

REPARANDO UN AGUJERO: LA NUEVA NORMATIVA SOBRE DIVULGACIÓN DE OPERACIONES CON PARTES RELACIONADAS Y POLÍTICA DE HABITUALIDAD

FIXING A HOLE: THE NEW REGULATION ON RELATED PARTY TRANSACTIONS DISCLOSURE AND ORDINARY COURSE OF BUSINESS POLICY

Islas, Gonzalo*
Lagos, Osvaldo**

49

RESUMEN

Desde su entrada en vigor, resultaba evidente que la regulación sobre operaciones con partes relacionadas contaba con un defecto que permitía su elusión: las reglas sobre operaciones habituales y sobre información al mercado de transacciones que no fueran de monto relevante. El tiempo y la observación empírica confirmaron esta constatación. Sin embargo, solucionar este vacío no era fácil, pues la regulación sobre operaciones habituales, en particular las que tienen lugar al interior de grupos empresariales, debe satisfacer un doble propósito, difícil de equilibrar: evitar *tunneling*, pero no dificultar el funcionamiento fluido de las sociedades insertas en estos grupos. Este

* Ph.D. in Economics, University of California Los Angeles, Estados Unidos. Universidad de Las Américas, Región Metropolitana, Chile. Dirección postal: Manuel Montt 948, Providencia, Región Metropolitana, Chile. Correo electrónico: gislaz@udla.cl

** Doctor en Derecho, Universidad de Los Andes, Región Metropolitana, Chile. Universidad Adolfo Ibáñez. Dirección postal: Av. Diagonal Las Torres 2640, Peñalolén, Región Metropolitana, Chile. Correo electrónico: osvaldo.lagos@uai.cl

Este trabajo se ha realizado en el marco del proyecto ANID/FONDECYT Regular 1201124, sobre problemas institucionales del sistema de gobiernos corporativos chileno.

Recepción: 2024-11-20; aceptación: 2025-01-30.

trabajo de investigación demuestra que la nueva regulación analizada establece un marco que permite a las sociedades lograr ambos objetivos, pero advierte que esto, en parte, depende de su adecuada aplicación por las sociedades anónimas reguladas.

PALABRAS CLAVE: gobiernos corporativos; derecho de sociedades; operaciones con partes relacionadas; información al mercado

ABSTRACT

Since its entry into force, it was evident that the regulation on related party transactions had a flaw that allowed its circumvention: the rules on ordinary course of business transactions and on reporting to the market of transactions that were not of a material amount. Time and empirical observation confirmed this finding. However, solving this gap was not easy, since the regulation of ordinary course of business transactions, particularly those that take place within corporate groups, must satisfy a dual purpose, which is difficult to balance: to avoid tunneling, but not to hinder the smooth functioning of the companies within these groups. This research paper demonstrates how the new regulation analyzed establishes a framework that allows companies to achieve both objectives, but warns that this, in part, depends on its proper application by the regulated corporations.

KEYWORDS: corporate governance; corporate law; related party transactions; market disclosure

INTRODUCCIÓN

La regulación sobre OPR se incorporó a la LSA en 2009, a instancias de la OECD¹. Un primer acercamiento a esta normativa dejaba a la vista un evidente *loophole* en la regulación: la excepción al procedimiento regulado para la aprobación de OPR consistente en que las transacciones fueran habituales, quedaba entregada casi por completo al arbitrio del directorio². En una sociedad de propiedad concentrada, esto significaba que la elaboración de la excepción podía quedar, en los hechos, en manos de la misma parte que está en condiciones de imponer una OPR desfavorable a la sociedad. Este riesgo

¹ Sobre el contexto que explica la promulgación de la Ley n.º 20382, véase ISLAS (2011), pp. 9-44.

² ISLAS y LAGOS (2019), pp. 103-106.

se materializó de forma ostensible en el caso Cascadas³. Asimismo, la información que se divulgaba al mercado sobre OPR, en particular aquellas no sujetas al procedimiento regulado, impedía a los actores del mercado detectar OPR sospechosas de *tunneling*⁴. Este aspecto era especialmente preocupante para Chile, un país que, a diferencia de varios de Europa continental, carece de una regulación de grupos de sociedades, lo que daba lugar a un peligroso vacío legal, como el caso citado demostró.

La NCG n.º 501 de 2024 de la CMF fue dictada en virtud de una autorización legislativa otorgada por la LAM de 2021. Si bien la regulación sobre OPR es un trasplante legal, importado del derecho inglés, las características del mercado británico y de su derecho de sociedades determinan que el riesgo de *tunneling* principal esté dado por las transacciones entre la sociedad y sus directores, riesgo que, en todo caso, está mitigado en esa jurisdicción de manera adecuada. Pero esto significa que la importación de este modelo regulatorio tenía un ostensible vacío legal para países como Chile, donde el mayor riesgo de *tunneling* está dado por las operaciones intragrupo⁵.

La dificultad de elaboración de una regulación como esta, radica en que es complejo equilibrar la necesidad de gestionar de manera fluida una sociedad inserta en un grupo de sociedades y la necesidad de establecer reglas que permitan un control efectivo, tanto interno como externo, de estas transacciones⁶. La tesis de este trabajo es que la NCG n.º 501 llenó ese vacío normativo, logrando una regulación equilibrada en una materia compleja. Sin embargo, concede un –ineludible– ámbito de autorregulación a las sociedades anónimas abiertas, de las que seguirá dependiendo –aunque en mucho menor medida que bajo el régimen previo a esta norma– la eficacia del control de OPR en transacciones exceptuadas del procedimiento regulado.

Para demostrar la tesis propuesta en este trabajo, realizamos un análisis del texto de la NCG n.º 501, a la luz de los criterios de la literatura de gobiernos corporativos y de los efectos previsibles de sus disposiciones. Este análisis se divide en tres partes: la primera, consiste en una breve expo-

³ ISLAS y LAGOS (2019), p. 105.

⁴ ISLAS y LAGOS (2024), pp. 209-214.

⁵ Al revisar la regulación de OPR trasplantada a los BRICS, BRAHMA (2023) da cuenta de que Chile se encuentra en una situación análoga a la de estos países en este punto.

⁶ “El control de operaciones habituales debe equilibrar todas estas cuestiones. Por un lado, ha de permitir el funcionamiento ágil del grupo de sociedades, una organización de negocios lícita, pero con riesgos incrementados para accionistas minoritarios. Por otro lado, debe facilitar la detección de transacciones contrarias al interés social de las sociedades integrantes del grupo, particularmente aquellas que extraen valor de los accionistas minoritarios en favor de los controladores (*tunneling*)”. LAGOS (2024).

sición del problema de la regulación de operaciones habituales y de su divulgación, que justifica cuál es la posición de Chile en el derecho comparado en esta materia: la segunda, contempla un análisis de la nueva normativa sobre operaciones habituales y política de habitualidad y la tercera, revisa el efecto previsible de las nuevas normas sobre divulgación de información relativa a OPR.

La contribución de este artículo de investigación es situar la nueva normativa sobre política de habitualidad y sobre divulgación de información al mercado de OPR y explicar qué justifica que el ordenamiento jurídico chileno cuente con una regulación más exigente que los –tradicionalmente considerados– sistemas de gobierno corporativo de referencia. Además, el trabajo evalúa la eficacia de la nueva normativa, detectando, también, aquellos aspectos que seguirán dependiendo de la forma en que las sociedades reguladas apliquen la norma.

I. EL ELUSIVO (Y RELEVANTE) PROBLEMA

DE LA REGULACIÓN DE OPERACIONES HABITUALES Y SU DIVULGACIÓN

52

El derecho de sociedades chileno ha sido renuente a observar y a regular el fenómeno de los grupos de sociedades. No obstante, si hay algo que caracteriza al sistema corporativo chileno, es que la mayor parte de las sociedades anónimas abiertas se insertan en este tipo de grupos. Los grupos de sociedades pueden tener efectos virtuosos, particularmente en economías con mercados de capitales poco desarrollados. Pero también pueden tener efectos inconvenientes para un sistema económico: pueden afectar la competencia, generar riesgos agravados de solvencia y perjudicar a los minoritarios por medio de transacciones con conflictos de intereses.

Las primeras normas sobre “grupos empresariales” datan de 1986 y su finalidad es entregar al mercado y al regulador información sobre la existencia y estructura de estas organizaciones, como reacción a los problemas de solvencia sistémicos que tuvieron lugar con la crisis bancaria del año 1982. Pero la función de tales reglas se limitó al carácter informativo y, por lo tanto, a pesar de la relevancia del fenómeno de los grupos empresariales, no existió una normativa que afectara las operaciones en las que el controlador se encontraba en conflicto de intereses, sino hasta la incorporación de la regulación sobre OPR en 2009⁷. Esta normativa, con importantes defectos, con-

⁷ En el texto original de la LSA, el art. 44 regulaba los conflictos de intereses de los directores y el art. 89 exigía que las transacciones entre matriz, filial y coligadas se realizaran en condiciones de mercado. Las reglas sobre abuso del controlador, contenidas en el art. 30 de la LSA, se eliminaron, aunque permaneció la exigencia de actuación leal para los accionistas (no solo para los directores).

templa una estrategia regulatoria –el “procedimiento regulado”– para evitar que las transferencias con relacionadas de monto relevante se utilicen como mecanismo de extracción de valor a minoritarios o *tunneling*. Desde luego, de estos casos, el de las transacciones entre sociedades pertenecientes a un mismo grupo es el más reiterado en Chile.

Pero el procedimiento regulado para la adopción de acuerdos sociales en operaciones entre relacionadas no es un sistema fluido: requiere que partes que no gobiernan la sociedad –en el sentido de no participar en el grupo de accionistas, directores y ejecutivos vinculados al control de la sociedad– adopten, en nombre de la sociedad, decisiones complejas (como, por ejemplo, una compraventa de activos relevantes o una fusión con partes relacionadas)⁸. Esto exige la entrega de información detallada para quienes negociarán la operación con la parte relacionada al controlador a nombre de la sociedad (el grupo de directores no involucrados) o para los accionistas que la aprobarán o rechazarán en la junta extraordinaria. Los altos costos de este procedimiento y el eventual riesgo de *hold out* de la minoría –por ahora, más bien teórico en Chile– hacen que, en todas las jurisdicciones en las que hay una regulación sobre operaciones con partes relacionadas, se contemplen excepciones a este procedimiento para operaciones de bajo monto, habituales o con filiales *fully owned* o completamente participadas.

