El mecanismo es similar al de la resolución, remedio con que –según se argumentó– la disolución está emparentada<sup>21</sup>. Así como por la resolución contractual el comprador renuncia a la cosa para recuperar el precio originalmente pactado, por la disolución judicial el minoritario renuncia a su parte del valor de la empresa en marcha –y fuerza al controlador a esta misma renuncia–, obteniendo para sí –y también para el controlador– el producto de la liquidación. Como resultado, el minoritario logra imponer una renegociación del contrato, recreándose, en la medida de lo posible, las condiciones iniciales de la inversión. Veamos cómo.

<sup>18</sup> La literatura sobre protección de titularidades, como se sabe, encuentra su punto de partida en el trabajo de CALABRESI y MELAMED (1972). Describen su dilatado desarrollo BELL y PARCHOMOVSKY (2002) pp. 8-25. Aunque falta en estas orientaciones cercanas al análisis económico una perspectiva que sitúe en continuidad las pretensiones satisfactivas, resolutorias y compensatorias (y los remedios a ellas asociados), sí se ha aplicado el método a algunas cuestiones particulares (BRAY (2018) p. 81), que pueden contribuir al objeto de este estudio, como se verá a continuación.

<sup>19</sup> La información privada es una forma de costo de transacción que caracteriza mercados poco profundos, donde “negociadores interesados tienen un fuerte incentivo a tergiversar su valoración personal [del objeto de la negociación] para así capturar una mayor parte de la «torta» de la negociación”. AYRES y TALLEY (1995) p. 1030; la traducción es mía.

<sup>20</sup> Desde hace ya varias décadas, autores cercanos al análisis económico admiten que hay contextos en que no se justifica económicamente la prioridad de la acción de perjuicios en el contexto del incumplimiento contractual (la regla general en el *common law*). Véase la revisión de KORNHAUSER (1986) pp. 711-717. Por ejemplo, Shavell argumenta la ineficiencia de la preferencia por la acción de daños cuando el incumplimiento es oportunista (como cuando el vendedor vende la cosa objeto del contrato a un tercero que le hace una mejor oferta, y le incumple a su primer comprador) y existe una posibilidad real de que el juez infravalore los perjuicios. SHAVELL (2006) pp. 847-851. Como se observará, esta última es una situación cercana a la que aquí se analiza.

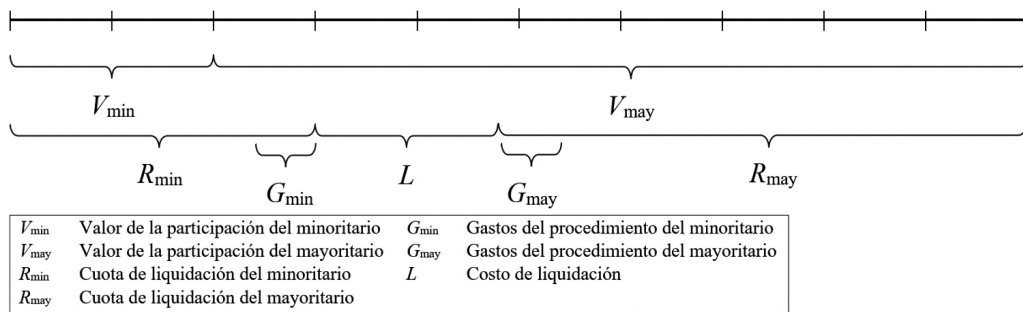
<sup>21</sup> El argumento que sigue a continuación está tomado, en parte, de la descripción que hace Whincop de la rescisión de operaciones con parte relacionada no autorizadas por los accionistas, prevista en algunas legislaciones del ámbito del *common law*. WHINCOP (1999) pp. 44-47.



### 2.1. Incentivos para demandar y renegociar la disolución

En una empresa normal, el *valor* de la empresa en marcha  $V$  es la suma del valor que los accionistas atribuyen a sus propias participaciones (que se designará, para minoría y mayoría, como  $V_{\min}$  y  $V_{\max}$ ), el cual es función de los flujos de la empresa a que se les permite acceder.  $V$  es mayor que el producto de liquidación de sus activos  $R$  una vez pagados los acreedores sociales, que sería el objeto de la *restitución* de declararse la disolución (tanto al minoritario como al mayoritario:  $R_{\min}$  y  $R_{\max}$ ). La diferencia entre  $V$  y  $R$  es el costo de *liquidación*  $L$  (de tal modo que  $R + L = V$ ), y se explica por los gastos asociados a esta actividad y por el carácter específico de algunos activos en relación con la empresa social (valen más dentro de la empresa que fuera de ella)<sup>22</sup>, como se ve en la figura 1.

Fig. 1. Valor de la empresa en marcha y resultado de la disolución



La disolución de la sociedad sustituye el valor de la empresa en marcha  $V$  por la distribución de  $R$  entre los socios a prorrata de su participación accionaria.  $L$  se pierde para ambos, y ambos deberán afrontar también los *gastos* del procedimiento de disolución  $G$ , como los honorarios de árbitro y abogados, que se distribuirán según las reglas de las costas ( $G_{\min}$  y  $G_{\max}$ ), tal como se muestra en el gráfico anterior<sup>23</sup>.

Si decide demandar y su acción prospera, el accionista minoritario recibirá su parte  $R_{\min}$ , menos  $G_{\min}$ . Prescindiendo por ahora de la posibilidad de comportarse estratégicamente (de la que en breve se dará cuenta), el minoritario demandará si  $V_{\min}$  es menor que lo que recibirá a cambio; es decir, si  $V_{\min} < R_{\min} - G_{\min}$ ; en caso contrario, no instará por la disolución.

El mayoritario no estaría interesado en evitar la disolución si  $V_{\max} < R_{\max} - G_{\max}$ . En este caso, y suponiendo gastos de procedimiento moderados, el valor de la empresa en marcha es inferior al de los activos que la integran ( $L$  sería un valor negativo: los bienes valen más fuera de la empresa que dentro de ella), y el mayoritario disolvería la sociedad por junta extraordinaria de accionistas (con acuerdo del minoritario, si fuera necesario: art. 57

<sup>22</sup> Sobre los costos de liquidación, véase ALFARO (1998) pp. 94-95.

<sup>23</sup> En beneficio de la claridad, este análisis prescindirá del dato de que lo que interesa son esas cifras traídas a valor presente. Se supondrá que esas cifras se obtienen de forma inmediata tras adoptar la decisión correspondiente (lo que es una evidente simplificación). Nótese que la duración del juicio de disolución y del procedimiento de liquidación impactará la toma de decisiones de las partes, punto que no se desarrollará en este trabajo.

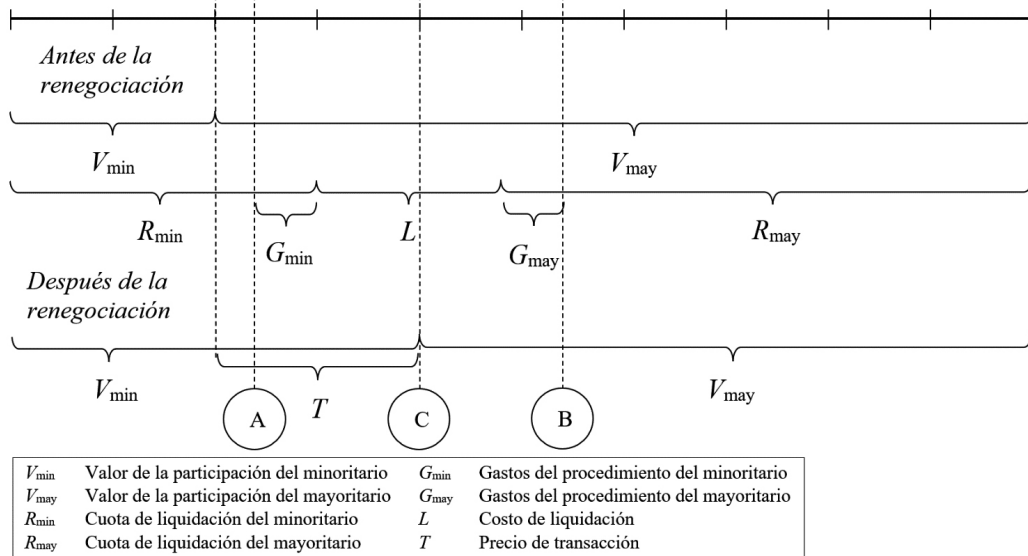
N° 1 LSA). La situación no es relevante en nuestro análisis, dirigido a entender la hipótesis de conflicto.

Por lo tanto, pártase de la base de que  $V_{\text{may}} > R_{\text{may}} - G_{\text{may}}$  (y, más en general, de que  $V > R$ , esto es, que  $L$  es positivo), como en la figura 1. El controlador querría renegociar, comprando al minoritario el derecho a exigir la disolución y a desinvertir<sup>24</sup>. Él valora lo que el minoritario parece dispuesto a destruir, esto es, el valor de la empresa en marcha; pero ¿lo valora en la medida suficiente? Habrá una transacción entre las partes en torno a una cifra  $T$  que está sobre  $(R_{\text{min}} - G_{\text{min}}) - V_{\text{min}}$ , la cifra más baja que el minoritario está dispuesto a recibir (lo que ganaría con el éxito de la demanda); en la figura 2,  $T$  debe situar al minoritario a la derecha del punto A.  $T$  no podrá ser superior a  $V_{\text{may}} - (R_{\text{may}} - G_{\text{may}})$ , la cifra más alta que el mayoritario está dispuesto a pagar (lo que perdería con el éxito de la demanda); en el gráfico,  $T$  debe situar al mayoritario a la izquierda del punto B. El lugar exacto donde se ubicará el nuevo equilibrio entre las partes dependerá de su poder de negociación (en la figura 2, indicado con el punto C). Puesto que en una empresa normal  $V > R$ , y si asumimos  $G_{\text{may}}$  y  $G_{\text{min}}$  moderados, siempre habrá un acuerdo que evite la disolución a cambio de mayores ventajas en favor del minoritario. El minoritario no tendrá nada que perder (por algo ejerció la acción) y, en cambio, el mayoritario estará dispuesto a perder una parte  $T$  de los flujos en la empresa en marcha.

<sup>24</sup> Puesto que  $V$  es función del acceso a los flujos de la empresa, el acuerdo se podrá traducir en concesiones que permitan al minoritario asegurar ese acceso, dentro o fuera de la sociedad; o bien en una suma alzada equivalente a esos flujos. Aunque parezca contraintuitivo, no es relevante para este análisis que el minoritario salga o no de la empresa: suponemos que al minoritario tanto importa gozar de los beneficios de una empresa exitosa que recibir, a cambio, una suma equivalente a esos beneficios. Ahora bien, para garantizar que el trato quede firme, lo usual será exigir la cesión de las acciones del minoritario, al menos en parte suficiente para situarle por debajo del umbral del 20% que exige el art. 105 de la LSA (lo que muestra el parentesco entre la disolución judicial y el *buyout* norteamericano). *Ex ante*, el mayoritario puede prever el conflicto y “comprar” el derecho a la disolución de su consocio, por la vía de adquirir suficientes acciones como para dejarle bajo el umbral del 20%; o también, al constituir la sociedad, ambos pueden incorporar este acuerdo al pactar que el minoritario tendrá una participación inferior al 20% –pero quizás con mayores derechos sobre flujos, mediante el establecimiento de preferencias–.



