

ARTÍCULOS DE INVESTIGACIÓN

La suscripción por la sociedad anónima de la obligación de no disolverse

The subscription by the corporation of the covenant not to dissolve

Catalina Rodríguez Espinosa 

Universidad de los Andes, Chile

Pablo Manterola Domínguez 

Universidad de los Andes, Chile

RESUMEN

Este artículo tiene como objetivo examinar la validez y efectos del compromiso de una sociedad de no disolverse, un resguardo o *covenant* común en contratos de financiamiento y acuerdos de reorganización concursal. Utilizando el método dogmático, nos centramos en determinar si una sociedad, a través de su directorio, puede asumir válidamente dicha obligación negativa, considerando que la disolución es una prerrogativa reservada a la junta de accionistas según la legislación chilena. Sostenemos que esta cláusula es válida y vinculante, ya que no elimina la facultad de los accionistas para disolver la sociedad, sino que establece una obligación contractual de no ejercerla, sujeta a los remedios legales correspondientes. En caso de incumplimiento, el acreedor puede exigir una indemnización, la resolución del contrato o incluso medidas correctivas, como la reactivación de la sociedad, siempre que sea factible y razonable.

PALABRAS CLAVE

Sociedad anónima • financiamiento • disolución • obligación de no hacer.

ABSTRACT

The goal of this paper is to examine the validity and legal consequences of a corporation's commitment not to dissolve, a covenant commonly found in corporate financing and restructuring agreements. Using dogmatic methodology, the analysis focuses on whether a corporation, through its board of directors, can validly assume such an obligation, given that corporate dissolution is a prerogative reserved to the shareholders' meeting under Chilean corporate law. We argue that the covenant is valid and binding, as it does not eliminate the shareholders' power to dissolve the company but rather estab-

lishes a contractual obligation not to exercise it, subject to legal remedies. In case of breach, the creditor may seek compensation, contract termination, or even corrective measures, such as corporate reactivation, provided that it is feasible and reasonable.

KEYWORDS

Corporation • financing • dissolution • covenant.

I. INTRODUCCIÓN

Considérese la siguiente situación. Una empresa deudora sometida a un procedimiento concursal de reorganización presenta a sus acreedores una propuesta de acuerdo entre cuyas cláusulas, bajo el título «Obligaciones de hacer y de no hacer», se incluye la siguiente: «Desde la aprobación del acuerdo y mientras se mantenga en vigencia, la empresa deudora se obliga a realizar o hacer que se realice todo lo necesario para preservar y mantener en pleno vigor y efecto su existencia societaria, y consiguientemente se obliga a realizar o hacer que se realice todo lo necesario para no disolverse ni incurrir en causas legales de disolución»¹. Una cláusula como esta es frecuente tanto en acuerdos de reorganización como en muchos contratos de financiamiento².

Que la propia sociedad, actuando a través de su directorio, pueda adoptar esta cláusula de resguardo financiero despierta dudas. A simple vista, se atentaría contra las competencias de la junta y, en último término, contra los derechos de los accionistas en una materia que, de acuerdo con un texto legal expreso, es privativa del órgano superior de la sociedad anónima³. En efecto, el artículo 57 número 1 de la Ley 18046 de Sociedades Anónimas (LSA) indica que es materia de junta extraordinaria la disolución de la

¹ Hemos tomado como ejemplo la cláusula incluida en la propuesta de reorganización de la empresa Enjoy S.A. (p. 56), disponible en la carpeta electrónica correspondiente a la causa rol C-1590-2024, seguida ante el 8.º Juzgado Civil de Santiago. Modificamos su redacción para aislar los aspectos pertinentes a este estudio.

² Los contratos financieros suelen estipular las consecuencias del incumplimiento, típicamente designado como un *event of default*; sin embargo, hasta donde hemos podido revisar, esas consecuencias no están precisamente asociadas al incumplimiento del *covenant* de no disolverse, sino a la generalidad de los *events of default*. Para los contratos de emisión de títulos de deuda de largo plazo, véase el estudio de ARAYA *et al.* (2002), p. 27.