La regulación sobre OPR de 2009 permitió, como es razonable, exceptuar del procedimiento regulado a transacciones de monto no relevante, a operaciones habituales y a negociaciones entre matriz y filial *fully owned* o de propiedad absoluta⁹. Sin embargo, no reguló con cuidado las excepciones indicadas, lo que generó, al menos, dos problemas.

El primero de ellos, es que la determinación de la excepción de habitualidad fue entregada a los propios sujetos regulados, sin parámetros normativos para exigir un uso de la excepción apegado al fin de la regla. Esto dio lugar a que las sociedades elaboraran políticas de habitualidad demasiado generales, que incluyeran la mayor cantidad de operaciones, de manera de no quedar sujetas al procedimiento regulado en la mayoría de los casos posibles¹⁰. En un caso en particular, existe evidencia de que se intentó utilizar la política de habitualidad para ocultar negociaciones que constituían un esquema defraudatorio contra accionistas minoritarios¹¹.

⁸ Sobre el funcionamiento de este procedimiento en Chile véase EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015) y LAGOS (2024).

⁹ O en que la matriz tenga a lo menos el 95 % de las acciones emitidas, art. 147 letra c de la LSA.

¹⁰ Véase ISLAS y LAGOS (2019), pp. 111-114.

¹¹ Las sociedades anónimas Norte Grande y Oro Blanco ampliaron su política de habitualidad el 28 de junio de 2012, para evitar poner en conocimiento de los accionistas no controladores las operaciones con partes relacionadas que fueron sancionadas como ilícitas en el caso cascadas. CMF, resolución exenta n.º 223 (2014).

Por otra parte, la información disponible para el mercado sobre transacciones exceptuadas era demasiado escasa, en contraste con los exigentes niveles de información de las operaciones sujetas al procedimiento regulado. Estas operaciones se informaban de manera consolidada, a excepción de las operaciones de crédito¹², lo que significaba que era imposible determinar si las operaciones con partes relacionadas exceptuadas del procedimiento regulado daban lugar a *tunneling* o no¹³. Aquí se produce un problema adicional: la ausencia de información puede llevar a considerar que este tipo de operaciones no da lugar a expropiación a minoritarios, pues no hay evidencia empírica que lo demuestre. No obstante, dos circunstancias hacen pensar que sí es posible que exista *tunneling*: la persistencia de las estructuras piramidales en Chile¹⁴ y la experiencia anecdótica aportada por el caso Cascadas. Por otro lado, la información también produce un importante efecto preventivo. Si un controlador con disposición a hacer *tunneling* sabe que la conducta puede ser detectada con mayor facilidad, probablemente deje de llevarla a cabo¹⁵. Este efecto debería ser reforzado con la nueva regulación penal, que castiga la administración desleal¹⁶.

El panorama expresado parecería, en un principio, no tan preocupante, si se escoge el punto de vista de que se trata simplemente del funcionamiento de excepciones. Si el procedimiento regulado, al que se sujetan las operaciones con un riesgo de expropiación de minoritarios más cuantioso, funcionara bien, ¿por qué preocuparse tanto de las excepciones?

Pero una cosa es cómo está estructurada la regulación y otra es cómo funciona la actividad regulada. Las operaciones con partes relacionadas habituales y las de bajo monto no son más que la manifestación de la conducción unitaria de los grupos económicos¹⁷. Sea por buenas razones (economías de escala, evitar problemas de *hold up*, distribuir riesgos, suplir mercados de capital o mercados laborales deficientes) o por malas razones (hacer *tunneling*, traspasar el riesgo de insolvencia a los acreedores, realizar conductas

¹² Esta regla, según BUCHUK *et al.* (2014), pp. 208-211, puede haber evitado que se utilice este mecanismo como forma de hacer *tunneling* en Chile.

¹³ ISLAS y LAGOS (2024), pp. 209-214.

¹⁴ LEFORT (2010), pp. 387-423; ESPINOSA-MÉNDEZ, JARA-BERTÍN & MAQUIEIRA (2018), pp. 158-168 y SAONA, SAN MARTÍN & JARA (2018), pp. 3312-3329.

¹⁵ En este sentido, BUCHUK, LARRAÍN, MUÑOZ & URZÚA (2014) al justificar por qué en Chile no se aprecia *tunneling* por medio de créditos, a diferencia de países del sudeste asiático con estructuras de propiedad similares: los créditos entre relacionadas deben informarse uno a uno, no de manera consolidada y, además, tienen un precio de mercado que se puede verificar con facilidad en Chile.

¹⁶ Art. 470 n.º 11 del *Código Penal*, introducido por la Ley n.º 21121 de 2018 y 134 bis de la LSA.

¹⁷ Sobre las economías de contratación de los grupos de sociedades véase PAZ-ARES (2019), pp. 82-89.

anticompetitivas), los grupos empresariales realizan negociaciones habituales y de montos que reflejan el carácter rutinario de esas operaciones no excesivamente altos entre las sociedades que los integran¹⁸. Los grupos económicos son, por las razones expresadas, muy difíciles de regular: un procedimiento para adopción de acuerdos sociales que evite el problema de conflicto de intereses es costoso, más si se trata de transacciones repetidas. Un procedimiento costoso, por definición, no se justifica para negociaciones de montos no relevantes¹⁹. Pero, al mismo tiempo, el riesgo de no regular las transacciones habituales es alto, pues es precisamente a través de estas operaciones donde los controladores de grupos económicos podrían apropiarse de una mayor parte del activo social que la que les corresponde, perjudicando a los demás inversionistas²⁰. Estas transacciones constituyen flujos constantes y pocos visibles²¹ entre sociedades gobernadas por una misma persona o grupo de personas, aunque participadas por sujetos diversos, ajenos a ese gobierno.

La respuesta del derecho alemán para este problema ha sido el derecho de grupos de sociedades que se superpone a la regulación de OPR que ha ido adoptando Europa, por influencia del Reino Unido. Con diferencias, esta forma de regulación también se ha adoptado en Portugal²². Asimismo, Italia y Francia cuentan con regulación sobre grupos de sociedades²³. Es por esta razón que la SRD II permite a los países miembros de la Unión Europea que excluyan las operaciones intragrupo –muchas veces, habituales– siempre que cuenten con mecanismos de control adecuados²⁴.

¹⁸ Véase MARCHINI, ANDREI & MEDIOLI (2019), pp. 1254-1260.

¹⁹ Véase PAZ-ARES (2024), pp. 296-303, que para la regulación española de OPR justifica la incompatibilidad de la regla de abstención (esto es, la prescindencia de la participación del controlador con conflicto de intereses o los directores elegidos por este en el acuerdo social para aprobar una OPR) con el funcionamiento de los grupos empresariales. Cándido Paz-Ares no por esto reconoce la preeminencia del interés grupal, que identifica con la negación de un real conflicto de interés, sino que propone la adopción de una regla de responsabilidad, es decir, de revisión *a posteriori*, sin opción de anular la transacción.

²⁰ ENRIQUES (2015) y JOHNSON, LA PORTA, LÓPEZ DE SILANES & SHLEIFER (2000).

²¹ ATANASOV, BLACK & CICOTELLO (2011), p. 41 señalan, al analizar el efecto de la regulación legal en la mayor o menor disposición a realizar *tunneling*, que “varios de nuestros ejemplos [...] ilustran que las sociedades no informan los casos de autocontratación de manera efectiva. Hay una clara necesidad de divulgación más completa, y de un rango más amplio, de operaciones de compra y venta de activos entre partes relacionadas”.

²² Véase MANOVIL (2020), pp. 1-72. En Sudamérica, Brasil también cuenta con una regulación de grupos de sociedades de origen alemán.

²³ CONAC, ENRIQUES & GELTER (2007), pp. 491-528. Estos sistemas presentan bastantes defectos en lo que respecta a su capacidad de control de transacciones que pueden dar lugar a *tunneling*, véase ENRIQUES & GILOTTA (2023), pp. 471-506.

²⁴ Así señalan BIANCHI & MILIC (2021), p. 313, que: “Las reglas sobre OPR plantean un reto particular en el contexto de los grupos de sociedades: por un lado, las transacciones intra-

En cambio, los sistemas de gobiernos corporativos anglosajones y la literatura en ese ámbito han otorgado menos relevancia a esta cuestión, pues tradicionalmente su riesgo de *tunneling* ha estado constituido más por la autocontratación de directores y ejecutivos y menos por la de controladores de sociedades insertas en grupos empresariales con participación de minoritarios. No obstante, Geeyoung Min alerta sobre el riesgo en el uso excesivo de la excepción de *ordinary course of business transaction* para evitar la divulgación de OPR en Estados Unidos de América, dando cuenta de que se trata de una zona inexplorada²⁵.

En la última década del siglo pasado, los BRICS importaron la regulación sobre OPR de origen anglosajón, pero la han ido modificando en ciertos aspectos, para adaptarla a la realidad de su mercado, en particular, la prevalencia de estructuras piramidales y propiedad concentrada. Por esto, señala Kaushiki Brahma que “Rusia, India, China y Sudáfrica han adoptado un enfoque riguroso para fiscalizar OPR habituales”. Estos países no excluyen a las operaciones habituales del proceso de evaluación e información de OPR al mercado, aunque de manera simplificada o con límites de monto. Además, extienden el régimen de fiscalización de OPR a las subsidiarias de las sociedades cotizadas. Asimismo, establecen criterios exigentes para evaluar los contratos marco que permiten celebrar OPR recurrentes²⁶.