Fig. 2. Impacto de la disolución en una negociación



Supóngase una sociedad cuyo patrimonio tenga un valor de realización de \$20, y con dos accionistas, Sofía por el 60% de las acciones y Francisco por el 40%. Sofía obtiene beneficios privados asociados al control, de modo que valora su participación en \$25, mientras que Francisco, quien percibe un flujo menor, valora la suya en \$5. Se observará que la diferencia entre el valor total de la empresa  $V$  (\$30, la suma del valor de ambas participaciones) excede del producto de realización de sus bienes  $R$  en \$10; y que existe una brecha significativa entre las diferencias de participación en el capital (60% y 40%) y de acceso a los flujos (83,3% y 16,7%).

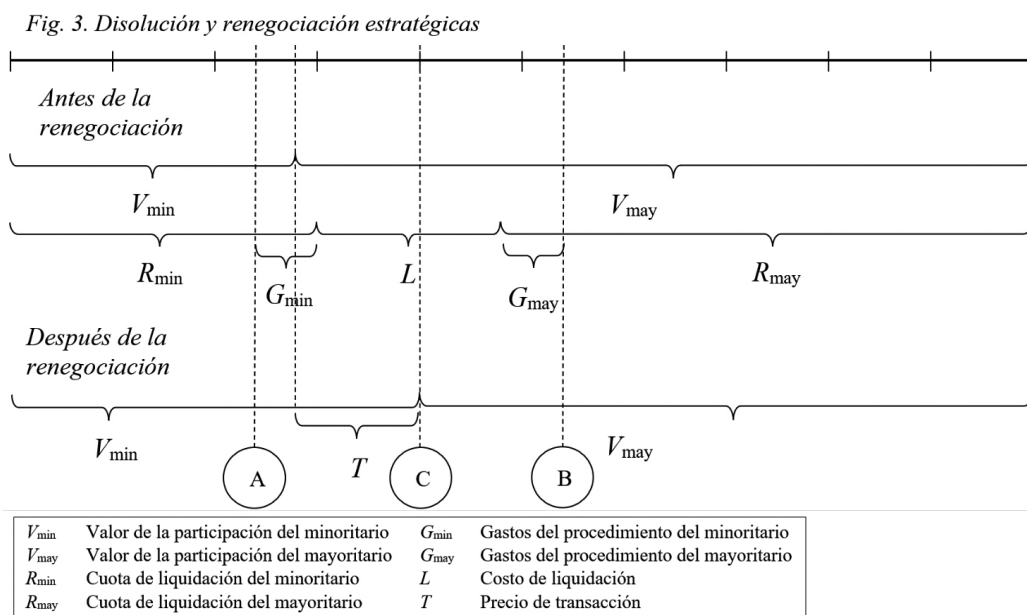
Verificada una causa grave, de la cual la brecha antes anotada podría ser indicio<sup>25</sup>, Francisco querrá solicitar la disolución si los gastos del procedimiento son moderados (digamos, \$1). De prosperar la demanda, obtendría una ganancia de \$8 por el producto de realización (40% sobre \$20), menos \$5 por el costo de oportunidad y menos \$1 por gastos del procedimiento (ganancia neta de \$2). Si los gastos del procedimiento para Sofía son los mismos, querrá renegociar la disolución, porque, de prosperar la demanda, perdería \$25 por el valor de sus acciones, menos \$12 por la liquidación y más \$1 por gastos del procedimiento (pérdida neta de \$14). Sofía estará dispuesta a pagar hasta \$14 a Francisco, quien estará dispuesto a recibir al menos \$2 por renunciar a su derecho a disolver la sociedad; digamos que se ponen de acuerdo en \$5. La posición de Francisco mejora respecto de la situación inicial (mejora de \$5 a \$10); la posición de Sofía empeora respecto de la situación inicial (de \$25 a \$20), pero es mejor que soportar la disolución (que la dejaría en \$11). Pueden cambiarse las cifras de cada participación y del valor de la empresa total; mientras  $V > R - G$ , habrá un espacio en que Francisco y Sofía puedan ponerse de acuerdo.

<sup>25</sup> Puesto que la diferente participación en el capital es solo un indicio de la distribución del negocio pactada entre las partes. ILLIG (2006) p. 316.

En un mundo ideal, la demanda de disolución nunca llega a sentencia. Este resultado, que no describe exactamente la realidad, pero que no es del todo ajeno a la experiencia<sup>26</sup>, se explica por los supuestos del argumento examinados más adelante<sup>27</sup>.

## 2.2. Posibilidad de un comportamiento estratégico

Hasta aquí hemos ignorado la posibilidad de un comportamiento estratégico de parte del minoritario. Ya sabemos que, al solicitar la disolución, se expone al mayoritario a una pérdida importante, y es esta amenaza lo que permite renegociar. Puede ocurrir que, si bien concurre una causa grave de disolución, una liquidación perjudicaría también al minoritario (si  $V_{\min} > R_{\min} - G_{\min}$ ), como muestra la figura 3 (la variación está en la participación de cada accionista en  $V$  en la situación inicial).



En principio, al minoritario no le convendría la disolución (el punto A le queda por debajo de su situación actual); pero quizás busque intimidar con ella al mayoritario para obtener  $T$  en una renegociación (y avanzar hasta el punto C). Puede que el minoritario cuente con que el controlador se encuentra expuesto a una pérdida más grave y con su capacidad de negociación espera sacar ventajas; o al menos piensa que merece la pena intentarlo (por ejemplo, porque es un inversionista con cartera diversificada y puede afrontar cierta magnitud de pérdidas). Asumiendo una decisión irrevocable de demandar, el minoritario obtendrá un trato ventajoso en torno a cualquier suma  $T$  por debajo de  $V_{\max} - (R_{\max} - G_{\max})$ , la cifra más alta que el mayoritario está dispuesto a pagar (lo que perdería con el

<sup>26</sup> En el único estudio –de que tenga noticia– que ha recogido evidencia empírica sobre el punto, Hetherington y Dooley mostraron que solo en 6 de 79 demandas de disolución forzada acogidas acabaron en una liquidación de la sociedad. HETHERINGTON y DOOLEY (1977) p. 31.

<sup>27</sup> En la sección *Supuestos del análisis* de este apartado.

éxito de la demanda). Cualquier suma superior a \$0 que el minoritario perciba por vender un derecho que no estaba realmente interesado en ejercer, es una ganancia<sup>28</sup>.

Este comportamiento estratégico no es oportunista, pues parte de la base de la concurrencia de una causa grave. El minoritario merecía poder renegociar en pie de igualdad, y la disolución le ha dado esa posibilidad. Verdad es que puede empeñarse en la disolución aunque eso le signifique un perjuicio, movido por el deseo de dañar en mayor medida a su consocio, y sin disposición alguna para negociar. Esta situación solo podría explicarse en contextos de juegos repetidos (el minoritario quiere mostrarse intransigente frente al mismo u otros socios, en empresas distintas de aquella cuya disolución se solicita, para que vean cuán lejos puede llegar), o bien de animadversión (en cuyo caso, el comportamiento del minoritario sería derechamente irracional, pero entendible quizás en sociedades familiares). Sin embargo, es precisamente esta posibilidad lo que hace creíble su amenaza.

Por otra parte, la ley pone límites. El umbral del 20% que exige el artículo 105 de la LSA impide, en alguna medida, que accionistas que tienen un interés marginal en la cuota de liquidación amenacen al mayoritario con la pérdida del valor de su participación. Puede afirmarse entonces que el caso central del remedio parece ser aquel en que  $V_{\min} < R_{\min} - G_{\min}$ , es decir, en que la liquidación conviene al minoritario. Esto es coherente con que los accionistas de la sociedad cerrada arquetípica no han diversificado su inversión, lo que les deja menos espacio para comportamientos estratégicos.

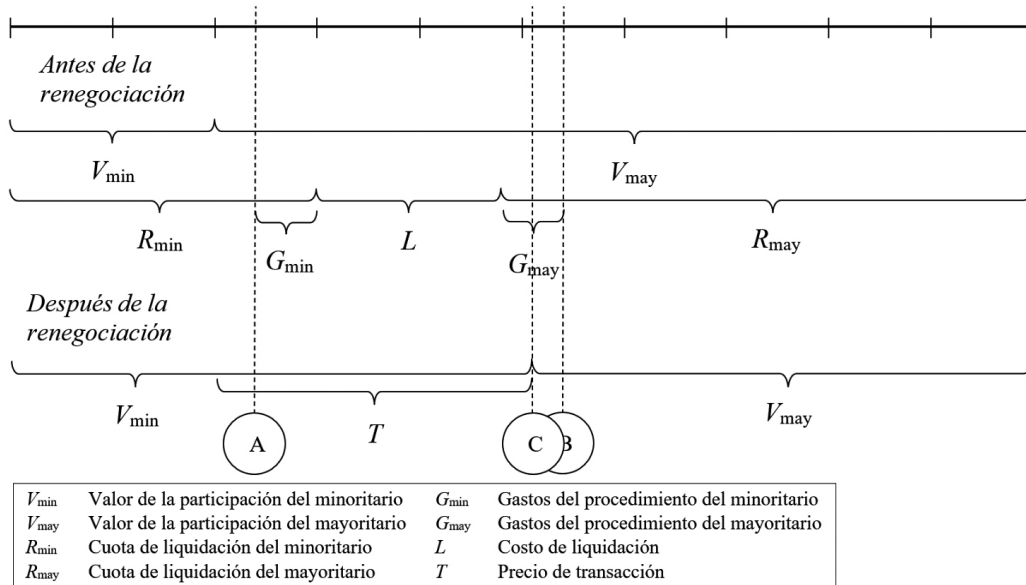
### 2.3. Preferencias reveladas por el remedio

Así entendida, la disolución fuerza una renegociación en que las partes revelarán información difícilmente verificable por el juez. Si la renegociación no prospera, queda patente que el beneficio que la liquidación reporta al minoritario es superior al beneficio que obtiene el mayoritario de la explotación del giro; y, en último término, que la empresa vale más liquidada que en marcha. El resultado del remedio –la liquidación de la empresa– sería eficiente. Si, como debiera ocurrir en el mundo ideal, el beneficio que el minoritario saca de la liquidación es inferior al que obtiene el mayoritario con la empresa en marcha, entonces se llega a acuerdo, se conserva una empresa cuya disolución sería ineficiente y –a la vez– se mitiga el desequilibrio entre las partes. Esa información privada se obtiene de manera más fácil y convincente cuando las partes del litigio la revelan en sus decisiones, que cuando el juez las indaga a través del proceso.

La renegociación no tiene un fin resarcitorio, pues no conduce necesariamente a la situación anterior al acaecimiento de la causa grave. Puede que el minoritario obtenga una suma inferior al perjuicio sufrido. En el ejemplo anterior, Sofía paga a Francisco \$5 por renunciar a la disolución, de modo que el valor de sus participaciones acaba en \$20 y \$10 respectivamente; persiste –pero más mitigada– una diferencia entre participación en el capital (60% y 40%) y acceso a los flujos (66,7% y 33,3%), quizás no pactada al momento de invertir. O puede también que el minoritario salga mejor de lo que podía esperar, como muestra la figura 4.