³ En la causa indicada en la nota 1, a la propuesta se acompañó una serie de autorizaciones corporativas, emitidas tanto por las juntas de accionistas como por los directorios de la empresa deudora y de sus filiales; sin embargo —y salvo inadvertencia nuestra—, ninguna se refería a la posibilidad de la disolución. La posibilidad de que la junta de accionistas refrende el compromiso de no disolución, lo que no parece frecuente, se aborda en el desarrollo del trabajo.

sociedad, mientras que el artículo 103 número 3 enumera entre las causales de disolución el acuerdo de la junta extraordinaria. Pero, por otra parte, es natural y muy frecuente que los acreedores condicionen el financiamiento o refinanciamiento de la empresa a ciertos comportamientos del deudor⁴ y, supuesta la necesidad del crédito, al asumir este compromiso el directorio está persiguiendo el interés social en una materia que —como la obtención de financiamiento— cae en principio bajo sus competencias de administración. De ello puede depender su solvencia.

En este artículo buscamos indagar si este *covenant* o compromiso de no disolverse es válido y, en caso afirmativo, los remedios a su incumplimiento. Nuestra hipótesis es que la cláusula es válida, de forma que un acuerdo de disolución adoptado por la junta extraordinaria de accionistas, sin perder su eficacia corporativa, constituiría un incumplimiento contractual que dará lugar a los remedios previstos para las obligaciones de no hacer. En particular, el acreedor podrá exigir, además de la indemnización de perjuicios y alternativamente a la resolución del contrato, que el deudor deshaga el incumplimiento, siempre que ello sea jurídicamente posible y necesario para su satisfacción.

En este artículo nos centramos en la sociedad anónima. Es verdad que los problemas entre propiedad, administración y acreedores de la empresa se presentan en todos los tipos sociales. No obstante, la distribución de poder dentro de la sociedad anónima —en particular entre accionistas y directores— tiene un valor imperativo y su regulación sirve de paradigma de la separación de competencias entre propiedad y administración sociales. Indudablemente, los hallazgos de este trabajo podrían extrapolarse a otros tipos sociales (en especial a la sociedad por acciones administrada por un directorio *ex* artículo 424 inciso segundo del Código de Comercio), pero analizarlo excede de sus propósitos.

Aunque hemos planteado el ejemplo anterior en el contexto de una reorganización concursal, no nos limitaremos a esta hipótesis. El objeto del trabajo es el *covenant* de no disolverse con carácter general, y de ahí que se aborde el modo en que el derecho común debiera aplicarse a esta figura. Sin embargo, haremos algunas referencias a la legislación sobre insolvencia por el particular interés que reviste esta cláusula para la reorganización concursal, cuyo objetivo preciso es que la empresa deudora no interrumpa su actividad. Dispensaremos atención también a los resguardos incorporados en contratos de emisión de títulos de deuda de largo plazo que son ob-

⁴ Sobre la función económica de estas cláusulas, WHITEHEAD (2018), pp. 474-476.

jeto de oferta pública, respecto de los cuales el artículo III de la Ley 18045 de Mercado de Valores (LMV) ofrece una regulación bien particular.

Dividimos el estudio del siguiente modo. En primer lugar, describimos el interés que tiene el acreedor de un contrato de financiamiento en la vigencia de la sociedad deudora, y calificamos el correspondiente *covenant* de no disolverse como una obligación negativa. En segundo lugar, problematizamos el contenido de la cláusula en el contexto de la distribución de poder entre la junta de accionistas y el directorio de la sociedad anónima, comparando la intervención del órgano de administración en materia de disolución con su decisión de enajenar un inmueble sin autorización de la junta. En tercer lugar, justificamos la procedencia y el alcance del remedio de la corrección de incumplimiento, característico de las obligaciones de no hacer en el artículo 1555 del Código Civil, mediante un acuerdo de reactivación. En cuarto lugar, analizamos el régimen de los *covenants* incorporados en contratos de emisión de títulos de deuda de largo plazo, cuya regulación en el artículo III de la LMV ofrece un sistema excepcional, inverso al que proponemos en los apartados anteriores y que responde a la especial necesidad de proteger la fe pública en el mercado de valores. Finalizamos el trabajo con las conclusiones.