En síntesis, en países en los que los grupos de sociedades de propiedad concentrada, pero con participación de minoritarios, son una manera común de organizar la actividad empresarial, la regulación de las excepciones al procedimiento regulado es clave, pero difícil de equilibrar y, además, compleja²⁷. Pero, para efectos del problema de las OPR habituales, la experiencia de los BRICS muestra que el trasplante legislativo es insuficiente.

El caso Cascadas reveló el problema de las excepciones al procedimiento regulado y de la –insuficiente– información al mercado sobre OPR, en particular, las exceptuadas del procedimiento regulado. La LAM, reaccionó

grupo muchas veces sirven intereses legítimos; por otro lado, son particularmente difíciles de fiscalizar. En consecuencia, la posibilidad de exceptuar [del procedimiento para acordar OPRs] transacciones entre la compañía y sus subsidiarias se remite a la existencia de salvaguardas equivalentes y adecuadas en los esquemas nacionales [de regulación]”. Esta es una referencia a la existencia de un derecho de grupos de sociedades.

²⁵ MIN (2014), pp. 721-724. Sostiene este autor que “el hecho de que la excepción de ‘*ordinary course of business*’ [habitudinalidad] sea utilizada con tal frecuencia suscita alguna inquietud acerca de si está siendo abusada”.

²⁶ Este es el caso de China, según BRAHMA (2023), p. 62, que exige que estas transacciones recurrentes tengan parámetros explícitos para la determinación de su precio, costos de las transacciones, importes brutos de las transacciones y condiciones de pago. India, por su parte, no excluye las transacciones habituales de la revisión que el comité de auditoría realiza de todas las OPR.

²⁷ Véase PAZ-ARES y JORDANO (2022), pp. 648-651.

modificando el art. 147 de la LSA. La modificación consistió en poner un límite de monto a las negociaciones que pueden ser exceptuadas por ser declaradas habituales: no pueden tener una cuantía superior al 10 % del activo social. La reforma se sustenta en una razón evidente: no puede considerarse habitual una operación superior al 10 % del activo social²⁸. La sujeción al procedimiento regulado está plenamente justificada. Por otro lado, si un mismo tipo de transacciones repetidas entre relacionadas supera el 10 % del activo, es muy probable que hayan sido o debieran ser organizadas por medio de un contrato marco, que define las condiciones de esas operaciones²⁹. En ese caso, se justifica que un contrato marco que dará lugar transacciones por más del 10 % del activo de la sociedad de referencia, se sujete al procedimiento regulado.

Asimismo, la LAM permitió que la CMF regulara dos cuestiones adicionales por medio de una norma de carácter general. Primero, las condiciones mínimas que debe contener la justificación elaborada por la sociedad para que ciertas negociaciones puedan ser exceptuadas del procedimiento regulado por ser habituales. Segundo, la difusión de las operaciones entre partes relacionadas celebradas por la sociedad, determinando su “forma, plazo, periodicidad y condiciones”. La CMF cumplió este encargo mediante la elaboración de la NCG n.º 501 de 8 de enero de 2024, de reciente entrada en vigor (1 de septiembre de 2024).

Desde la vigencia de esta normativa, la regulación sobre OPR en Chile ha sido adaptada para hacerse cargo del problema de las operaciones habituales en sociedades intragrupo. Estas normas, como analizamos a continuación, inscriben a Chile en el tercer grupo de países revisados (los BRICS, aunque excluyendo a Brasil). El foco del siguiente análisis es determinar si el diseño de la nueva regulación es óptimo en consideración a los fines que persigue.

²⁸ Téngase en consideración que el límite para que una operación sea considerada relevante es 1 % del patrimonio social (siempre que se trate de una operación de más de 2 000 UF o en todo caso cuando sea superior a 20 000 UF). El patrimonio suele tener una magnitud cercana a la mitad del activo, pues el activo se financia con patrimonio propio, pero también con deuda.

²⁹ BRAHMA (2023), pp. 61-62, reporta que la razón entre tamaño de la transacción y activos para ser informados al mercado es de 1 % en Brasil; 5 % en China; 5 % en Sudáfrica; 10 % en Rusia y 10 % en India. En Italia, se utilizan tres ratios para determinar si una OPR es relevante, siendo el más importante el determinado por la relación entre el monto de la transacción y la capitalización de mercado de la sociedad. Las transacciones que superen el 5 % en al menos uno de los índices, es considerada de monto relevante. El porcentaje mínimo se rebaja a 2,5 % si se trata de una sociedad controlada por otra sociedad anónima abierta cotizada, BIANCHI, CIAVARELLA, ENRIQUES, BOVEMBRE & SIGNORETTI (2014), p. 11.

II. LA REGULACIÓN DE LA POLÍTICA DE HABITUALIDAD

La política de habitualidad es un documento elaborado por el directorio de la sociedad, que permite justificar qué transacciones con relacionadas, que de otro modo quedarían sujetas al procedimiento regulado, pueden exceptuarse por ser ordinarias en consideración al giro social. Es una excepción que debe interpretarse con relación a las otras dos excepciones al procedimiento regulado del art. 147 de la LSA: si la transacción en sí misma no es de monto relevante, entonces, esté o no considerada en la política de habitualidad, puede excluirse del procedimiento regulado. En igual sentido, si se trata de una transacción entre la sociedad regulada y una filial, en la que la primera tenga directa o indirectamente a lo menos el 95 % de las acciones de la segunda, no es necesario que el acuerdo social por el que se aprueba la transacción quede sujeto “a los requisitos y procedimientos” del art. 147 de la LSA³⁰.

Este factor es clave para interpretar el alcance de la política de la habitualidad: no es necesario exceptuar, en dicho documento, tipos de transacciones que no sean de monto relevante ni operaciones entre la sociedad y

58

³⁰ En sentido opuesto funciona la regla contenida en el art. 149 de la LSA, que obliga a que las sociedades filiales de una sociedad anónima abierta se sometan a la regulación del título XVI de la LSA sobre OPR, independiente del tipo social de la respectiva filial (CMF, oficio ordinario 26.819 (2019), en el que la CMF dictamina la obligación de cumplir las reglas del artículo 147 de la LSA para una sociedad de responsabilidad limitada). Consideramos que esta norma tiene la finalidad de evitar la elusión de las reglas sobre OPR para sociedades anónimas abiertas. La matriz (A) de una sociedad anónima abierta (B) puede realizar un negocio con una filial *fully owned* (C) de esa sociedad anónima abierta (B), afectando los intereses de los accionistas de la sociedad anónima abierta (B). Por ejemplo, A puede adquirir un activo valioso de C, cuyos beneficios debe compartir con los accionistas minoritarios de B. El problema fundamental en la aplicación de esta regla consiste en que, si A controla la mayoría del directorio de B y C es *fully owned* o altamente concentrada, la protección que pretende entregar el procedimiento regulado del art. 147 de la LSA se vuelve inútil, pues la sociedad matriz (A) controlará la decisión sin contrapesos y sin participación de los minoritarios de la sociedad anónima abierta (B) a los que se pretende proteger. Finalmente, el acuerdo social que aprueba la OPR en C será aprobado por la junta de accionistas de esa sociedad, cuyos votos son decididos por el directorio de B, controlado por la parte relacionada de esa operación (A). Por esto, adherimos a la interpretación finalista propuesta por EYZAGUIRRE y VALENZUELA (2015), p. 298, conforme a la cual “toda operación entre una filial de la S.A. abierta y alguna de las personas indicadas en el artículo 146 de la LSA, pero no respecto de la filial, sino que de la matriz S.A. abierta, debe cumplir con lo que hemos llamado el Procedimiento Regulado, al nivel de la matriz S.A. abierta”. En nuestro ejemplo, una operación entre A y C es OPR en cuanto, según el artículo 146 LSA, A y C son partes relacionadas. No obstante, con el objeto de cumplir con el fin de la norma, la transacción debería sujetarse al procedimiento regulado en la sociedad anónima abierta (B), no en la filial cerrada (C).

una filial *fully owned*. Esas negociaciones ya están liberadas de su aprobación a través del procedimiento del art. 147 de la LSA. Por lo tanto, al excluir operaciones mediante su descripción en la política de habitualidad, una sociedad debe analizar qué operaciones de una cuantía superior a 20 000 UF³¹, se reiteran con partes relacionadas, en consideración al giro social.

1. Las políticas de habitualidad de grandes sociedades anónimas chilenas antes de la NCG n.º 501 de 2024

El año 2019, observamos las políticas de habitualidad publicadas en 2017 de treinta y cinco sociedades anónimas abiertas, incluidas en el IPSA, que agrupa a las sociedades con las acciones más transadas en Chile. Analizamos dos tipos de aspectos que podrían considerar las políticas³². Los primeros, se referían a la manera de adoptar los acuerdos sociales con partes relacionadas, cuando se contemplaban en la política de habitualidad. Como no existía el límite de 10 % del valor del activo para exceptuar a las operaciones habituales³³, cabía preguntarse si alguna de las sociedades contemplaba algún procedimiento de control para transacciones que, sobrepasando ciertos montos reconocidos por la propia sociedad, fueran habituales conforme a la política de esa sociedad. Solo había tres casos en los que esto ocurría. Buscamos, además, posibles restricciones a las operaciones intragrupo o entre sociedades del grupo y su controlador. Solo una de las treinta y cinco políticas de habitualidad establecía una restricción, que consistía en la prohibición de préstamos de dinero de la sociedad de referencia y sus filiales al controlador.

También observamos qué tipo de transacciones se reiteraban en la descripción de operaciones habituales de las políticas. Revisamos aquellas cuya inclusión en la política de habitualidad podía exacerbar el riesgo de *tunneling*: operaciones de cuenta corriente mercantil, asesorías o estudios financieros, contratación de créditos y adquisición de acciones³⁴. Encontramos

³¹ Al 9 de julio de 2024, 20 000 UF equivalían a USD 805 259 y a 752 112 800 CLP. 2 000 UF equivalían a USD 80 525 y a 75 211 280 CLP.

³² ISLAS y LAGOS (2019), pp. 95-115.