<sup>28</sup> Como se ve, prescindo de la posibilidad de desistirse de la demanda, que abre nuevos espacios y hace más complejo el comportamiento estratégico.

Fig. 4. Minoritario renegocia mejores condiciones que las iniciales



Se produce entonces una situación inversa: el minoritario pasa a detentar una proporción mayor que la del mismo mayoritario. En el ejemplo, como Sofía estaba dispuesta a pagar hasta \$14 y Francisco a recibir desde \$2, puede que el trato se cierre en \$12. Se produce entonces el curioso resultado de que la situación final de Sofía (\$13) sea inferior a la de Francisco (\$17), no obstante ser ella la controladora. A la frustración de las expectativas razonables de Francisco, la causa grave que abrió el remedio, sigue un trato que tampoco se ajustará a esas expectativas iniciales, aunque Sofía todavía estaría en una situación mejor que si se liquidara la sociedad (\$11).

Esta situación parece injusta a primera vista, pero, una vez más, es el resultado de una negociación en pie de igualdad entre ambos accionistas. Al amenazar con la desafectación de los bienes a la empresa social, la acción de disolución recrea las condiciones (quizás reales, quizás solo hipotéticas) de la inversión inicial, cuando Sofía no se había hecho con el control de una empresa en marcha, sino que buscaba convencer a Francisco de formarla, dejándola a ella como controladora.

#### 2.4. Supuestos del análisis

El argumento anterior envuelve varios supuestos. El primero, quizás el más problemático, consiste en que el juez sabe con certeza cuándo se ha producido una causa grave, y que las partes saben con certeza cómo fallaría de presentarse la demanda. Esta certidumbre impide al minoritario extorsionar al mayoritario con la amenaza de la disolución, y renegociar oportunamente los términos de la inversión. Sin embargo, las dificultades para anticipar la decisión del juzgador no son triviales, dada la adopción por la ley de un modelo de causa amplia de disolución, unida a la regla de arbitraje forzoso y a la ausencia de publici-

dad de los laudos<sup>29</sup>. En definitiva, la titularidad del derecho es incierta, y tanto el minoritario como el mayoritario pueden jugar con esa duda, en los siguientes términos.

Si el minoritario piensa que, pese a haberse frustrado sus expectativas razonables, el juez puede no ver en ello una causa grave que justifique la disolución (*falso negativo*), cambian sus incentivos. Ahora demandará la disolución si el valor de su participación es menor que la probabilidad de obtener lo que arroje la liquidación más la probabilidad inversa de conservar su participación por rechazarse su demanda, menos los gastos del proceso, considerando que esta última suma se debe a todo evento. Manteniendo lo demás constante, la posibilidad de un falso negativo desincentiva el ejercicio del remedio.

Por su parte, si el mayoritario cuenta con esa misma probabilidad de falso negativo, entonces querrá negociar solo si el valor de su participación es mayor que la probabilidad de obtener solo el producto de liquidación más la probabilidad inversa de conservar su participación por rechazarse la demanda, menos los gastos del proceso. Nuevamente, habrá acuerdo si lo que obtendría el minoritario por la disolución, ponderado por la probabilidad de que sea acogida, es menor que lo que perdería el mayoritario por la disolución, considerando la misma ponderación. Manteniendo lo demás constante, la probabilidad de un falso negativo significará que minoritario y mayoritario estarán dispuestos a recibir y a ofrecer una suma  $T$  menor: el acuerdo tenderá a ser menos favorable para el minoritario.

Por el contrario, si existe una probabilidad de *falso positivo* se sobreincentivará el ejercicio del remedio y el espacio de negociación se moverá en favor del minoritario. La aversión al riesgo podrá mitigar o exacerbar estos efectos, según el caso.

El segundo supuesto es que las partes pueden anticipar el monto del producto de la liquidación  $R$ . Sin embargo, el patrimonio social puede comprender bienes ilíquidos, para los que no existe un mercado en que conocer su precio de realización. La incertidumbre afecta especialmente al minoritario, quien, acaecida una causa grave, con frecuencia ha sido excluido de la administración social e ignora el estado de la empresa. En una sociedad cerrada en conflicto probablemente no se entregará a los accionistas minoritarios sus estados financieros, si acaso se llevan. En cambio, el mayoritario puede tener razones para anticipar al menos el orden de magnitud de  $R$ . Naturalmente, este sesgo favorece al mayoritario<sup>30</sup>.

En tercer lugar, el argumento presupone la ausencia de costos de transacción. Aunque siempre negociar tiene costos, en las nada infrecuentes sociedades cerradas integradas por dos accionistas estos costos debieran ser bajos. Los costos de transacción se incrementan en la medida en que aparezcan otros accionistas; son menores si se agrupan fácilmente en torno a dos facciones, y son mayores en la medida en que su comportamiento independiente trae aparejados problemas de acción colectiva<sup>31</sup>. A continuación se desarrolla esta última posibilidad.

Digamos que la sociedad tiene tres accionistas, uno con una participación mayoritaria, y otros dos minoritarios. Del lado de cada minoritario, la decisión de demandar obede-

<sup>29</sup> Como se ha argumentado en MANTEROLA (2022a) y, más en general, respecto de los laudos, LAGOS (s.f.).

<sup>30</sup> El análisis también presupone que tanto el accionista mayoritario como el minoritario puedan anticipar con certeza cuáles serán los costos de liquidación  $G$ . Sin embargo, a diferencia de lo que sucede con  $R$ , no parece problemático asumir que las partes tendrán información suficiente sobre este punto.

<sup>31</sup> WHINCOP (1999) p. 48.

ce al mismo cálculo  $V_{\min} < R_{\min} - G_{\min}$ . Dado que solo quien demanda incurre en gastos del proceso, ambos minoritarios querrán dejar que el otro demande. Si no demandan conjuntamente para compartir los gastos, esto puede significar que la acción de disolución deje de intentarse, lo que ocurrirá siempre que los gastos del proceso sean mayores que lo que cada uno en forma separada obtendría con el juicio, aunque no sea mayor que la suma de ambas magnitudes. Será preciso, en este caso, que ambos minoritarios se pongan de acuerdo.

Imagínese que, pese a lo anterior, uno de los minoritarios deduce acción de disolución. El mayoritario, al evaluar si le conviene llegar a un acuerdo con el demandante, debe considerar que habrá un segundo accionista minoritario que puede luego demandarle de nuevo<sup>32</sup>. Puede estar dispuesto a pagar alguna suma que sea menor a lo que arriesga con la disolución una vez, pero no dos (salvo que cada minoritario estuviera dispuesto a recibir la mitad o menos de aquella cifra). Así, no estará dispuesto a renegociar con el minoritario demandante a menos que pueda incluir en el trato al no demandante. Nuevamente será preciso ponerse de acuerdo.

Si para ambas decisiones (la de demandar y la de renegociar) se precisa un acuerdo, la presencia de *costos de transacción* puede afectar el resultado final. Es posible que valga la pena que ambos demanden juntos la disolución, pero que este costo adicional impida el trato entre ambos. Del mismo modo, puede que valga la pena que los tres accionistas convengan en un precio por la renuncia a la disolución, pero ese costo adicional podría hacer el acuerdo imposible y el litigio seguirá adelante.

De lo anterior se infiere que la disolución cumplirá sus fines de forma más eficaz en una sociedad que tenga solo dos accionistas, o al menos dos bloques claros de accionistas, que puedan negociar con bajos costos de transacción. La disolución parece pensada para la sociedad cerrada arquetípica.

### 3. COROLARIOS DEL ANÁLISIS

En un reciente estudio sobre el abuso del accionista minoritario, Alcalde y Rutherford señalan que

las pequeñas sociedades anónimas [...] ofrecen a diario el penoso espectáculo de que el ejercicio de los derechos de la minoría es utilizado como moneda de cambio en transacciones más o menos inicuas con la mayoría, ante lo cual cabe legítimamente preguntarse si en las sociedades anónimas cerradas, que carecen de un mercado secundario para la contratación de sus títulos, los pequeños accionistas, al no poder especular con el valor de sus acciones, especulan, en cambio, con el valor de sus derechos<sup>33</sup>.

El análisis anteriormente expuesto muestra cómo la disolución es precisamente un medio para que el minoritario fuerce una renegociación con el controlador, en que ambos revelarán parte de su información privada. Para que esta renegociación no sea inicua ni ofrezca ese penoso espectáculo, es preciso que la causa grave se comprenda como la comple-

<sup>32</sup> Pues, a primera vista, no parece haber litisconsorcio necesario activo; pero el punto requeriría más estudio.

<sup>33</sup> ALCALDE y RUTHERFORD (2018) p. 89.

ta frustración de expectativas compartidas por accionistas razonables al momento de invertir. Acaecida esta, quien se comporta oportunamente es aquel que se niega a renegociar los términos de la inversión. De ahí la importancia de que los jueces comprendan correctamente el concepto de “causa grave” del artículo 105 de la LSA y de que los operadores puedan anticipar de qué modo se fallarán los casos relevantes, pues solo entonces se impedirá que se saque ventajas indebidas de esta herramienta.

La disolución reducirá la diferencia entre la proporción de cada accionista en el valor de la empresa y la proporción de su participación en el capital. Ya sabemos que, en un mundo ideal, las partes alcanzarán un acuerdo; pero, aunque no lo hicieran y se decretare la disolución, el valor proporcional de cada participación se reducirá al de las cuotas de liquidación, que sigue la prorrata de la participación en el capital. Si hay trato y el mayoritario compra el derecho del minoritario, el valor de su posición crecerá a costa de la de aquel; puede que incluso las posiciones se igualen o que la del minoritario supere la del mayoritario. La disolución redistribuye entre las partes el valor del negocio (en marcha, si hay trato; en liquidación, si no lo hay). Al mismo tiempo, en un mundo sin incertidumbre ni costos de transacción, la disolución no llega a representar una amenaza al valor de la empresa en marcha, porque siempre se alcanzará un acuerdo por el que el minoritario renuncie a la disolución –en caso contrario, será porque la disolución es globalmente eficiente–, salvo casos de comportamiento estratégico o actitud revanchista.

Por último, este análisis muestra que la disolución es tanto más atractiva para el minoritario cuanto mayor es la suma esperada de la cuota de liquidación<sup>34</sup>. Estas magnitudes impactan los incentivos del mayoritario para comportarse oportunamente: la amenaza de la disolución desalentará no solo las conductas calificables como causa grave, sino también la imposición de aumentos de capital o la retención de utilidades, que harían más atractiva la obtención de la cuota de liquidación para el minoritario<sup>35</sup>.