II. CONFIGURACIÓN DEL *COVENANT* DE NO DISOLVERSE LA SOCIEDAD DEUDORA

¿Por qué querría un acreedor financiero obligar a la sociedad a no disolverse? Comprender el interés del acreedor en la vigencia de la sociedad es el primer paso para determinar el auténtico alcance de su contenido y la calificación jurídica de este resguardo.

1. *El interés de un acreedor financiero en la vigencia de la sociedad*

El otorgamiento de un crédito a una empresa trae aparejado un riesgo financiero para el prestamista, pues la capacidad de la prestataria para restituirlo cuando se haga exigible es algo siempre incierto. Esto se vuelve especialmente crítico cuando el préstamo no está caucionado con garantías reales o con la responsabilidad de personas distintas del deudor, o bien cuando estas garantías no parecen suficientes. Tradicionalmente se ha concedido atención al interés del acreedor en que el deudor conserve en su patrimonio activos suficientes con que saldar su deuda, y de ahí el desarrollo, por ejemplo, de las acciones revocatorias. Pero, aparte del interés en el acervo de activos del deudor (en el patrimonio en estado estacionario), el acreedor tiene también interés en que el deudor genere ingresos suficientes

para cubrir la deuda. El derecho común no ha desarrollado ninguna forma de tutela del aspecto dinámico del patrimonio del deudor, y tiene sentido, porque el ciudadano común no organiza su patrimonio como una unidad productiva de bienes y servicios: esto corresponde más bien a la empresa. (En todo caso, incluso el ciudadano común suele acreditar su solvencia no con sus activos sino con sus liquidaciones de sueldo: no con acervos sino con flujos).

La práctica mercantil, amparada en la autonomía de la voluntad, ha incorporado en los contratos de financiamiento cláusulas de resguardo financiero, también conocidas como resguardos o *covenants*, por los que se pactan restricciones positivas y negativas a la actividad del deudor con miras a conservar ese aspecto dinámico de su patrimonio. «En virtud de un *covenant* el deudor asume determinadas obligaciones, distintas de la de pago, que le otorgan al acreedor cierto poder de restricción sobre los negocios del deudor»⁵. Más en concreto, la empresa —nos interesa aquí la constituida como sociedad anónima— se obliga a hacer o no hacer algo en relación con el desarrollo de su giro. Por ejemplo, se obliga a no emitir deuda adicional, a no disponer de ciertos activos considerados esenciales para su negocio, a observar ciertos indicadores financieros que demuestren la salud de su patrimonio; con frecuencia, las correspondientes decisiones se sujetan a la autorización del acreedor financiero. Como se puede observar, existen *covenants* de diversa índole cuyo fin común es modelar el comportamiento del deudor mientras se encuentre pendiente el pago de la deuda⁶. De este modo, «el acreedor monitoreará el uso que el deudor le dará a los recursos entregados para el desarrollo del negocio para el cual fueron entregados o la ejecución del giro social con la expectativa de obtener mayores y más estables flujos, de manera de asegurar el pago de la suma principal, reajustes e intereses»⁷.

Ya hemos advertido que, entre los comportamientos contemplados en estas cláusulas de resguardo, uno frecuente es el de no disolver la sociedad. Desde el punto de vista del acreedor, es elemental mantener la continuidad del negocio del deudor. Esto resulta obvio cuando el compromiso de no disolverse está contemplado en un acuerdo de reorganización judicial, porque el preciso objetivo de estos contratos es reestructurar el activo y el pasivo de la empresa a efectos de evitar la liquidación concursal —que obligará al acreedor a pagarse con los activos en su valor de liquidación—. Pero de alguna otra forma es también cierto para los *covenants* suscritos en

⁵ BANFI DEL RÍO (2009), p. 182.

⁶ Una taxonomía de los *covenants* puede revisarse en ARAYA *et al.* (2002), pp. 10-15.

⁷ ACCHIARDO OLIVOS y KUBICK ORREGO (2021), p. 273.

otros contratos de financiamiento. Aunque en una eventual liquidación societaria habrá que desinteresar primero al acreedor social mientras que al accionista corresponderá solo el eventual residuo, de todas formas el acreedor tiene un interés en que su deudor no ponga fin a su actividad económica, por una doble razón.