³³ Introducido al actual art. 147 letra b inciso tercero por la Ley n.º 21314 de 2021.

³⁴ Las operaciones de cuenta corriente son riesgosas porque, en sí mismas, no constituyen una transacción en términos sustantivos, sino que son una forma de compensar múltiples operaciones con causas diversas. Por su parte, las asesorías y estudios financieros pueden dar lugar a *tunneling*, porque es difícil determinar su precio de mercado. La contratación de créditos no es riesgosa en Chile, si se considera que el precio de mercado es fácilmente identificable y que deben informarse una a una, no de manera consolidada. No obstante, las transacciones pueden ser contrarias al interés social, pues pueden implicar restar liquidez a la compañía para la realización de otros proyectos más rentables para ella. La adquisición de acciones entre sociedades relacionadas es difícil de justificar como una transacción ordinaria conforme al giro y es el tipo de operación que tuvo lugar en el caso Cascadas (2019).

que en la mayoría de las políticas de habitualidad se incluían estas operaciones³⁵.

En consecuencia, la autorregulación no funcionó para que la política de habitualidad se utilizara como un mecanismo para mejorar la calidad del gobierno corporativo. Al contrario, en muchos de los casos observados, la política de habitualidad se utilizó para restringir de manera injustificada el efecto de la regulación sobre OPR.

2. La nueva regulación sobre políticas de habitualidad en la NCG n.º 501 de 2024

Cumpliendo con el encargo de la LAM de 2021 y después de dos procesos de consulta pública, la CMF dictó la NCG n.º 501 de 2024. Esta regulación establece, en su primera parte, normas generales para guiar la elaboración de la política de habitualidad, contemplando lineamientos sobre su estructura, control y difusión³⁶.

a) La estructura de la política de habitualidad

La política de habitualidad permite que las sociedades anónimas excluyan del procedimiento regulado a aquellas operaciones que la sociedad, debido a su giro, realiza de forma reiterada con personas relacionadas. Si las transacciones ya han sido exceptuadas por otras normas –como las contenidas en

³⁵ Las operaciones de cuenta corriente se contemplaban en veintiuna de treinta y cinco políticas de habitualidad observadas; las asesorías o estudios financieros, en veintiséis de nueve políticas de habitualidad; la contratación de créditos, en veinticuatro de cinco políticas de habitualidad. Solo la adquisición de acciones del grupo se consideraba en doce de veintitrés casos, pero, en rigor, es difícil que pueda considerarse una operación relacionada con el giro. La CMF (2023), p. 7, estimó que en la mayoría de los casos observados por ella (60 % de una muestra de cincuenta y cuatro sociedades anónimas abiertas), las políticas de habitualidad contemplaban materias de manera ambigua. “Esta situación –explicó el regulador en el texto citado– podría dar indicios respecto a que la política no estaría cumpliendo el objetivo perseguido por la ley, ya que, con descripciones tan genéricas y ambiguas, prácticamente todas las operaciones podrían considerarse habituales. Un ejemplo de esta problemática se puede observar si se considera que más del 70 % de las sociedades incluyen como operación ordinaria: 1) la prestación de todo tipo de servicio relacionado con la gobernanza y direccionamiento estratégico con las partes relacionadas de la sociedad; 2) la realización de todo tipo de financiamiento entre las partes relacionadas; 3) la celebración de contratos de seguros o de otros productos financieros; y 4) la prestación de servicios vinculados con las tecnologías de la información. No siendo tan evidente que todas las operaciones que podrían quedar comprendidas en ese tipo de transacciones son necesariamente habituales y ordinarias en el marco del giro de la sociedad”.

³⁶ El sistema de divulgación de la política de habitualidad es sencillo y de fácil fiscalización (página web cuando la sociedad tenga este medio a disposición NCG n.º 501 I.6), así que no requiere mayor análisis.

las letras a o c del art. 147 de la LSA— no tiene sentido excluirlas nuevamente expresándolo así en la política de habitualidad. Al contrario, esta superposición de excepciones puede afectar el adecuado funcionamiento de la normativa, pues diluye el sentido de la justificación de la excepción por habitualidad, en particular, cuando las transacciones no son de monto relevante³⁷. Mal que mal, la política de habitualidad es una excepción que especifica el directorio, a partir de la autorización contenida en la ley (art. 147 b de la LSA). Por lo mismo, el uso de esta exclusión debe encontrarse debidamente justificado. La autorización para excluir la transacción con una parte relacionada del procedimiento regulado, basada en su reiteración (“habitualidad”), se justifica a partir de la necesidad de celebrar este tipo de transacción de manera reiterada “en atención al giro de la sociedad” anónima regulada³⁸. Además, las operaciones deben ser reiteradas entre las mismas partes relacionadas identificadas, sin que baste una referencia genérica a todas las partes relacionadas pertenecientes a un mismo grupo³⁹.

Debe considerarse que, al final del día, lo que debería excluirse en la política de habitualidad son transacciones de monto relevante, ya sea individualmente o, bien, sumadas en el plazo de doce meses como indica el art. 147 letra a de la LSA. De otro modo, basta que se utilice la exclusión de monto (no) relevante contenida en ese mismo artículo.

Es difícil anticipar qué es un “monto relevante” cuando se trata de OPR, en una regla válida para todas las sociedades anónimas abiertas. En rigor, la relevancia está determinada por el monto de la transacción en sí, con relación al tamaño de cada sociedad. La LSA ha debido establecer límites mínimos aplicables a todos los casos, contenidos en su art. 147 letra a, para lo cual

61

³⁷ Esto ocurre con muchas de las operaciones intragrupo. Los límites de las operaciones de monto relevante son suficientemente altos para excluir del procedimiento regulado a gran parte de las transacciones habituales. Además, muchas de ellas forman parte de “contratos marco” entre las sociedades del grupo, que definen los criterios para la determinación de sus precios y condiciones. Por lo tanto, basta con describir en la política de habitualidad el contrato en el que se insertan las transacciones repetidas. Este es el sentido de la sección I.3.c.ii de la NCG n.º 501: “Ser recurrentes y, por ende: 1. Haberse celebrado al menos una vez cada 18 meses en los últimos tres años, o 2. Haberse celebrado en el marco de un contrato de trato sucesivo, ejecución diferida o de renovación automática”.

³⁸ La NCG n.º 501 incorpora criterios para justificar que la transacción es reiterada: es recurrente, vale decir, se ha celebrado al menos una vez cada dieciocho meses en los últimos tres años o se ha celebrado en el marco de un contrato sucesivo, ejecución diferida o renovación automática (CMF, NCG n.º 501 I.3.c.i y ii).

³⁹ Para estos efectos, las partes relacionadas con la sociedad anónima regulada están definidas taxativamente en el art. 146 de la LSA. Al elaborar la política de habitualidad, el directorio define “tipos” de relacionadas, siempre que pueda considerarse que lo son porque están consideradas en alguno de los casos que establece el art. 146 de la LSA o, bien, porque lo establece el estatuto de la sociedad o, fundadamente, las identifique como tales el comité de directores (art. 146 n.º 4 de la LSA).

combina dos criterios (monto de la operación con relación al patrimonio y monto de la operación en términos absolutos)⁴⁰. Asimismo, la LAM estableció un límite máximo (10 % del valor del activo), sobre el cual la operación no puede considerarse habitual.

Por esto, para que la política de habitualidad pueda contribuir de mejor manera a la calidad del gobierno corporativo de las sociedades anónimas reguladas, la NCG n.º 501 permite que el directorio –siempre con el pronunciamiento del comité de directores (art. 50 bis n.º 4 de la LSA)– proponga límites inferiores a los expresados. El directorio debe indicar, por tipo de transacción autorizada, el monto máximo para que la operación pueda evitar la necesidad de ser aprobada a través del procedimiento regulado. El monto máximo debe ser justificado por el directorio si supera el 1 % del activo o el 10 % de los ingresos totales de la sociedad (NCG n.º 501 l.3.b).

Asimismo, la NCG n.º 501 incorpora un límite sustantivo, aunque relacionado con el monto de la operación: que esta no tenga un “efecto relevante en la situación económica, financiera o jurídica de la sociedad” (NCG n.º 501 l.3.c.iii).

La política de habitualidad debe vincular tipos de operaciones con tipos de partes relacionadas⁴¹. Esta vinculación permite entender y, por lo tanto, justificar la necesidad de celebrar operaciones reiteradas entre sociedades relacionadas.

Por ejemplo, una sociedad anónima, fabricante de productos lácteos, puede contar con varios proveedores de leche, entre ellos, una filial en la que cuente con 60 % de las acciones. La matriz puede celebrar con la filial un contrato de compra y venta de leche y un contrato de prestación de servicios tecnológicos. El contrato de compra y venta de leche es, como se desprende de los hechos, ordinario en consideración al giro. La NCG n.º 501 exige explicar por qué la operación contribuye al interés social (l.3.c), lo que no es difícil de justificar en este caso: los vínculos de propiedad entre matriz y filial permiten darle mayor estabilidad al suministro y asegurarse de obtener una mejor calidad para el producto. Esta es una razón estándar, cuya declaración no supone la revelación de un secreto comercial.

En el caso de la prestación de servicios tecnológicos, el contrato se justifica por razones de economía de escala: la sociedad anónima abierta ha creado un departamento de investigación y desarrollo para mejorar sus pro-

⁴⁰ Véase DAVIES (2022) para el caso del Reino Unido y DAVIES, EMMENEGGER, FERRARINI, HOPT, OPALSKI, PIETRANCOSTA, CASTELLS, ROTH, SCHOUTEN, SKOG, WINNER & WYMEERSCH (2020) para la aplicación de límites cuantitativos en distintos países europeos en el marco de la implementación de la directiva.