### III. DISOLUCIÓN POR CAUSA GRAVE Y DERECHO DE RETIRO

La ley contempla un derecho de retiro (art. 69 LSA), que protege al accionista minoritario frente a decisiones de la mayoría sin recurrir a una liquidación del entero patrimonio social. Ante la decisión del legislador de proveer dos mecanismos de salida distintos, el

<sup>34</sup> Resulta sugerente para el contexto de la disolución lo que Brooks y Stremitzer argumentan a propósito de la resolución por incumplimiento del contrato. Los autores hacen ver que la disponibilidad de la resolución (con la restitución de lo pagado) tiene valiosos efectos desde una perspectiva *ex ante*, al esgrimirse como una amenaza en caso de incumplimiento: el deudor procurará no solo que el incumplimiento resolutorio no se verifique (invirtiendo en la calidad del producto) sino que le moverá a no cobrar precios excesivos, lo que haría más atractivo el remedio. BROOKS y STREMITZER (2010) pp. 698-699.

<sup>35</sup> Si bien, como apunta Alfaro, “disolución y liquidación no pueden considerarse como un todo unitario”, no parece que “ha[ya]n de estudiarse por separado”. ALFARO (2021), p. 105. Enfatizar la independencia de la disolución respecto de la liquidación impide ver que la eficacia de una disolución que operara como remedio al incumplimiento (o como denuncia por justa causa) radicaría en la magnitud de la amenaza que supone la liquidación. La disolución, en sí, no significa mayor amenaza para el controlador. Se ha dado el caso de que, decretada la disolución, el controlador impida que la junta escoja un liquidador de entre la quina prevista en el art. 110 inc. final. Corte de Apelaciones de Antofagasta, 14/07/2015 (el tribunal, acudiendo a la analogía, ordena al juez de letras que designe un liquidador en lugar de la junta).



retiro y la disolución, el intérprete no puede limitarse a describir sus diferencias, sino que debe esforzarse por comprender la función que cada uno cumple, y si acaso se condicionan recíprocamente.

Las leyes y tribunales norteamericanos resuelven esta cuestión tendiendo a sustituir la disolución de la sociedad, que sería de *ultima ratio*, por la compra forzada de las acciones (*buyout*)<sup>36</sup>. En este apartado, se intentará determinar si se justifica un acercamiento restrictivo a la disolución y una preferencia por el retiro, o si acaso la relación entre ambos remedios es otra. Para dilucidarlo, se efectuará un análisis del retiro similar al del apartado anterior.

### 1. DESCRIPCIÓN DEL RETIRO

El retiro, al igual que la disolución, envuelve una pretensión de carácter resolutorio, pues da lugar a una desvinculación del contrato con la consiguiente desafectación de parte de la inversión a la empresa social. La medida de la desinversión no consiste estrictamente en lo invertido en la sociedad, sino en un precio que, en las sociedades anónimas cerradas, equivale al valor libros por acción<sup>37</sup>. Puesto que este consiste en el patrimonio social dividido por el número de acciones, se observará su semejanza con la disolución, que permite recibir la cuota de liquidación (representativa del capital, o de su saldo tras pagar a los acreedores sociales, más un eventual dividendo final) menos los gastos del procedimiento<sup>38</sup>.

Esta semejanza no excluye algunas diferencias. La desinversión que se obtiene mediante la disolución exige la previa liquidación del patrimonio social, lo que impondrá a ambas partes un descuento del costo de liquidación (que antes se señaló como *L*). En cambio, el precio del retiro no incorpora este descuento porque se determina contablemente, aunque de hecho su pago exigirá liquidar parte de la inversión; el consiguiente costo *L* será soportado solo por aquellos accionistas que queden dentro de la sociedad. En cualquier caso, vale lo que se argumentó anteriormente sobre el carácter restitutorio de esta desinver-

<sup>36</sup> Véase una completa revisión de esta tendencia en MOLL y RAGAZZO (2018) capítulo 8.02[B][2]. Sin embargo, ha habido voces críticas a un acercamiento restrictivo para el caso particular de la paralización de órganos sociales. VANKO (2018) pp. 371-374. En el ámbito español, Alfaro señala que una causal de disolución por justos motivos debería tener “un ámbito de aplicación más amplio en las sociedades de estructura corporativa como un mecanismo de protección de la minoría de carácter residual dado que [...] la forma directa de protección del interés del minoritario de terminar el contrato de sociedad debe ser el derecho de separación”. ALFARO (2021), pp. 118-119.

<sup>37</sup> CHILE, Ley 18.046. Artículo 69, inciso 3.

<sup>38</sup> El Servicio de Impuestos Internos sostiene que el retiro da lugar a una verdadera enajenación de acciones, cuyo precio no puede tratarse como el producto de una liquidación parcial (y no constituye ingreso no renta *ex art. 17 N° 7 LIR*, sin perjuicio del tratamiento del mayor valor). Servicio de Impuestos Internos, 2/8/1984. El Servicio ha reiterado este criterio recientemente, no obstante admitir que el retiro en sociedades de personas sí corresponde a una disminución de capital no constitutiva de renta. Servicio de Impuestos Internos, 08/09/2021. Sin embargo, la identidad de fondo entre precio del retiro y restitución de capital ha sido sostenida por la Corte Suprema. En un caso sometido a su conocimiento, un accionista ejerció su derecho de retiro, pero la sociedad no pagó el precio. Mientras tanto –conservando ese disidente todos sus derechos como accionista (art. 133 RSA)–, la junta aprobó una disminución de capital, cuyo producto tampoco recibió. El accionista disidente demandó primero el cobro del precio del retiro, petición que fue acogida; más tarde, inicia un segundo juicio de cobro de pesos por el producto de la disminución de capital. La Corte confirmó la sentencia que rechazó esta segunda demanda, porque la petición envolvería un doble pago. Corte Suprema, 26/8/2014.

sión y su analogía con el interés negativo. El accionista disidente no recibirá lo que podría haber obtenido de continuar en una empresa en que no se hubieren adoptado los acuerdos objeto de la disidencia, ni el valor de su parte en el momento de haberse adoptado (*fair market value*), sino una suma que emula lo invertido en ella<sup>39</sup>. De lo anterior se infiere la incompatibilidad de ambos remedios, porque retiro y disolución persiguen la restitución de lo mismo, aunque calculado de distinto modo.

A pesar de compartir un carácter resolutorio, se observan diferencias entre retiro y disolución. Mientras la disolución exige una evaluación sustantiva del conflicto (calificar un supuesto como “causa grave”), para el retiro basta la constatación de haberse adoptado uno de los acuerdos legalmente previstos (o haber acaecido uno de los hechos contemplados en los estatutos), lo que explica que –al menos en nuestro país– el retiro opere de forma mecánica y que los primeros llamados a verificarlo sean los administradores sociales (sin intervención de terceros ajenos a la empresa). No hay necesidad alguna de evaluar si el acuerdo (o hecho) frustra las expectativas de accionistas razonables, pues, aunque su adopción no fuera manifestación de abuso en ningún sentido, el retiro se activa igualmente. Por eso puede decirse que el retiro tiene una función resolutoria en sentido amplio, equivalente no solo a la resolución por incumplimiento o a la denuncia por justa causa, sino también a otras formas de terminación<sup>40</sup>.

Dado lo anterior, los costos de administración del mecanismo son relativamente bajos. Cuando el accionista comunica que ejercerá el retiro oportunamente advertido por la sociedad (art. 69 bis inc. 4° LSA), se forma el consentimiento sobre lo que la ley y su reglamento tratan como una compraventa de acciones. Nace una obligación de dar, para cuya ejecución ahora sí bastará una sentencia de condena y los medios procesales ordinarios.

## 2. FUNCIONAMIENTO DEL RETIRO

Para este análisis, se seguirá una estructura similar a la observada en el apartado sobre la disolución forzosa.

### 2.1. Incentivos para ejercitar y renegociar el retiro

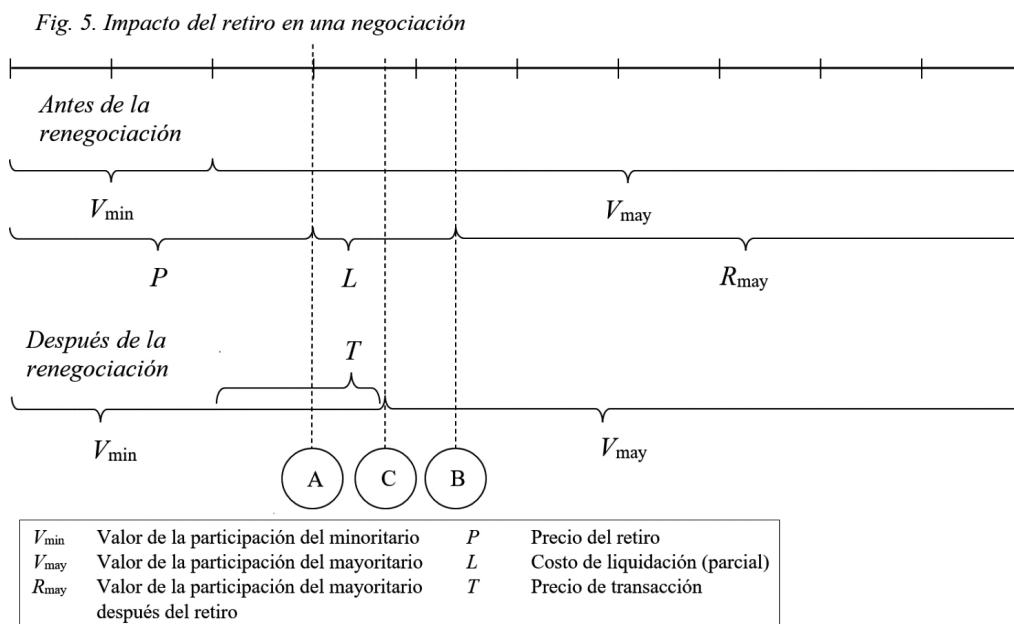
El derecho de retiro consiste en una opción financiera<sup>41</sup>. La adopción del acuerdo que es causal de retiro da al disidente el derecho de vender a la sociedad su participación (que equivale al mayoritario, en el contexto de una sociedad cerrada arquetípica) en un *precio P*. El minoritario –que no tiene un mercado secundario del que recoger otra información– lo hará solo si el valor libros de su participación es mayor que el valor que le atribuye en función del acceso real a los flujos de la empresa:  $P > V_{\min}$ . El mayoritario querrá comprar al minoritario su derecho a ejercer el retiro si valora más su parte en la sociedad con el minoritario, que lo que le quedará si se va (para facilitar la comparación con la disolución, designe-

<sup>39</sup> La comparación entre precio del retiro e interés contractual negativo ya ha sido sugerida antes. MANTEROLA (2020) pp. 678-679. A veces se afirma que el retiro tiene un carácter disolutorio. Entre nosotros, CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 212-213. Por lo antes discutido, quizás sea más apropiado decir que retiro y disolución tienen un carácter resolutorio (en sentido amplio, por lo que se indica en nota 10).

<sup>40</sup> En sentido amplio, por lo indicado en nota 10.

<sup>41</sup> CABALLERO y LAVÍN (2018) p. 213.

mos esta magnitud como  $R_{\text{may}}$ ). Habrá un espacio para el acuerdo en una cifra  $T$ , que vendrá dado por la existencia de costos de liquidación  $L$ . Lo anterior se grafica en la figura 5.