La primera se relaciona con el hecho de que la solvencia del deudor y, con ella, las expectativas de pago del acreedor, se sustentan no solo en los activos del deudor sino —y quizás principalmente— en sus flujos. Al comprometerse a conservar su vigencia, la sociedad asegura al acreedor que seguirá operando y generando ingresos; por lo menos, se asegura de que habrá unos administradores sociales cuyo cometido es este, y que responderán de ello frente a accionistas y terceros (artículo 133 de la LSA). Los acreedores tienen la expectativa de que el negocio continúe mientras no se satisfaga su crédito, para que no se vea comprometida la capacidad de pago del deudor, dado que una eventual disolución de la sociedad podría traer como correlato la dificultad de recuperar el préstamo al detenerse la creación de flujos.

La segunda razón que explica el interés del acreedor en que la sociedad deudora no se disuelva se relaciona con la existencia de activos con valor específico. El valor específico es un término económico que designa la diferencia entre el valor que tiene un conjunto de activos cuando es organizado por el empresario y aplicado a la explotación de un negocio, y el valor de liquidación de esos mismos activos⁸. Una sofisticada máquina diseñada a medida para cierto uso industrial puede tener un alto valor como pieza clave de la empresa en marcha (*going concern*), pero —como no sirve para nada más— es posible que su segundo mejor uso alternativo sea el de venderse como chatarra; se dice entonces que tiene un alto valor específico. Pues bien, por la disolución se da comienzo a un proceso de desafectación del patrimonio social al fin común, de modo que sean desinteresados los acreedores y, al cabo, sus bienes —en especie o, más frecuentemente, en valor— regresen al patrimonio individual de cada socio⁹. A no ser que los liquidadores sociales logren realizar los activos como una unidad económica, la disolución compromete el valor de la empresa en marcha de forma que un activo cuyo valor era suficiente para cubrir el pasivo mientras la sociedad se mantuvo en operaciones, puede resultar insuficiente si ha de realizarse a valores de liquidación. Si además se considera que mientras más tiempo está detenida la empresa mayor es el deterioro del valor de sus

⁸ WILLIAMSON (1985), pp. 52-56.

⁹ CABALLERO GERMAIN (2018), p. 395.

activos (el llamado *deadwill*)¹⁰, el acaecimiento inesperado de una causal de disolución puede ser bien adverso para los acreedores.

Como se puede apreciar, es posible que los activos liquidados tras la disolución no sean suficientes para cubrir la totalidad de deudas contraídas por la sociedad. El acreedor sufrirá un perjuicio si, resultando insuficiente el activo en sede de liquidación societaria, no obtiene la íntegra satisfacción de su crédito. Se podría argumentar que de ese perjuicio un acreedor sofisticado —como lo es un proveedor de financiamiento— solo podría culparse a sí mismo: debió evaluar mejor la solvencia de su deudor y tomar en consideración la posibilidad de que llegara a disolverse. Sucede, sin embargo, que en la evaluación de la solvencia bien pudieron tener más peso los flujos de un negocio en marcha que el acervo de activos del deudor (eso es precisamente una empresa), y que precisamente el acreedor se ha cubierto contra la posibilidad de que esos flujos se interrumpan al pactar el *covenant* de no disolverse la sociedad.

En el contexto de insolvencia actual o potencial que es esperable encontrar cuando se ha adoptado un acuerdo de reorganización judicial, la diversidad de intereses de acreedores y accionistas da lugar además a un riesgo moral (*moral hazard*). Al aprobar el acuerdo, los acreedores manifiestan que las perspectivas de pagarse con cargo a flujos son mejores que con cargo a la liquidación de activos: han revelado su preferencia de que la sociedad continúe en marcha. En cambio, por el acuerdo las perspectivas de ingreso para los accionistas se han diferido al pago íntegro del pasivo (en virtud de la prohibición de repartos del artículo 67 de la Ley 20720 de Ley de Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas)¹¹. Paradójicamente, su interés en continuar con la explotación del giro podría a veces ser menor que el que tienen los acreedores. Se preguntará entonces para qué acudieron a la reorganización. A esto puede responderse que, aunque los accionistas puedan no tener tanto interés en la reorganización, sí lo tienen los administradores sociales, y es el directorio —no la junta— el órgano competente para decidir que la sociedad se someta al concurso de reorganización (aunque, naturalmente, la junta siempre puede remover a los directores)¹². Así pues, el pacto de no disolverse la sociedad se demues-

¹⁰ Fenómeno similar al que se observa cuando la paralización de actividades obedece a insolvencia: PUGA VIAL (2016), pp. 50-51.