⁴¹ NCG n.º 501 l.3.a: “cada tipo de contraparte sobre la base de la naturaleza de la relación con la sociedad, el controlador o su administración [...] indicando el o los subtipos de operación que se considerarán habituales con cada una de las contrapartes”.

ductos, lo que también incide en la necesidad de mejorar la calidad de sus insumos. A partir de este contrato, se pueden celebrar múltiples prestaciones a lo largo del tiempo, cada una de las cuales puede considerarse una OPR, pero que se inserta en este contrato marco. Sentado lo anterior, es muy improbable que un contrato de prestación de servicios tecnológicos supere el límite para ser considerado operación de monto relevante. Pues bien, solo en el caso en que se estimara que las prestaciones de servicios, durante doce meses, superarán el 1 % del patrimonio social (siempre que excedieran de 2000 UF) o superarán el monto de 20 000 UF, habría que incluirlas en la política de habitualidad para poder excluirlas del procedimiento regulado.

Si la misma sociedad anónima abierta productora de leche, celebrara contratos de servicios tecnológicos con una sociedad por acciones de giro “sociedad de inversiones”, en la que la matriz de la sociedad anónima abierta regulada (indirectamente, la controladora de la SA regulada), tuviera el 90 % de las acciones de esa SpA de inversiones, la justificación de la reiteración conforme al giro sería menos evidente. Asimismo, sería dudosa la necesidad de incorporar estas prestaciones de servicios en la política de habitualidad, pues ello implicaría que la sociedad anónima regulada anticipa que esas transacciones superarán el límite de las operaciones de monto relevante⁴².

Lo anterior no significa que estas operaciones no se puedan incorporar en la habitualidad. El párrafo anterior destaca la relevancia de la justificación, por parte del directorio, para autorizar la exclusión (NCG n.º 501 l.3.c), la que solo tiene sentido en la medida en que se vincule el tipo de contraparte con el tipo de operación. Asimismo, permite que el regulador, el mercado y los minoritarios puedan estar más atentos a tipos de transacciones habituales que sean más difíciles de justificar. Pero no solo ellos, sino que, también, facilita el control interno contemplado en la misma NCG n.º 501.

63

b) El control interno de las operaciones habituales⁴³

El procedimiento regulado para la aprobación de OPR emula una transacción realizada entre partes no vinculadas. Pero, como se ha justificado antes

⁴² O, bien, el directorio de la sociedad anónima abierta verifica que esta ha celebrado en el pasado transacciones habituales de este tipo con la SpA relacionada por montos superiores a los de los criterios de monto relevante, art. 147 letra a) de la LSA.

⁴³ TAKSAS (2021), pp. 78-79, distingue entre la divulgación obligatoria de información sobre OPR para los órganos sociales que han de aprobar la transacción (*internal disclosure*) y la divulgación de información a los actuales o potenciales inversionistas externos de la firma (*external disclosure*). Esta distinción sobre los sujetos pasivos de la entrega de información da cuenta también del tipo de control al que quedan sujetas las OPR, sean habituales o no: interno y externo.

en este texto, esta estrategia de regulación es demasiado costosa para operaciones de bajo monto o reiteradas. Lo anterior no significa que estas operaciones deban quedar completamente fuera de supervigilancia. Aún siguen siendo transacciones con conflicto de intereses y, por lo tanto, requieren de algún mecanismo de control de parte de quienes no están afectados por ese conflicto.

La forma de controlar operaciones habituales, sin entorpecerlas de manera excesiva, es revisarlas *a posteriori*⁴⁴. Pero para que este control surta efecto, se requiere información suficiente para, al menos, detectar operaciones que se alejen de parámetros usuales y que pueden dar lugar a sospechas de *tunneling*. Posteriormente, es necesario que esta información fluya a órganos con integración mayoritaria o exclusiva de sujetos “no involucrados”, para que puedan requerir antecedentes adicionales a los ejecutivos a cargo de ejecutar transacciones habituales⁴⁵.

La NCG n.º 501 permite generar un diseño para el control interno. La primera parte de este diseño es la elaboración de mecanismos de control (NCG n.º 501 1.4), para resguardar que las OPR habituales sean hechas en beneficio del interés social y en condiciones que prevalezcan en el mercado. Estos mecanismos de control deben ser proporcionales a la relevancia de la operación habitual de que se trate, a su nivel de reiteración, al riesgo de *tunneling* efectivo que esa transacción envuelva y a las demás condiciones en las que la transacción se llevará a cabo. Considerando estos criterios, los mecanismos de control pueden tener distintos niveles de exigencia, siempre cuidando no afectar la gestión ordinaria de la sociedad.

El mecanismo menos exigente posible podría consistir en que el ejecutivo a cargo de la transacción tuviera conocimiento de que se trata de una OPR habitual y de que deberá precaver antecedentes para justificar posteriormente, ante el encargado de cumplimiento, que la transacción fue realizada en beneficio de la sociedad y en condiciones que habitualmente prevalecen en el mercado o, al menos, justificables. Este sistema sería adecuado para operaciones estandarizadas o sujetas a un contrato marco. El mecanismo más exigente podría consistir en que la transacción fuese aprobada por un director independiente o por un órgano integrado por una mayoría de directores independientes (eventualmente, el comité de directores). La infor-

⁴⁴ ENRIQUES y GILOTTA (2023), pp. 471-506, mediante un análisis cualitativo de costos y beneficios, muestran que la revisión *a posteriori* de transacciones intragrupo a partir del deber de lealtad logra los mismos efectos que eficiencia que el reconocimiento de un derecho especial para operaciones intragrupo que exonere del cumplimiento de ese deber, sin los costos de *tunneling* que presenta este segundo sistema.

⁴⁵ PACCES (2019), pp. 209-2012 ha justificado por qué los directores dependientes de accionistas no controladores constituyen el mecanismo de control más efectivo y menos costoso de OPR.

mación que se divulga al público sobre operaciones habituales y el reporte del encargado de cumplimiento al directorio o al comité de directores son, también, mecanismos de control.

La NCG n.º 501 también contempla una segunda fase de control interno: el encargado de cumplimiento. Se trata de “una persona u órgano que tendrá a cargo la verificación de los mecanismos de control”. La NCG n.º 501 permite que el directorio, al diseñar la política de habitualidad, establezca que el encargado de cumplimiento reporte al directorio o al comité de directores. Cuando sea posible, es preferible que el encargado de cumplimiento reporte a este segundo órgano y, además, que sea el mismo comité de directores quien lo designe y remueva⁴⁶.

Pero en uno u otro caso, el reporte final del encargado de cumplimiento a los directores cuenta con la ventaja de que estos tienen facultades para requerir información adicional a los ejecutivos de la sociedad (art. 39 inc. 2 de la LSA). En los hechos, el sistema de control de la NCG n.º 501 es una oportunidad para que los directores independientes incorporados por la Ley n.º 20382 al art. 50 bis de la LSA, representen un papel relevante en materia de gobiernos corporativos, pues una de sus mayores debilidades es la dificultad de detectar aspectos problemáticos en la gestión de la sociedad.

III. EL CONTROL EXTERNO DE LAS OPR: LA DIVULGACIÓN SOBRE OPR AL MERCADO

El control externo de las operaciones puede ser ejercido por el regulador, inversionistas institucionales y accionistas de la sociedad. Para este tipo de control, la clave es la manera de informar las transacciones entre partes relacionadas exceptuadas del procedimiento regulado. De esto se desprende que un buen marco normativo es aquel que entrega información suficiente para permitir a los agentes de mercado evaluar si una sociedad está utilizando las OPR con un propósito de eficiencia o expropiación. Al mismo tiem-

⁴⁶ En Italia, las OPR que no son de “mayor relevancia”, deben ser revisadas por el comité de directores independientes, el que debe emitir una opinión sobre estas transacciones, la que resulta no vinculante. Esta opinión solo ha de referirse a los contornos relacionados con la equidad de la transacción –FERA (2020), p. 43–. En Chile, el art. 50 bis impone al comité de directores emitir una opinión general sobre las OPR realizadas. Esta se incorpora en la memoria de la respectiva sociedad. Estas opiniones suelen ser generales y suelen no revelar problemas de equidad de las transacciones, confirmando el criterio de DAVIES (2022), p. 3: “está claro que la divulgación no puede lograr eficazmente ninguno de estos objetivos [detectar *tunneling*] a menos que la información divulgada permita al mercado emitir el juicio pertinente, en este caso si la RPT se realiza en condiciones que se aproximen a una transacción en condiciones de mercado y, en caso contrario, si existe una buena razón empresarial para realizarla”.

po, los requerimientos de información también deberían desalentar la realización de OPR perjudiciales al interés social al introducir un costo reputacional para el controlador.

La información puede ser previo al cierre de la operación (*ex ante*) o posterior a su realización (*ex post*). Desde el objetivo de mitigar el problema de agencia, la información *ex ante* puede ser considerada como una herramienta más efectiva, ya que somete al escrutinio público el procedimiento por el cual se está aprobando la transacción y a sus responsables, lo cual reduce los incentivos a validar operaciones que vayan en desmedro del interés de la sociedad. No obstante, la divulgación *ex ante* tiene como contrapartida la creación de falsos positivos, esto es, puede llevar a que no lleguen a realizarse transacciones que aporten valor a la sociedad, debido a los mayores costos de transacción. Naturalmente, el problema de los falsos positivos se reduce cuando la información es entregada *ex post*, pues esta ya ha sido aprobada y solo cabe reaccionar mediante acciones judiciales o procedimientos administrativos⁴⁷.

Los estados financieros constituyen la fuente de información *ex post* más utilizada tanto por analistas de mercado como también en estudios académicos. La información que se presenta en los estados financieros está normada en los estándares IFRS, en particular en la NIC 24. Sin embargo, dado que la información contable presenta problemas y limitaciones, en distintas jurisdicciones se han establecido requerimientos de información adicionales para las operaciones entre partes relacionadas, los cuales pueden ser impuestos por el regulador o por las bolsas de valores⁴⁸. En términos generales, ellos pueden dividirse en tres categorías:

- 1) Reportes sobre operaciones específicas, a menudo a ser provistos en un plazo de tiempo breve luego de ser concretada tal operación, lo cual generalmente se utiliza para operaciones de mayor tamaño⁴⁹.