Veamos cómo opera el retiro en el ejemplo ya expuesto: la sociedad tiene un valor libros de \$20 y dos accionistas, Sofía por el 60% de las acciones y Francisco por el 40%, quienes valoran su participación en \$25 y \$5 respectivamente. Nótese que el valor total de la empresa excede del valor libros, lo que es habitual en empresas normales<sup>42</sup>. Ahora bien, si hubiera que pagar  $P$  \$8 a Francisco, la empresa tendría que liquidar parte de sus bienes, lo que quizás imponga una pérdida de  $L$  \$2.

Acaecida una causal, Francisco querrá retirarse, porque el precio del retiro (\$8) es superior al valor actual de su parte (\$5): al hacerlo, obtendrá una ganancia neta de \$3 (hasta el punto A). Por su parte, Sofía (que con el retiro quedaría como accionista única) querrá renegociar con Francisco, porque de lo contrario ganaría \$5 por el acceso a la parte de este último, pero perdería \$8 por el precio del retiro más \$2 por la liquidación parcial (pérdida neta de \$5, hasta el punto B). Sofía estará dispuesta a pagar hasta \$5 a Francisco, quien estará dispuesto a recibir al menos \$3 por renunciar a su retiro; digamos que se ponen de acuerdo en la suma  $T$  \$4. La posición de Francisco mejora respecto de la situación inicial (mejora de \$5 a \$9, hasta el punto C); la posición de Sofía empeora respecto de la situación inicial (de \$25 a \$21), pero es mejor que hacer frente al retiro (que la situaría en \$20). Se ha conservado el valor total de la empresa (\$30): el retiro (el derecho a ejercerlo, aunque

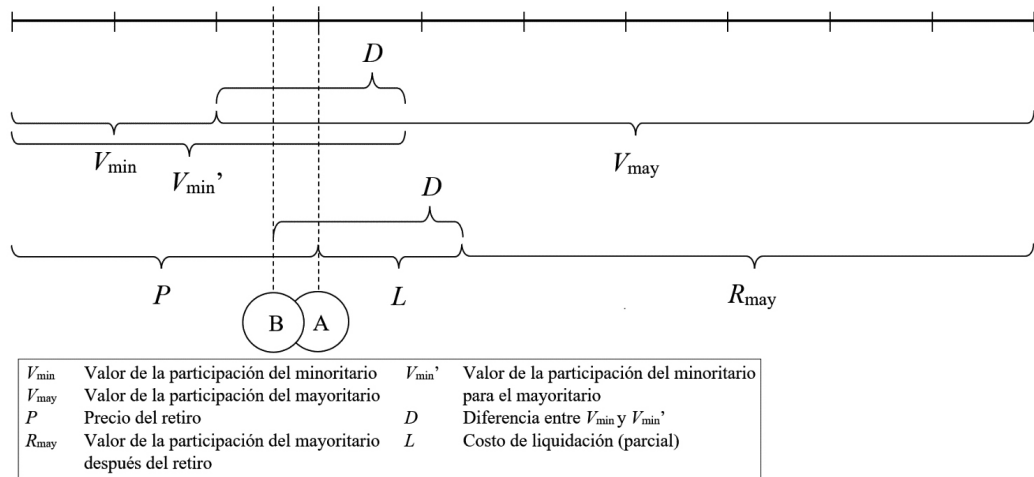
<sup>42</sup> Por las razones que indican CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 223-226.

no se ejerza) tuvo efectos redistributivos (el minoritario percibe una parte del valor de la empresa a que antes no accedía, a costa del controlador), pero no globales<sup>43</sup>.

Hemos asumido que Sofía y Francisco valoran en igual medida la posición de este último (en \$5); por lo tanto, el incentivo a la negociación viene dado solo por la existencia de  $L$  (Francisco exige una salida amenazando a Sofía con hacerla incurrir en los costos de liquidación parcial). Si  $L$  fuera \$0 y Sofía y Francisco valoraran en lo mismo la posición de este último ( $V_{\min}$ ), se habría llegado a un punto de indiferencia: a Sofía le daría igual si Francisco se queda o se va.

Pero puede que, al considerar una posible salida de Francisco, Sofía contemple no solo los flujos a que accede, sino también las ventajas que le significará gozar de mayor libertad en la dirección de la empresa (que en conjunto le reporten  $V_{\min}'$ ), como muestra la figura 6. Digamos que valoraría en \$8 acceder a esas acciones: se produce una *diferencia*  $D$  de \$3.

Fig. 6. Renegociación con diferencias en la valoración de las acciones del minoritario



En ese caso, el retiro significará a Sofía una ganancia de \$8 por acceso a flujos de Francisco y por otras ventajas de que gozará como socia única, pero una pérdida de \$8 por el precio del retiro y de \$2 por la liquidación parcial (pérdida neta de \$2). No habrá trato, porque Sofía estaría dispuesta a pagar hasta \$2, mientras Francisco estará dispuesto a recibir al menos \$3 (el punto B quedó a la izquierda del punto A). Por lo tanto, habrá lugar al retiro; la posición de Francisco mejora respecto de la situación inicial (mejora de \$5 a \$8); la posición de Sofía empeora respecto de la situación inicial (de \$25 a \$23), y se produjo una mejora global (de \$30 a \$31, la suma de ambas situaciones finales). El retiro no es óptimo de Pareto (Sofía sale perdiendo) pero sí de Kaldor y Hicks (pierde menos que lo que

<sup>43</sup> Para facilitar la comparación con el ejemplo utilizado en el apartado sobre disolución y la comprensión de la lógica económica de los remedios, prescindo de que, ordinariamente, no gozará de derecho de retiro ningún accionista que posea más de un tercio de las acciones (en el ejemplo, Francisco tiene el 40%), porque las materias previstas en los numerales 1 a 5 del art. 69 LSA se aprueban con quórum de dos tercios. Podría cambiarse las cifras y el efecto es el mismo.

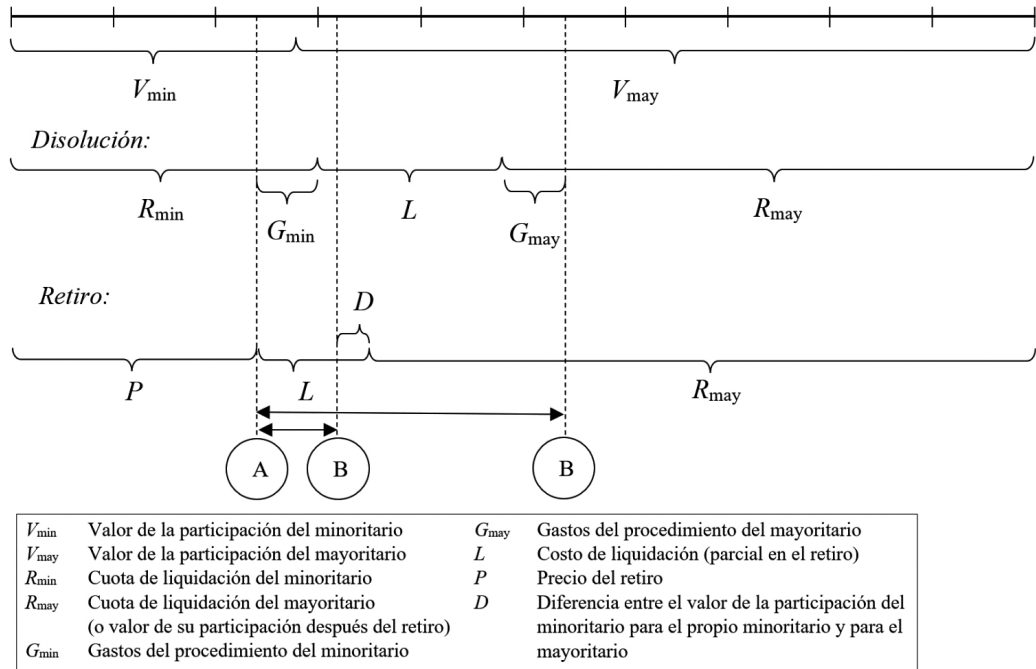
gana Francisco). Las acciones del minoritario acabaron en manos de quien más la valora (Sofía las valora en \$8, Francisco en \$5).

El argumento puede generalizarse del siguiente modo. Si  $P > V_{\min}$ , habrá lugar al retiro solo si la pérdida que se produce a causa de la liquidación parcial es menor que las ventajas que reporta al mayoritario:  $L < D$ . En caso contrario, habrá trato, y el espacio de negociación será precisamente la diferencia entre  $L$  y  $D$ .

### 2.2. Posibilidad de un comportamiento estratégico

Considérese ahora la posibilidad de un comportamiento estratégico por parte del minoritario. Pese a valorar sus acciones en una cifra superior al valor libros, podría amenazar al mayoritario con el ejercicio del retiro y la consiguiente liquidación parcial, a efectos de renegociar su posición. Sucederá aquí como con la disolución; sin embargo, el espacio para una renegociación oportunista es más estrecho que en el caso de la disolución forzosa, como se aprecia en la figura 7. El hecho de que  $L$  sea menor porque la liquidación es solo parcial, la ausencia de gastos de procedimiento  $G$ , y la posibilidad de que el mayoritario obtenga ventajas con la salida del minoritario  $D$  (aunque sean menores que las desventajas  $L$ ), todos estos factores estrechan el espacio de una renegociación y reducen el margen para un comportamiento estratégico. *Ceteris paribus*, y, por lo tanto, suponiendo que el minoritario obtiene por la disolución ( $R_{\min} - G_{\min}$ ) lo mismo que obtendría por el retiro ( $P$ ) en un punto A, en ambos casos menor al valor que actualmente atribuye a sus acciones ( $V_{\min}$ ), el espacio que tiene para sacar ventajas de una renegociación con el mayoritario (indicado con una flecha hasta el punto B, en cada caso) puede ser sensiblemente menor en el retiro que en la disolución.

Fig. 7. Retiro y disolución estratégicos



### 2.3. Supuestos del análisis

Los supuestos tras la lógica del retiro son menos exigentes que los asumidos por la lógica de la disolución.

El argumento supone que las partes gozan de certidumbre y capacidad para demostrar la concurrencia de una causal de retiro, y que pueden anticipar cómo fallaría el juez en caso de no pagarse su precio. Y efectivamente este ejercicio no es difícil (al menos cuando se trata de retiros de origen legal). Tanto es así que el legislador confía a la propia sociedad verificar la concurrencia del supuesto de hecho, conocedor de que será difícil discutirla. Los casos dudosos podrán ser ilustrados por la jurisprudencia administrativa de la CME, ya que el retiro se concede para toda sociedad anónima. Nada de esto sucede con la incierta "causa grave" de disolución.