⁴⁷ En este sentido, ENGERT & FLORSTEDT (2020), pp. 269-271, estiman que más altos que los costos de información *ex ante* son los costos de aprobación de la transacción cuando se someten a un procedimiento especial. Estos costos dependen principalmente de la forma en que se diseñe este procedimiento especial. La capacidad de decisión de los órganos sociales se ve limitada cuando se divulga la información al público. No obstante, DAVIES (2022), p. 3, para el caso inglés, es clave divulgar la información *ex ante* y que la información debe ser suficiente para poder evaluar la transacción. De otro modo, la divulgación de información no tendrá un efecto disuasivo de *tunneling*.

⁴⁸ Esto ocurre, por ejemplo, en el Reino Unido, donde las empresas listadas están sujetas a requerimientos adicionales de información. Véase DAVIES (2022), pp. 2-16, para un análisis de la efectividad de estos requerimientos.

⁴⁹ Por ejemplo, en el caso de Italia, la Regulación 17221 de CONSOB establece la obligación de informar al mercado transacciones con partes relacionadas que superen un umbral cuantitativo de materialidad dentro de los siete días siguientes a su aprobación o en un plazo de quince días cuando los umbrales se superen como resultado de la agregación de

- 2) Reportes periódicos sobre los procedimientos específicos de aprobación y control⁵⁰ y
- 3) Reportes periódicos complementarios a la información de los estados financieros.

A este tercer tipo corresponde el reporte que se incorpora en el marco normativo chileno a partir de la entrada en vigencia de la NCG n.º 501.

*1. Las reglas sobre divulgación de OPR en Chile
y sus limitaciones antes de la NCG n.º 501 de 2024*

Como en la mayoría de los países del mundo, la divulgación sobre OPR –más allá de la normativa específica para la entrega de información sobre grandes transacciones sujetas al procedimiento regulado– se encontraba sometida exclusivamente a la regulación sobre contabilidad y a la normativa sobre el contenido de la memoria anual (NCG n.º 30)⁵¹.

La NIC 24, establece la información a revelar sobre negociaciones con partes relacionadas en los estados financieros de una empresa. La norma define que una transacción entre partes relacionadas es una transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre una entidad que informa y una parte relacionada, con independencia de que se cargue o no un precio. También incluye un listado de quienes se consideran partes relacionadas, incluyendo tanto personas naturales como jurídicas.

De acuerdo con esta norma, se requiere revelar en los estados financieros información sobre las relaciones entre partes relacionadas, transacciones y saldos pendientes, incluyendo compromisos. Esta información se reporta

67

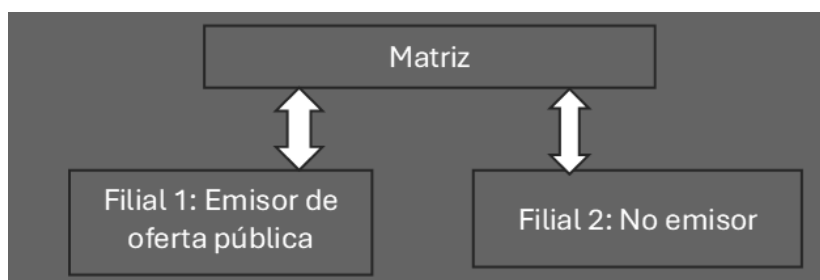
transacciones, BAVA & DI TRANA (2016). El año 2017 la directiva de la Unión Europea estableció la obligación para los Estados miembros de que “las sociedades anuncien públicamente, a más tardar en el momento de su celebración, las operaciones significativas con partes vinculadas. El anuncio deberá incluir como mínimo información sobre la naturaleza de la relación con la parte vinculada, el nombre de la parte vinculada, la fecha y el valor de la operación y otra información necesaria para valorar si esta es justa y razonable desde el punto de vista de la sociedad y de los accionistas que no sean partes vinculadas, en particular los minoritarios”. En su análisis de la implementación de esta directiva, DAVIES, EMMENEGGER, FERRARINI, HOPT, OPALSKI, PIETRANCOSTA, CASTELLS, ROTH, SCHOUTEN, SKOG, WINNER & WYMEERSCH (2020), p. 42 señalan: “podría ser que el impacto de largo plazo de este artículo esté en la obligación de disclosure más que en la búsqueda de un Santo Grial de un directorio verdaderamente independiente para efectos de las OPR”.

⁵⁰ Por ejemplo, en el caso de Chile, el informe del comité de directores. En Estados Unidos a partir del año 2006, la SEC requiere a las sociedades informar sus mecanismos de gobierno corporativo en relación con OPR. HOPE & LU (2020), pp. 236-290 muestran que esta regulación tuvo el efecto de reducir el número de transacciones entre partes relacionadas.

⁵¹ ISLAS y LAGOS (2024), p. 200.

en las notas de los estados financieros, agrupándola en tablas, separando entre los saldos pendientes (cuentas por cobrar y pagar, y saldos de las operaciones de crédito) y las operaciones, para los cuales se informan los montos totales y su impacto en los resultados.

Por otra parte, siguiendo los principios IFRS, en los estados financieros consolidados las transacciones con sociedades filiales son eliminadas y, por ende, no reportadas en ellos. Esto implica que en los estados financieros consolidados solo se incluyen aquellas operaciones con empresas fuera del ámbito de consolidación⁵². Esto dificulta bastante la revisión de OPR intra-grupo por agentes externos. Lo anterior se aprecia con mayor claridad en la siguiente figura:



68

Retomando el ejemplo de la sección anterior, la sociedad de productos lácteos (sociedad matriz) contrata con una sociedad filial (productora de leche). Si esta sociedad emite valores de oferta pública, las operaciones entre ambas sociedades, como la compra de leche a la filial por parte de la matriz o la venta de servicios tecnológicos por parte de la matriz a la filial, quedarán reportadas al público en las notas de los estados financieros de la filial, pero no en los de la matriz, ya que, en el caso de esta última, tales transacciones quedan incluidas en la consolidación. Por lo tanto, si un inversionista o analista financiero pretende verificar las operaciones con partes relacionadas de la sociedad de productos lácteos, debe revisar tanto las notas en los estados financieros de la matriz como las de sus filiales y, a su vez, la de las filiales de tales empresas, repitiendo el proceso por cada una y para cada peldaño de la estructura societaria, lo cual vuelve difícil y costoso el análisis de tales transacciones⁵³.

⁵² MARCHINI, ANDREI & MEDIOLI (2019), p. 1257. Como contraparte, cabe notar que la obligación de consolidar reduce el incentivo a esconder pérdidas de la matriz en los estados financieros de sus filiales

⁵³ Incluso, en los casos donde la información de las filiales esté disponible, la existencia de distintos criterios para reportar las operaciones en los estados financieros puede dificultar la comparación.

El problema es mayor para los casos en que la matriz contrata con otra sociedad filial que no es emisor de oferta pública (Filial 2 en la figura), pues tal transacción no queda reportada en las notas de los estados financieros de la matriz, y dado que la filial no está obligada a reportar sus estados financieros, no es posible para un observador externo identificar y evaluar la transacción y, en términos más generales, reconstruir el historial de operaciones de la sociedad matriz a partir de la información reportada al mercado.

Este problema es de especial relevancia en Chile, donde predominan los grupos empresariales con estructuras piramidales. En el caso de las sociedades anónimas que transan en bolsa, el promedio de sociedades bajo control directo que consolidan es 7,5, lo que aumenta a 25,6 si se considera la estructura completa de sociedades, esto es, los distintos peldaños de la estructura societaria⁵⁴. Si bien un alto porcentaje de tales sociedades corresponde a subsidiarias donde el controlador posee directa o indirectamente la totalidad o casi totalidad de la propiedad⁵⁵, la presencia de minoritarios es relevante: en promedio, 2,5 sociedades donde existen minoritarios consolidan sus resultados en la matriz, con un máximo de treinta y ocho, cifra que sube a 7,9 y cuarenta y siete cuando se consideran, también, aquellas sociedades que consolidan indirectamente. Es evidente que en tales casos la tarea para un inversionista interesado en entender el impacto de las operaciones con relacionados en los resultados de la empresa resulta una tarea compleja, cuando no imposible⁵⁶.

Por otra parte, las directrices de la NIC 24 entregan grados de libertad con respecto al detalle de la información que debe proveer la empresa, tanto en relación con la identificación de las contrapartes como con la información proporcionada de cada transacción. Esto implica que cada sociedad puede clasificar de distintas maneras a sus contrapartes o los tipos de transacción que realizan con ellas, lo cual hace casi imposible la comparación entre compañías. Asimismo, para las operaciones que no corresponden a operaciones financieras, solo en casos muy excepcionales las notas en los estados financieros incluyen información sobre los precios involucrados. Dado lo

⁵⁴ Cifras basadas en los estados financieros correspondientes al año 2023 para una muestra de sociedades anónimas no financieras transadas en Bolsa.

⁵⁵ Siguiendo el criterio que se desprende del art. 147 de la LSA para excluir a transacciones con relacionados del procedimiento regulado, se utiliza el 95 % de participación del controlador como límite para identificar la presencia de inversionistas minoritarios.

⁵⁶ Si bien es frecuente que tales sociedades sean de propiedad completa de la matriz y, por ende, sin riesgo evidente de *tunneling*, cabe notar que es posible que la configuración de la estructura de propiedad de la filial sea tal que una transacción en términos favorables a tal filial favorezca al controlador de la matriz en desmedro de sus minoritarios, y que, incluso, en ausencia de extracción de rentas, tales transacciones puedan utilizarse para ocultar riesgos, disminuyendo la calidad de la información disponible para los minoritarios.

anterior, resulta muy difícil para un inversionista poder evaluar la transacción solamente a partir de la información disponible en los estados financieros⁵⁷.

En síntesis, la información sobre operaciones entre partes relacionadas disponible solo en los estados financieros presenta tres problemas: primero, vacíos en la información debido a la ausencia de reportes públicos cuando la OPR se realiza con una filial que no es emisora de valores y de información de los precios a los cuales se realizan las transacciones; segundo, complejidad para compilar la información para el caso de estructuras grupales; tercero, heterogeneidad de criterios de información que dificultan la comparación entre sociedades. A continuación, estudiamos cómo la NCG n.º 501 se hace cargo de estos problemas.

2. La nueva regulación sobre divulgación de OPR en Chile: el reporte semestral de OPR de la NCG n.º 501

- a) La estructura del reporte semestral de OPR de la NCG n.º 501:
los aciertos de la nueva regulación

La NCG n.º 501 incorpora como requerimiento de información a los emisores de valores la presentación de un reporte semestral sobre operaciones relacionadas, adicional a la información de los estados financieros⁵⁸.

En el caso de las OPR realizadas con una filial, la matriz no está obligada a incluir aquellas operaciones informadas por la filial respectiva en su propio reporte. Sin embargo, existe una diferencia fundamental: la matriz estará obligada a registrar en el reporte aquellas transacciones con filiales que no estén sujetas a la obligación de informar, esto es, aquellas que no son emisores de valores de oferta pública. Esto resuelve el problema de ausencia de reporte identificado en la sección anterior, permitiendo que los agentes de mercado puedan comprender de forma efectiva el alcance y usos de las OPR por parte de la sociedad y representa el mayor cambio frente a la situación actual.

Asimismo, la NCG n.º 501 incorpora requerimientos de información que no se incluyen en las notas a los estados financieros, los cuales contribuyen a mitigar los problemas de la complejidad en la comparación entre empresas

⁵⁷ MARCHINI, ANDREI & MEDIOLI (2019), p. 1264.

⁵⁸ La norma establece en su sección II que “Las sociedades anónimas abiertas y las sociedades anónimas especiales que posean valores inscritos en el registro que lleva la Comisión, deberán elaborar y difundir un reporte semestral de las operaciones con partes relacionadas que se hubieren efectivamente celebrado por la sociedad durante el semestre respectivo, independiente que se hayan o no realizado al amparo de la política de habitualidad”.

y permiten evaluar aspectos en la gobernanza de las OPR en el ámbito societario que no es posible distinguir a partir de las notas en los estados financieros.

En primer lugar, es necesario indicar el tipo de operación que se informa. Se debe reportar si la transacción está exceptuada del procedimiento normado por alguna de las excepciones del inciso segundo del art. 147 de la Ley n.º 18046, o si fueron aprobadas por el directorio o la junta de accionistas. Esta información revela el alcance de las transacciones que están siendo incluidas dentro de la política de habitualidad y permite identificar aquellos casos donde el alcance de tal política es más amplio y, por ende, existe un menor involucramiento del directorio en los procesos de aprobación de OPR. En este caso, tal como sugiere Paul Davies, podría funcionar un efecto reputacional en contra de aquellos directorios que, por la vía de aprobar políticas de habitualidad de mayor amplitud, se estén desligando de su papel en el control de las OPR⁵⁹.

En segundo lugar, se debe reportar el precio promedio, ponderado por el monto, al cual se efectuaron las operaciones. Este es un parámetro clave para que observadores externos puedan evaluar si las transacciones se están efectuando en condiciones de mercado y, por lo tanto, si contribuyen al interés social. Por ejemplo, en el caso de la compra de leche a su filial por parte de la sociedad de productos lácteos, correspondería al precio promedio pagado por litro de leche en el periodo y permitiría identificar si la transacción se está realizando de forma perjudicial para alguna de las partes. De esta forma, el reporte resuelve el segundo vacío de información identificado. Por otra parte, la norma permite que en los casos en que el directorio en forma unánime estime que no se puede divulgar el precio, deberá indicar “información de carácter estratégico”⁶⁰.

En tercer lugar, se debe identificar el número de operaciones realizadas. En el caso de que se trate de más de una operación con la misma contraparte y del mismo tipo, el reporte deberá señalar la cantidad de operaciones realizadas en dichas condiciones.

También es esperable que al establecer un marco común con instrucciones más precisas de las que se desprenden de la NIC 24, se reduzca la varianza en la presentación de la información, facilitando la comparación entre sociedades.

⁵⁹ DAVIES (2022), p. 11.

⁶⁰ Cabe notar que esta disposición corre el riesgo de ser abusada por parte de las sociedades que reporten y, que una gran mayoría de las transacciones sean calificadas de esta forma, perdiéndose el sentido y objetivo de la regulación.

b) Los potenciales problemas del reporte semestral de OPR de la NCG n.º 501

Establecer requisitos adicionales de información a aquellos que se disponen en las normas contables puede no resultar inocuo. Podemos anticipar, al menos, tres potenciales problemas derivados de las nuevas exigencias informativas. Estos podrían ser: primero, aumentar los costos de producir información para las sociedades reguladas; segundo, generar confusión en los agentes de mercado debido a las distintas fuentes y tercero, la entrega de información relevante sobre costos a los actuales y potenciales competidores.

No obstante, el primer y el segundo problema son más aparentes que reales. Al basarse en los mismos criterios de la NIC 24 –aunque sumando transacciones que quedan fuera en el proceso de consolidación y entregando mayor detalle en la identificación de las operaciones– la producción del reporte semestral no debería representar un mayor costo para el área contable de la sociedad. Por las mismas razones, es improbable que induzca a confusión a los agentes del mercado. Por el contrario, debería reducir en forma significativa los costos asociados al análisis de OPR, no solo para inversionistas, sino, también, para agentes de mercado como analistas financieros y clasificadoras de riesgo.

En cambio, el tercer problema requiere ser considerado con un poco más de atención. Por una parte, el mandato legal requiere que las OPR puedan ser evaluadas bajo criterio de mercado. Pero cabe notar que, dadas las estructuras societarias predominantes en Chile, con sociedades que habitualmente transan con filiales *fully owned*, podría producirse una revelación de información estratégica, incluso, en los casos donde el directorio decida no informar el precio de la transacción. Por ejemplo, la sociedad de productos lácteos podría estar organizada societariamente con una filial *fully owned* especialista en desarrollo biotecnológico. El reporte semestral, al revelar los contratos de la sociedad de productos lácteos, podría traslucir a los competidores la estrategia de I&D que esté implementando la empresa. En contraste, si el departamento de I&D estuviera integrado a la sociedad y no organizado como una filial, la sociedad sí podría controlar la información que se difunde al mercado sobre esta actividad⁶¹. Esto podría ser materia de revisiones futuras de la norma, por ejemplo, cabría considerar eximir de la obligación de reportar las operaciones con filiales *fully owned*.

⁶¹ Esto podría, llevar a cambios en las estructuras organizacionales, disminuyendo el número de filiales *fully owned* a fin de reducir el número de transacciones reportadas.

CONCLUSIONES

1. La nueva regulación sobre OPR habituales y su divulgación al mercado sitúa a Chile en un grupo de países que no cuenta con normativa de grupos de sociedades y que ha adaptado la regulación sobre OPR para hacerse cargo del problema de las transacciones habituales intragrupo. Esto explica que la regulación sobre OPR habituales y su divulgación sea más exigente que la del derecho estadounidense e inglés, donde estas operaciones no han tenido, tradicionalmente, la relevancia empírica como riesgo de *tunneling* que sí tienen en el resto del mundo. También, que la regulación sea más exigente que la del derecho europeo continental, donde varios países tienen algún tipo de derecho de grupos de sociedades para enfrentar el problema del *tunneling* en transacciones intragrupo.
2. La nueva regulación sobre política de habitualidad contribuye a evitar los problemas observados en nuestro estudio anterior y en la evaluación del regulador de valores chileno. Establece definiciones y límites para evitar una redacción ambigua o demasiado amplia de la autorización y permite justificar casos en que la habitualidad no sea evidente. No obstante, su efectividad aún depende –en cierto modo, inevitablemente– de la manera en que las sociedades apliquen la normativa. Es clave tener presente que no se justifica que todas las transacciones reiteradas entre sociedades relacionadas formen parte de la política de habitualidad, sino solo aquellas que sobrepasen el límite para ser consideradas operaciones de monto relevante. Lo crucial es justificar por qué es esperable que ciertas transacciones superiores al límite de monto relevante se realicen de manera reiterada entre sociedades relacionadas. En un futuro estudio, de carácter empírico, será necesario verificar cómo han sido redactadas estas políticas después de la NCG n.º 501.
3. Asimismo, la NCG n.º 501 deja un rango de autorregulación para la determinación del sistema de control interno. Es recomendable que estos controles no afecten la administración fluida de la sociedad y que, en principio, radiquen en los mismos órganos ejecutivos de la sociedad. No obstante, es conveniente que el órgano que resuelva sobre operaciones habituales de montos altos y sobre el informe del encargado de cumplimiento, sea o esté constituido mayoritariamente por directores elegidos por accionistas no controladores o, al menos, por directores independientes.
4. Antes de la vigencia de la NCG n.º 501, la información sobre las OPR que no quedaban sujetas al procedimiento regulado era opaca. La regulación de IFRS, a la que estaba exclusivamente sujeta, no

otorga parámetros para, al menos, levantar sospechas de *tunneling* en determinados tipos de transacciones. Asimismo, hacía muy difícil –y en algunos casos imposible– la revisión de operaciones entre matriz y filial, dependiendo de si eran emisores de oferta pública o no. En cambio, el nuevo informe semestral sobre OPR regula la entrega de información de manera tal que facilita la detección de operaciones sospechosas entre relacionadas, incorporando mayores requisitos que la información entregada en estados financieros y haciendo más homogénea la información que se divulga al mercado. Existen, de todas formas, eventuales inconvenientes en la información que se debe entregar en esta declaración, siendo especialmente relevante el problema derivado de la entrega de información sobre costos a los competidores, aspecto que podría ser revisado en una futura modificación de la norma.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

- 74 ATANASOV, Vladimir, Bernard BLACK & Conrad S. CICCOTELLO (2011). “Law and Tunneling”. *The Journal of Corporation Law*, vol. 37. Iowa City.
- BAVA, Fabrizio & Melchiorre GROMIS DI TRANA (2015). “Disclosure on Related Party Transactions: Evidence from Italian Listed Companies”. *Accounting, Economics and Law: A Convivium*, vol. 6, No. 2. Berlin.
- BIANCHI, Marcello, Angel CIAVARELLA, Luca ENRIQUES, Valerio NOVEMBRE & Rossella SIGNORETTI (2014). “Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy. An empirical analysis”. *Consob Working Papers*, No. 75. Milano.
- BIANCHI, Marcello & Mateja MILIC (2021): “Article 9 C: Transparency and Approval of Related Party Transactions”, in Hanne S. BIRKMOSE & Konstantinos SERGAKIS (eds.). *The Shareholder Rights Directive II. A Commentary*. Cheltenham: Elgar Publishing.
- BRAHMA, Kaushiki (2023). “Legal transplantation and related party transactions in emerging markets”. *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 20. London.
- BUCHUK, David, Borja LARRAÍN, Francisco MUÑOZ & Francisco URZÚA (2014). “The Internal Capital Markets of Business Groups: Evidence from Intra-Group Loans”. *Journal of Financial Economics*, vol. 112, No. 2. Amsterdam.
- CONAC, Pierre-Henri, Luca ENRIQUES & Martin GELTER (2007). “Constraining Dominant Shareholder’s Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany and Italy”. *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, No. 4. Berlin.
- DAVIES, Paul (2022). “Related Party Transactions on the London Stock Exchange: What Works and What Does Not?”. *Business Law Review*, No. 43. Alphen aan den Rijn.