Se supone asimismo que las partes pueden conocer anticipadamente la magnitud de la desinversión  $P$ . Cabría pensar que esto no es problemático, porque la administración debe comunicar el valor libros por acción en la junta que se pronuncie sobre materias objeto de retiro, o en los dos días siguientes<sup>44</sup>. Con todo, en la sociedad cerrada arquetípica, donde es posible que sus cuentas no sean llevadas con regularidad, existe una asimetría informativa que perjudicará al minoritario: el controlador tiene herramientas para reducir artificialmente  $P$  y ahorrarse aquellos costos de liquidación  $L$ , con lo que el espacio de negociación entre las partes se reducirá y se desplazará en beneficio del mayoritario. A pesar de todo, la situación es algo mejor que en la disolución, porque en el retiro la incertidum-

<sup>44</sup> CHILE, Decreto 702 de 2011 del Ministerio de Hacienda. Art. 126, inciso 1.

bre queda mediatizada por los deberes fiduciarios de los administradores sociales. El controlador puede jugar con la asimetría, pero deberá forzar a sus administradores a falsear la contabilidad y quizás exponerse a la comisión de delitos penales. Eso es ir más lejos.

En tercer lugar, el argumento presupone que el mayoritario puede estimar el valor de los costos de liquidación  $L$ . Sin embargo, a diferencia de la disolución (que exige que ambos accionistas tengan certeza sobre  $R$ ), en el retiro deberá efectuar esa estimación el accionista en mejores condiciones para hacerlo: el controlador. Al decidir, para el minoritario es suficiente con conocer el valor libros. Otra ventaja del retiro sobre la disolución.

Por último, el argumento asume que no hay costos de transacción. Respecto de estos, no es claro que el retiro exija menos negociación que la disolución. Si hay varios minoritarios, cada uno puede ejercer su derecho con independencia de los demás, sin que los costos de hacerlo de forma separada sean mayores que los de hacerlo de forma conjunta (en la disolución, conviene compartir los gastos del procedimiento judicial). En cambio, sí será precisa una negociación para la compra del derecho a ejercer el retiro, y aquella independencia de los minoritarios podrá exacerbar sus costos. Si los mayoritarios son varios, la renegociación puede conducirse a través de la junta revocatoria<sup>45</sup>. Una vez más, debe esperarse que estos costos sean sensiblemente más bajos en la sociedad cerrada arquetípica, en que existen dos accionistas o dos bloques de accionistas claramente enfrentados<sup>46</sup>.

#### 2.4. Preferencias reveladas por el retiro

Desde el punto de vista de la información que revela el retiro, se advierten algunas diferencias con la disolución. En una opción común y corriente, el vendedor obtiene lo que el comprador paga por ella, y el comprador recibe lo que el vendedor entrega: es esa identidad entre objeto comprado y vendido y precio pagado y cobrado lo que explica que el objeto de la opción acabe en manos de aquel que más lo valora. En el caso del retiro, esta identidad no es completa, por la presencia de costos de liquidación parcial  $L$ : el minoritario vende acciones en una empresa en marcha y el liquidador recibe esa misma proporción de la empresa, pero previa liquidación parcial. Si no fuera por la presencia de  $L$ , se podría afirmar del retiro lo que vale para toda opción: que las acciones acabarán en manos de quien más las valora. Los costos de liquidación distorsionan en alguna medida el papel informativo de la opción.

Pero esta distorsión es más pronunciada en la disolución. En ella, el mayoritario “vende” su parte en el valor de la empresa en marcha ( $V_{\text{may}}$ ), pero el minoritario no recibe esto, sino su parte en la liquidación ( $R_{\text{min}}$ ); como contrapartida, por la disolución el minoritario “paga” el valor de su participación minoritaria ( $V_{\text{min}}$ ), pero el mayoritario no recibe esto, sino su propia parte en la liquidación ( $R_{\text{may}}$ ). Nuevamente, lo que se vende no es lo

<sup>45</sup> CHILE, Ley 18.046. Art. 71, inciso 1.

<sup>46</sup> De ahí que en sociedades abiertas sea más sensible la forma en que se determina el precio del retiro. Junto con las razones de gobierno corporativo que esgrimen CABALLERO y LAVÍN (2018) pp. 235-236, la inviabilidad de una negociación entre los accionistas en mercados suficientemente profundos (por su elevado número) prácticamente impide la compra del derecho a retirarse de la sociedad, lo que hace desaparecer las ventajas de una regla de responsabilidad no ajustada (*untailored liability rule*), esto es, incentivar a las partes a entrar en una negociación que revele su información privada. AYRES y TALLEY (1995) pp. 1033 y 1066-1069.



que se compra ni lo que se paga es lo que se cobra, y por eso la disolución no puede ser descrita como una opción. Al igual que en el retiro, la diferencia entre valor de la empresa en marcha y valor de realización (es decir, la presencia de costos de liquidación *L*) distorsiona la función informativa del remedio; pero, como en la disolución la liquidación es total mientras que en el retiro es solo parcial, la distorsión será mayor en la disolución.

### 3. RELACIÓN ENTRE RETIRO Y DISOLUCIÓN

Anteriormente se advirtió que la verificación del supuesto de hecho y la mecánica del remedio es más sencilla en el retiro que en la disolución. Luego se demostró que es más reducido el espacio que el retiro deja a un comportamiento estratégico del minoritario, y que su lógica tiene supuestos más realistas. Acaba de argumentarse que también revela de forma más ajustada la información privada de las partes.

Pareciera entonces que siempre habría de preferirse el retiro sobre la disolución. El retiro gozaría de prioridad para las típicas decisiones que frustrarían las expectativas de accionistas razonables (previsibles para una ley que, como tal, tiene vocación de generalidad), recogidas en los numerales del artículo 69 de la LSA, mientras que la disolución operaría de modo residual, para aquellas formas de frustración que no se manifiestan en un acuerdo de la junta de los contemplados en aquel precepto. El remedio prioritario sería de activación mecánica, mientras que el residual exigiría acreditar judicialmente la causa grave. En este esquema, en principio, el juez que conociera de la disolución habría de rechazar la demanda del minoritario si la causa grave alegada se hubiera exteriorizado en acuerdos de la junta que dan derecho a retiro (o quizás, si se pidió subsidiariamente en la demanda, otorgar solo el retiro).

Sin embargo, esta explicación es insatisfactoria. Ante todo, no justifica por qué para los casos claros la liquidación es solo parcial, mientras que para los casos oscuros la liquidación es total. Si el legislador hubiera querido ofrecer dos formas de salida, una prioritaria y otra residual, habría consagrado, junto a causales tipificadas de retiro, un retiro por motivo grave, esto es, un derecho de retiro adaptable al caso concreto por evaluación judicial, pero igual en lo demás al retiro ordinario (es decir, que forzara solo una liquidación parcial por el valor libros). Pero no hace eso.

Sucede además que las causales de retiro no solo se formulan con más especificidad, sino que tienen un carácter distinto. Ni todo acuerdo que da retiro es causa grave de disolución, ni viceversa. Los acuerdos que dan retiro no constituyen indicio inequívoco de abuso de la mayoría, ni tampoco de frustración de expectativas razonables, sino solo hechos que –por distintas razones– el legislador considera que generalmente justifican la posibilidad de desinvertir (análogos a causales de denuncia). El retiro puede llamarse remedio solo en un sentido lato. En cambio, la causa grave de la disolución societaria es análoga al incumplimiento que sirve de base a la resolución del contrato, admitido que equivale a la frustración de las expectativas de accionistas razonables (como el incumplimiento contractual es la frustración del interés del acreedor). Si la adopción de un acuerdo en junta constitutivo de causal de retiro tiene tal impacto que configura una causa grave de disolución, es solo el concurso de dos supuestos normativos en una misma situación fáctica: una coincidencia. Coincidencia rara, o por lo menos infrecuente, puesto que en la sociedad cerrada

arquetípica el oportunismo del mayoritario no se articula necesariamente en la actuación de los órganos sociales (pues a menudo se actúa en la informalidad) sino en el terreno de los hechos. Así lo sugieren los ejemplos del artículo 105 de la LSA: infracción grave de norma, administración fraudulenta, dictación de resolución de liquidación. Los casos conocidos por la jurisprudencia nacional apuntan en la misma dirección<sup>47</sup>.

Es posible una explicación alternativa. Puesto que el retiro no se basa en la frustración de expectativas razonables ni puede ser tratado como remedio al incumplimiento, tiene más necesidad de justificarse en razones de eficiencia y de operar dentro de la estructura de la empresa tal como existe al tiempo de ocurrir la causal (verificada por la administración dominada por la mayoría, y por el valor libros al último balance confeccionado por esa misma administración). En cambio, en la disolución el punto de partida es la frustración de las expectativas razonables, que fue validada en un proceso judicial donde la prueba se aprecia en conciencia<sup>48</sup>.

Por un lado, se justifica entonces una medida drástica, que conduzca a las partes a una renegociación en pie de igualdad y recree las condiciones iniciales de la inversión (sin intervención alguna de los administradores en cuanto tales), incluso bajo la amenaza estratégica de un resultado que probablemente no será eficiente: la destrucción de una empresa en marcha. Por otro lado, si esa frustración de expectativas obedece a una conducta abusiva del mayoritario, el minoritario puede legítimamente dudar de la contabilidad de la empresa, y, por consiguiente, de que el precio de un eventual retiro refleje correctamente siquiera el valor libros por acción. La misma duda puede suscitarse si, aun sin mediar abuso, los activos de la sociedad carecen de un mercado en que conocer su verdadero valor<sup>49</sup>. Concurriendo causales de retiro y disolución, obligar al minoritario a conformarse con el retiro solo porque esta opción es legalmente posible, es sancionarle por su mala suerte.

Puede afirmarse entonces que disolución y retiro son medidas incompatibles, porque ambos protegen la misma pretensión resolutoria; pero alternativas, porque el minoritario puede optar por aquella que más convenga a sus intereses, con tal que se satisfaga su supuesto de hecho. La disolución no es un remedio de *ultima ratio*, sino uno tan disponible como cualquier otro, cumplidas sus propias condiciones de procedencia.

#### IV. DISOLUCIÓN POR CAUSA GRAVE E INDEMNIZACIÓN DE PERJUICIOS

Lo argumentado en los dos apartados anteriores hace patentes los límites de la disolución y del retiro. Ninguno asegura una exacta compensación al accionista minoritario sujeto a la opresión de la mayoría, pues su eficacia se funda en la posibilidad y resultados de una renegociación entre las partes, cuyo piso es determinado, entre otros factores, por el producto de la liquidación o bien por el valor libros de las acciones. Solo una indemnización de perjuicios puede compensar –en el preciso sentido del término– al accionista minoritario.

<sup>47</sup> Recogidos en MANTEROLA (2022b).

<sup>48</sup> CHILE, Ley 18.046. Art. 105, inciso 2.

<sup>49</sup> Debo esta última idea a una conversación con Jesús Alfaro, a quien agradezco sin descargar en él mi responsabilidad.

No obstante, es preciso recordar las serias dificultades que experimenta la acción de perjuicios en materia societaria<sup>50</sup>. Dadas las dificultades de acceso a la información que padece el minoritario, este sufrirá con especial rigor el peso de probar el actuar dañoso, así como la existencia, previsibilidad, imputación y estimación de los daños<sup>51</sup>. Una combinación entre la salida de la sociedad y una indemnización complementaria tendría el atractivo de ofrecer al minoritario un piso mínimo, obligándole a acreditar judicialmente solo la suma que por encima de este pretenda recuperar. Sin embargo, la posibilidad de tal combinación exige estudiar desde un punto de vista dogmático si acaso, y de qué forma, se condicionan la disolución, el retiro y los perjuicios. Este apartado se centrará en la concurrencia de indemnización y disolución, pues es en esta última donde se ha puesto el foco del presente trabajo.