- DAVIES, Paul, Susan EMMENEGGER, Guido FERRARINI, Klaus J. HOPT, Adam OPALSKI, Alain PIETRANCOSTA, Andrés RECALDE, Markus ROTH, Michael C. SCHOUTEN, Rolf R. SKOG, Martin WINNER & Eddy O. WYMEERSCH (2020). "Implementation of the SRD II Provisions on Related Party Transactions". *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*, No. 543, vol. 2020.
- ENRIQUES, Luca (2015). "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)". *European Business Organization Law Review*, No. 16. Cham.
- ENRIQUES, Luca & Sergio GILOTTA (2023): "The Case Against a Special Regime for Intragroup Transactions". *European Business Organization Law Review*, No. 24. Cham.
- EYZAGUIRRE COURT, Cristián e Ignacio VALENZUELA NIETO (2015). "Las operaciones con partes relacionadas en las sociedades anónimas abiertas". *Actualidad Jurídica*, n.º 31. Santiago.
- ENGERT, Andreas & Tim FLORSTEDT (2020). "Which related party transactions should be subject to ex ante review? Evidence from Germany". *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 20, No. 2. London.
- ESPINOSA-MÉNDEZ, Christian, Mauricio JARA-BERTÍN & Carlos MAQUIEIRA (2018). "The influence of family and pyramidal ownership on corporate diversification in Chile". *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 43. Alphen aan den Rijn.
- FERA, Pietro (2020). *Le operazioni tra parti correlate. Profili informativi e di governance*. Torino: Giappichelli Editore.
- HOPE, Ole-Kristian & Haihao LU (2020). "Economic Consequences of Corporate Governance Disclosure: Evidence from the 2006 SEC Regulation on Related-Party Transactions". *The Accounting Review*, Vol. 95, No. 4. Lakewood Ranch.
- ISLAS ROJAS, Gonzalo (2011). "Gobierno corporativo: Teoría económica, principios de la OCDE y la Ley n° 20.382", en Javier WILENMANN (ed.). *Gobiernos corporativos. Aspectos esenciales de las reformas a su regulación*. Santiago: Legal Publishing.
- ISLAS ROJAS, Gonzalo y Osvaldo LAGOS VILLARREAL (2019). "La política de habitualidad y su efecto en la regulación de las operaciones con partes relacionadas". *Revista de Derecho (Valdivia)*, vol. 32, n.º 1. Valdivia.
- ISLAS ROJAS, Gonzalo y Osvaldo LAGOS VILLARREAL (2024). "Información al mercado sobre operaciones con partes relacionadas ¿cómo aprovechar la oportunidad de regular?", en Andrea MARTÍNEZ y Osvaldo LAGOS (dirs.). *Estudios de derecho comercial. XIII Jornadas Chilenas de Derecho Comercial*. Santiago: Tirant lo Blanch.
- JOHNSON, Simon, Rafael, LA PORTA, Florencio LÓPEZ DE SILANES & Andrei SHLEIFER (2000). "Tunneling". *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2. Pittsburgh.
- LAGOS VILLARREAL, Osvaldo (2024). "La regulación de operaciones con partes relacionadas en grandes transacciones intragrupo en Chile: el derecho en los libros y el derecho en acción". *Latin American Legal Studies*, vol. 17, No. 2. Santiago.

- LEFORT, Fernando (2010). “Business Groups in Chile”, in Asli M. COLPAN, Takashi HIKINO, James R. LINCOLN (eds.). *The Oxford Handbook of Business Groups*. Oxford: Oxford University Press.
- MARCHINI, Pierre Luigi, Paolo ANDREI & Alice MEDIOLI (2019). “Related party transactions disclosure and procedures: a critical analysis in business groups”. *Corporate Governance*, Vol. 19 No. 6. Leeds.
- MANOVIL, RAFAEL (2020). “Groups of Companies: Les groups de sociétés”, in Rafael MANOVIL (ed.). *Groups of Companies. A Comparative Overview*. Cham: Springer.
- MIN, Geeyoung (2015). “The SEC and the Courts’ Cooperative Policing of Related Party Transactions”. *Columbia Business Law Review*, No. 3. New York.
- PACCES, Alessio M. (2019). “Procedural and Substantive Review of Related Party Transactions. The Case for Noncontrolling Shareholder-Dependent Directors”, in Luca ENRIQUES and Tobias TRÖGER (eds.). *The law and finance of related party transactions*. Cambridge: Cambridge University Press.
- PAZ-ARES, Cándido (2019). *¿Derecho común o derecho especial de grupos? Esa es la cuestión*. Cizur Menor: Civitas Thomson Reuters.
- PAZ-ARES, Cándido (2024). “Operaciones vinculadas y grupos de sociedades”, en Alberto EMPARANZA, José Manuel MARTÍN y Altor ZURIMENDI (dirs). *Homenaje al profesor José María de Eizaguirre*. Bilbao: Universidad del País Vasco.
- PAZ-ARES, Cándido y Martín JORDANO (2022). “Las operaciones vinculadas ordinarias”, en Aurora MARTÍNEZ y Nuria BERMEJO (coords.). *Estudios jurídicos en homenaje al profesor Ricardo Alonso Soto*. Cizur Menor: Thomson Reuters Aranzadi.
- SAONA, Paolo, Pablo SAN MARTÍN & Mauricio JARA (2018). “Group Affiliation and Ownership Concentration as Determinants of Capital Structure Decisions: Contextualizing the Facts for an Emerging Economy”. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 54. London.
- TAKSAS, Theodoros (2021). “Disclosure as a Legal Instrument against Potential Abusive Behaviour in the Case of Related Party Transactions”, in Vassilios TOUNTOPOULOS & Rüdiger VEIL (eds.). *Transparency of Stock Corporations in Europe. Rationales, Limitations and Perspectives*. Oxford: Hart.

Jurisprudencia citada

- Cascadas (2019): Corte Suprema, 2 de octubre de 2020, rol n.º 17.536-2019. Disponible en www.diarioconstitucional.cl/wp-content/uploads/2020/10/No-17.536-2019-MULTA-CASCADAS-PONCE-SUPREMA.pdf [fecha de consulta: 17 de julio de 2025].

Normas citadas

Código Penal

- Ley n.º 18046, sobre sociedades anónimas. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 22 de octubre de 1981.

- Ley n.º 21121, que modifica el Código Penal y otras normas legales para la prevención, detección y persecución de la corrupción. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 20 de noviembre de 2018.
- Ley n.º 21314, que establece nuevas exigencias de transparencia y refuerza las responsabilidades de los agentes de los mercados, regula la asesoría previsional, y otras materias que indica. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 13 de abril de 2021.

Otras

- CMF (2023). *Estándares de operaciones con partes relacionadas. Proyecto normativo*. Disponible en www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa_tramite_ver_archivo.php?id=2023071048&seq=1 [fecha de consulta: 10 de julio de 2024].
- CMF, NCG n.º 501, establece las Menciones Mínimas de las Políticas de Operaciones Habituales y Regula la Difusión Pública de las operaciones con Partes Relacionadas que Hubieren sido Realizadas. 8 de enero de 2024. Disponible en www.cmfchile.cl/normativa/n_cg_501_2024.pdf [fecha de consulta: 10 de julio de 2024].
- CMF, oficio ordinario 26.819, 26 de agosto de 2019.
- CMF, resolución exenta n.º 223, 2 de septiembre de 2014.

SIGLAS Y ABREVIATURAS

ANID	Agencia Nacional de Investigación y Desarrollo
art.	artículo
Av.	avenida
BRICS	Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica
CLP	pesos chilenos
CMF	Comisión para el Mercado Financiero
CONSOB	Comisión Italiana de Bolsa y Valores
coords.	coordinadoras
dirs.	directores
ed.	editor
eds.	editores
FONDECYT	Fondo Nacional de Desarrollo Científico y Tecnológico
I&D	investigación y desarrollo
IFRS	International Financial Reporting Standard
inc.	inciso
IPSA	Índice de Precios Selectivo de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago

LAM	Ley de Agentes de Mercado
LSA	Ley n.º 18046 de Sociedades Anónimas
n.º	número
No.	number
NCG	norma de carácter general
NIC	Norma Internacional Contable
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
<i>Op. cit.</i>	<i>opus citatum</i>
OPR	operaciones con partes relacionadas
p.	página
Ph.D.	Philosophiæ Doctor
pp.	páginas
S.A.	sociedad anónima
SEC	Securities and Exchange Commission North American
SpA	sociedad por acciones
SRD II	Shareholder Rights Directive II
UF	unidad de fomento
vol.	volumen
www	World Wide Web