En materia de sociedades se distingue entre la acción de perjuicios directa o individual, y la acción derivativa, esto es, el ejercicio subrogado de la acción social de responsabilidad<sup>52</sup>. La distinción se funda sobre quién padece el daño. Aquellos perjuicios que sufre la sociedad en sí, solo pueden reclamarse mediante la acción derivativa (esto es, en beneficio de la sociedad), aunque repercutan en el patrimonio de los accionistas por la pérdida de valor de sus acciones. En cambio, el resarcimiento de daños sufridos por los accionistas directamente, sin impacto en el patrimonio social, es objeto de una acción directa en contra del agente.

Sin embargo, la experiencia norteamericana invita a relativizar esta distinción en sociedades cerradas<sup>53</sup>. Las razones que exigen encauzar las acciones de responsabilidad por el primer tipo de daños a través de las reglas de las acciones derivativas no se verifican en ese contexto. La acción directa se concede así incluso cuando el daño formalmente ha sido sufrido por la sociedad. En este contexto, es indiferente –para la admisibilidad de la acción, no para la evaluación de los perjuicios– que el hecho dañoso haya afectado a la sociedad o al accionista demandante. Por estas razones, prescindiremos en este apartado de cuestiones de legitimación que plantea la relación entre disolución e indemnización, que quedarán remitidas a otro estudio.

## 1. CONDICIONAMIENTOS EN LA PROCEDENCIA DE LOS REMEDIOS

Mientras la disolución y el retiro encierran una pretensión resolutoria, la indemnización de perjuicios envuelve una pretensión compensatoria. La diversidad del objeto intentado permite afirmar que, en principio, se trata de medios de tutela compatibles entre sí: puede demandarse la disolución de la sociedad con indemnización de perjuicios<sup>54</sup>, como

<sup>50</sup> Advertidos en MANTEROLA (2022a) Capítulo 1.

<sup>51</sup> MOLL (2001) pp. 1020-1021. De ahí el recurso al daño moral, como en algunos casos conocidos por nuestros tribunales: Corte Suprema, 16/04/2018 y Corte Suprema, 9/11/2016.

<sup>52</sup> Por todos, PUGA (2020) p. 729.

<sup>53</sup> Aunque la distinción tradicional se mantiene en el estado de Delaware. Por todos, MOLL y RAGAZZO (2018) Capítulo 9.02.

<sup>54</sup> Refiriéndose a acciones de perjuicios dirigidas en contra de directores, PUGA (2020) p. 729; ROMERO (2012) pp. 111-112.

lo atestigua la práctica<sup>55</sup>, así como demandarse los daños después de haberse ejercido el derecho de retiro. La ley reconoce la compatibilidad de la disolución con los perjuicios. El artículo 106 de la LSA establece la responsabilidad solidaria, y bajo presunción de culpa, de los directores de la sociedad disuelta por sentencia judicial, “sin perjuicio de lo dispuesto en el artículo 133”. Esta salvedad indica que, si la causa grave puede calificarse además como un hecho dañoso, el agente queda sujeto a la acción de perjuicios. De todos modos, como se verá en la siguiente sección, esta compatibilidad no significa que cualquier partida indemnizable pueda colacionarse con el retiro o la disolución.

La compatibilidad supone que una misma circunstancia puede no solo dar lugar al derecho de retiro o constituir causa grave de disolución, sino además hacer nacer la obligación de indemnizar daños. Sin embargo, los supuestos de hecho de cada una de estas medidas —frustración de expectativas razonables, causal legal o estatutariamente prevista, hecho dañoso imputable— son formalmente distintos. Por eso, la procedencia de una no puede basarse sin más en la procedencia de otra. La insolvencia de la sociedad, que —se presupone— funda la dictación de resolución de liquidación (un ejemplo previsto en el artículo 105 de la LSA), no implica la culpa o el dolo del accionista mayoritario. Más en general, ni la causa grave de disolución ni menos la causal de retiro deben imputarse a culpa o dolo del accionista mayoritario (al menos no directamente). Tampoco suponen, de suyo, que sean dañosos (en el sentido en que el derecho común emplea la expresión). El artículo 106 se refiere a los perjuicios que “eventualmente” padecieren los accionistas con la causa grave, porque no necesariamente los hay. Y cuando el artículo 105 menciona, entre los ejemplos de grave motivo de disolución, la infracción normativa “que causare perjuicio a los accionistas o a la sociedad”, “perjuicio” equivale aquí solo a lesión de expectativas razonables, aunque no excluya el hecho dañoso en que se basa la responsabilidad<sup>56</sup>.

Únicamente en el caso de los administradores sociales existe un efecto positivo de la disolución sobre la procedencia de los perjuicios. “Se presumen culpables [...] de los perjuicios que eventualmente se causaren a los accionistas, los directores y el gerente de una sociedad que haya sido disuelta por sentencia judicial ejecutoriada”<sup>57</sup>. En una sociedad cerrada arquetípica, el cumplimiento del contrato social y de su normativa reguladora descansa menos en la actividad de los administradores (como sucede en las sociedades abiertas y especiales) y más en la de los propios accionistas. Sin embargo, se justifica la presunción dado que los accionistas usualmente serán precisamente directores o gerente; mejor dicho, se justifica mejor en la sociedad cerrada arquetípica, en que concurre esa identidad. La regla no se extenderá a aquel accionista (y director) cuyas expectativas se vieron defraudadas y que por ello demandó la disolución, siempre que, como prevé el mismo texto, conste “expresamente su falta de participación o su oposición al o los hechos que han servido de

<sup>55</sup> Como en el caso Corte Suprema, 9/11/2016. En sentencia de reemplazo, la Corte Suprema confirmó el laudo arbitral en cuanto acogió la disolución por causa grave, y admitió parcialmente la solicitud de perjuicios.

<sup>56</sup> Como se afirma en MANTEROLA (2022b) p. 26. Nótese de paso la coherencia de esta regla con lo que acaba de indicarse sobre la disponibilidad de la acción directa frente a hechos que dañan a la sociedad: en las sociedades cerradas, es indiferente que la infracción normativa afecte a la sociedad en sí o directamente a sus accionistas, mientras sea grave (es decir, mientras lesione sus expectativas razonables al tiempo de invertir).

<sup>57</sup> CHILE, Ley 18.046. Artículo 106.

fundamento a la resolución judicial”. En realidad, si no pudiere acreditarlo, el accionista demandante no se verá sujeto a la presunción, sino que derechamente le será imposible demostrar la concurrencia de la causa grave (pues debe descartarse la frustración de sus expectativas razonables si consintió en las decisiones tomadas por la mayoría).

Pero el artículo 106 solo desprende de la sentencia de disolución (*rectius*, de la concurrencia de causa grave) la culpa de los administradores. No se presumen otros elementos de la responsabilidad como el daño (“eventualmente”) ni, cabe agregar, la existencia misma del acto dañoso. La causa grave puede consistir perfectamente en hechos ajenos a la esfera de control de los administradores (en cuanto tales), como lo demuestra el artículo 105 al ejemplificar con la dictación de la resolución de liquidación, a los que cabría agregar la paralización de la junta y el incumplimiento de pactos de accionistas (que responden a actos de los accionistas en cuanto tales).

## 2. CONDICIONAMIENTOS EN LA MEDIDA DE LOS REMEDIOS

Que la indemnización sea compatible con la disolución no significa que cualquier partida de perjuicios también lo sea. Ante la concurrencia de los remedios, el ejercicio de la disolución condiciona la medida de los perjuicios. De la compensación por la pérdida proporcional del valor de la empresa en marcha debe deducirse la cuota de liquidación.

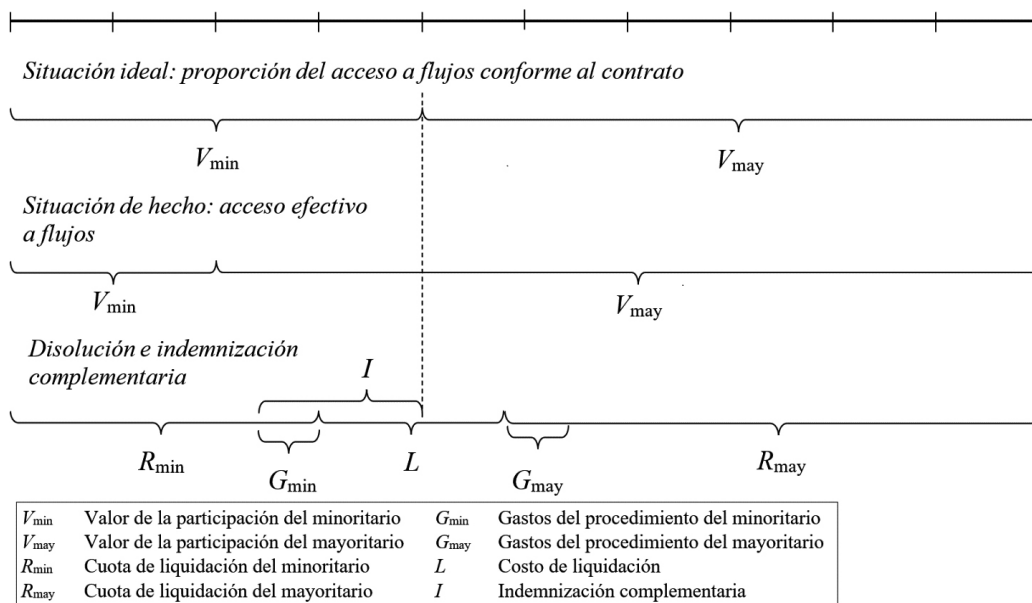
Si la disolución constituye un mecanismo para forzar la renegociación que se basa en la amenaza de hacer perder el valor de la empresa en marcha, sería desproporcionado garantizar una completa indemnidad al minoritario. Por la disolución, la ley recrea, en la medida de lo posible, las condiciones iniciales de la inversión. Si la ley le asegura, mediante una indemnización de perjuicios, una suma equivalente a su derecho a participar en los flujos de la empresa como si se hubiera cumplido de forma satisfactoria el contrato social, no puede pretender, además, una oportunidad para negociar un nuevo contrato: debe estarse a aquel que celebró y cuyos réditos ahora podrá recibir. Desde otro punto de vista, el valor de la empresa comprende virtualmente el precio de realización de sus activos (el costo de oportunidad de mantenerla en marcha), de modo que exigir una disolución de la sociedad que dará lugar a su liquidación, y además una reparación por pérdida del valor proporcional de la empresa en marcha, es pedir –en parte– dos veces lo mismo.

La resolución contractual admite su concurrencia con daños, incluso por el interés positivo, pero debe deducirse la suma que a título de restitución reciba el acreedor<sup>58</sup>. Algo semejante debe afirmarse de la disolución. La compensación que corresponde al minoritario no equivale ni al valor total de su parte en los flujos de la empresa, ni a la diferencia en-

<sup>58</sup> En rigor, la prestación objeto de restitución, aunque se restituya en valor (como sucede con la cuota de liquidación), no constituye un perjuicio, y entonces la cuota de liquidación puede acumularse a la verdadera indemnización: para el derecho común, véase las indicaciones de CONTARDO (2015) pp. 178-179. Pero si, con menos rigor, se considera perjuicio toda pérdida que sufre un contratante merced al incumplimiento (y toda la pérdida del valor de la parte de la empresa en marcha que corresponde al minoritario, merced al abuso del mayoritario), es necesario deducir de esa suma el valor de la prestación restituida (cuota de liquidación), por las razones arriba indicadas. En el fondo, se trata de que “el ejercicio de la resolución [o de la disolución] –lo mismo que el ejercicio de la acción de cumplimiento–, acompañada en su caso de la indemnización de daños y perjuicios, debe conducir al mismo resultado patrimonial a que hubiese conducido un cumplimiento adecuado y conforme” del contrato. RODRÍGUEZ-ROSADO (2013) p. 239.

tre la situación ideal y la situación actual, sino a una *indemnización I* por la diferencia entre la parte del valor de la empresa en marcha que idealmente toca al minoritario, y la cuota de liquidación que de hecho reciba gracias a la disolución, como muestra la figura 8.

Fig. 8. *Indemnización de perjuicios complementaria a la cuota de liquidación*



Si esto es así, la determinación de la suma de la indemnización complementaria exige la previa liquidación societaria. Procesalmente, el minoritario puede demandar primero la disolución por causa grave y, una vez consumada la liquidación, exigir la indemnización complementaria. La demanda de disolución en conjunto con los perjuicios, con reserva de su determinación para la fase de ejecución del fallo (art. 173 del Código de Procedimiento Civil), será inidónea, porque precisamente es la ejecución del fallo de disolución lo que abre la liquidación. Valga la redundancia, los perjuicios no serán líquidos mientras no se liquide la empresa. La excepción sería que, en lugar de demandar una indemnización complementaria para completar el valor total de la parte del minoritario, se exija la reparación de precisas partidas indemnizatorias que inequívocamente puedan deslindarse del valor de la empresa<sup>59</sup>.

## V. CONCLUSIONES

Este estudio ha permitido arribar a las siguientes conclusiones:

1. La disolución por causa grave de la sociedad anónima cerrada permite que el minoritario fuerce al mayoritario a renegociar la distribución de los flujos de la empresa. Se recrean así, en alguna medida, las condiciones de la decisión inicial de invertir. El correcto

<sup>59</sup> Quizás no sea casual que, en el caso citado en nota 51, los perjuicios se hayan descrito como un daño moral.



funcionamiento de este medio de tutela supone, entre otros factores, la presencia de bajos costos de transacción, como se puede esperar en la típica sociedad cerrada; y también otros cuya concurrencia es más problemática, tales como el acceso a la información sobre los negocios sociales y, especialmente, la certidumbre sobre la concurrencia de una causa grave.

2. Frente al diseño de la disolución, el derecho de retiro exhibe algunas ventajas: es más eficiente, su lógica descansa sobre supuestos más realistas, deja menos espacio a un comportamiento estratégico del accionista minoritario y revela de forma más ajustada las preferencias de las partes. Pese a ello, no puede concluirse que la disolución sea solo una medida subsidiaria al retiro, de *ultima ratio*: se trata más bien de dos remedios mutuamente excluyentes pero alternativos, entre los que el accionista minoritario puede optar siempre que se satisfaga el supuesto normativo de cada uno.

3. La función resolutoria que cumplen tanto el retiro como la disolución los hace remedios compatibles con una indemnización de perjuicios complementaria. Salvo la situación del artículo 106 de la LSA sobre responsabilidad de los directores, analizada en el trabajo, la disolución no condiciona en sentido alguno la procedencia del resarcimiento, pero sí su cuantía. En efecto, declarada la disolución, del daño global sufrido por el accionista minoritario deberá deducirse lo recuperado como cuota de liquidación.

## BIBLIOGRAFÍA CITADA

- ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique, y RUTHERFORD PARENTTI, Romy (2018): “El abuso de la minoría en la sociedad anónima”, *Actualidad Jurídica*, vol. 36: pp. 87-108.
- ALCALDE SILVA, Jaime (2021): “La sociedad por acciones. Naturaleza jurídica y supletoriedad normativa”, en *Estudios de Derecho Comercial. XI Jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (texto en prensa).
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (1998): “Conflictos intrasocietarios (Los justos motivos como causa legal no escrita de exclusión y separación de un socio en la sociedad de responsabilidad limitada)”, en AA.VV., *Estudios de derecho mercantil. Homenaje al profesor Justino F. Duque*, Vol. I (Universidad de Valladolid/Caja Duero), pp. 89-112.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2021): “La disolución como terminación del contrato de sociedad: Teoría y algunas consecuencias prácticas”, *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 61: pp. 91-134.
- AYRES, Ian, y TALLEY, Eric (1995): “Solomonic Bargaining: Dividing a Legal Entitlement to Facilitate Coasean Trade”, *Yale Law Journal*, vol. 104, N° 5: pp. 1027-1118.
- BELL, Abraham, y PARCHOMOVSKY, Gideon (2002): “Pliability Rules”, *Michigan Law Review*, vol. 101, N° 1: pp. 1-79.
- BRAY, Samuel L. (2016): “The System of Equitable Remedies”, *UCLA Law Review*, vol. 63, N° 3: pp. 530-593.
- BRAY, Samuel L. (2018): “Remedies, Meet Economics; Economics, Meet Remedies”, *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 38, N° 1: pp. 71-89.
- BROOKS, Richard R. W., y STREMITZER, Alexander (2010): “Remedies on and off Contract”, *Yale Law Journal*, vol. 120, N° 4: pp. 690-727.



- CABALLERO GERMAIN, Guillermo, y LAVÍN SALAZAR, Jaime (2018): “El derecho de retiro como herramienta de gobierno corporativo: Análisis empírico del caso chileno”, *Revista de Derecho Privado*, N° 35: pp. 205-242.
- CALABRESI, Guido, y MELAMED, A. Douglas (1972): “Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral”, *Harvard Law Review*, vol. 85, N° 6: pp. 1089-1128.
- CONTARDO GONZÁLEZ, Juan Ignacio (2015): *Indemnización y resolución por incumplimiento* (Santiago, Thomson Reuters/La Ley).
- DÍAZ VILLALOBOS, José Ignacio (2011): “Artículo 125” [de la Ley N° 18.046], en AA.VV., *Código de Comercio Comentado*, Vol. II (Santiago, Abeledo Perrot), pp. 1063-1065.
- HETHERINGTON, J. A. C., y DOOLEY, Michael P. (1977): “Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem”, *Virginia Law Review*, N° 1: pp. 1-76.
- ILLIG, Robert C. (2006): “Minority Investor Protection as Default Norms: Using Price to Illuminate the Deal in Close Corporations”, *American University Law Review*, Vol. 56, N° 2: pp. 275-366.
- KORNHAUSER, Lewis A. (1986): “An Introduction to the Economic Analysis of Contract Remedies”, *University of Colorado Law Review*, vol. 57, N° 4: pp. 683-726.
- LAGOS VILLARREAL, Osvaldo (s. f.): “La publicidad del arbitraje”. Disponible en: [https://www.academia.edu/36665916/La\\_publicidad\\_del\\_arbitraje](https://www.academia.edu/36665916/La_publicidad_del_arbitraje). Fecha de consulta: 4/4/2022.
- MANTEROLA, Pablo (2020): “Causales estatutarias del derecho de retiro en las sociedades anónimas: Análisis de los tipos de cláusulas estatutarias”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 47, N° 3: pp. 663-685.
- MANTEROLA, Pablo (2022a): “Costos de previsión y evaluación en el modelo chileno de disolución por causa grave de sociedades anónimas cerradas”, en *Estudios de Derecho Comercial. XII Jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (texto en prensa).
- MANTEROLA, Pablo (2022b): “La frustración de expectativas razonables: Un concepto análogo de causa grave para la disolución de la sociedad anónima cerrada chilena”, *Ius et Praxis*, Año 28, N° 1: pp. 20-38.
- MOLL, Douglas K. (2001): “Reasonable Expectations v. Implied-in-Fact Contracts: Is the Shareholder Oppression Doctrine Needed?”, *Boston College Law Review*, vol. 42, N° 5: pp. 989-1080.
- MOLL, Douglas K., y RAGAZZO, Robert A. (2018): *Closely Held Corporations* (New York, LexisNexis).
- O’KELLEY, Charles R. Jr. (1992): “Filling Gaps in the Close Corporation Contract: A Transaction Cost Analysis”, *Northwestern University Law Review*, vol. 87, N° 1: pp. 216-253.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2020): *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*, Vol. 2 (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 3ª edición actualizada y aumentada).
- RODRÍGUEZ-ROSADO, Bruno (2013): *Resolución y sinalagma contractual* (Madrid / Barcelona / Buenos Aires / Sao Paulo, Marcial Pons).

- ROMERO SEGUEL, Alejandro (2012): “Disolución judicial de la sociedad anónima cerrada: Aspectos procesales”, en JEQUIER LEHUEDÉ, Eduardo (edit.), *Sociedades de capital. Nuevas tendencias del derecho chileno de sociedades* (Santiago, Universidad de los Andes) pp. 97-112.
- SHAVELL, Steven (2006): “Specific Performance versus Damages for Breach of Contract: An Economic Analysis”, *Texas Law Review*, vol. 84, N° 4: pp. 831-876.
- VANKO, Kenneth J. (2018): “Dissolution and Rational Choice: The Unique Remedial Framework for Director Deadlock under the Illinois Business Corporation Act”, *Northern Illinois University Law Review*, vol. 38, N° 1: pp. 348-395.
- WHINCOP, Michael J. (1999): “Painting the Corporate Cathedral: The Protection of Entitlements in Corporate Law”, *Oxford Journal of Legal Studies*, vol. 19, N° 1: pp. 19-50.

### NORMAS CITADAS

- CHILE, Código de Comercio (23/11/1865).
- CHILE, Código de Procedimiento Civil (30/8/1902).
- CHILE, Decreto Ley N° 824 (31/12/1974), aprueba texto que indica de la Ley sobre Impuesto a la Renta.
- CHILE, Ley N° 18.046 (22/10/1981), sobre Sociedades Anónimas.
- CHILE, Decreto N° 702 del Ministerio de Hacienda (6/7/2012), aprueba nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas.

### JURISPRUDENCIA CITADA

- Corte de Apelaciones de Antofagasta, 14/07/2015, rol N° 553-2015, apelación, VLex, cita online 593072298. Fecha de consulta: 5/4/2022.
- Corte Suprema, 26/8/2014, rol N° 12037-2013, casación, VLex, cita online 525684502. Fecha de consulta: 22/03/2022.
- Corte Suprema, 9/11/2016, rol N° 27953-2016, casación.
- Corte Suprema, 16/4/2018, rol N° 10372-2017, casación.
- Servicio de Impuestos Internos, 22/6/2021, Oficio N° 1590.
- Servicio de Impuestos Internos, 2/8/1984, Oficio N° 2536.
- Servicio de Impuestos Internos, 8/9/2021, Oficio N° 2392.