¹¹ Se trataría de un conflicto de interés por subinversión, en la clasificación de problemas de agencia que recogen ARAYA *et al.* (2002), p. 5 con sus referencias.

¹² Esta es la opinión que nos parece más probable, puesto que la reorganización del patrimonio social constituye una decisión de administración que, salvo estipulación estatutaria, no está reservada a la junta de accionistas (artículo 40 de la LSA). De acuerdo

tra como una cláusula útil tanto en la concesión como en la reestructuración del crédito.

2. ¿Interés en que la sociedad no se disuelva o interés en que no se liquide?

Lo señalado en la sección anterior hace posible afirmar que, en estricto rigor, el acreedor no tiene un interés en que la sociedad no se disuelva, sino en que no se produzca la consecuencia de la disolución, esto es, en que no se liquide la empresa. Como causa y efecto parecen indisolublemente unidos (una sociedad disuelta está en liquidación), se puede simplificar un poco las cosas diciendo que el acreedor tiene un interés en que la sociedad no se disuelva, como hicimos en la sección anterior. Pero es una simplificación, y notarlo será relevante para el objeto de este estudio.

Es claro que la disolución es algo más que el hecho con que se abre la liquidación societaria, pero no es pacífico cuál es el significado ulterior de este fenómeno. Usualmente se describe la disolución como la modificación o novación del objeto social, que pasa de la explotación del giro de la empresa a la liquidación de su activo¹³. Alfaro Águila-Real, en cambio, la presenta como la terminación del contrato social, al modo como sucede con los contratos de larga duración: por la disolución se pone fin a los lazos que el contrato social tiende entre los accionistas¹⁴.

En cualquier caso, parece que la disolución consiste en una vicisitud del contrato social. Si esto es así, la disolución propiamente dicha no debería interesar a los acreedores, porque el mismo contrato de sociedad les resulta extraño: solo les interesa el destino del patrimonio que constituye su prenda general. Al acreedor le traería sin cuidado la disolución si no fuera porque da lugar a la liquidación del patrimonio (o a su confusión con otro patrimonio, como sucede con las causales de fusión y de reunión de todas las acciones en una sola mano: artículos 99 incisos segundo y tercero y 103 número 2 de la LSA). Esto resultará de relevancia cuando tratemos de los remedios al incumplimiento del *covenant*, en la sección 2 del apartado IV.

con Puga Vial, la decisión compete incluso al gerente general, que goza de facultades para transigir y aprobar convenios: PUGA VIAL (2014), p. 193. Para el argumento, nos basta con admitir que la facultad no corresponde a la junta de accionistas.

¹³ En Chile, CABALLERO GERMAIN (2021), p. 64; PUELMA ACCORSI (2006), p. 703; PUGA VIAL (2025), pp. 1362-1363; en España, BELTRÁN SÁNCHEZ (1997), pp. 25-26, que admite que el concepto tiene «perfiles poco precisos».

¹⁴ ALFARO ÁGUILA-REAL (2021a), pp. 102-105. A favor de esta propuesta, MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2024), pp. 133-135.

3. La calificación del covenant como obligación negativa

Para sortear la objeción a la validez del compromiso de no disolverse, adelantada en la introducción de este artículo, un camino fácil sería calificar la cláusula como una obligación de garantía, enunciándola ya como una *warranty* similar a las que son usuales en contratos de compraventa de empresas, ya como una promesa de hecho ajeno (artículo 1450 del Código Civil). Este último expediente parece hartamente frecuente en la práctica.

Las obligaciones de garantía se caracterizan porque en ellas el deudor no se obliga a desarrollar la actividad necesaria para que el estado de cosas descrito en el contrato se verifique en la realidad, en cuyo caso el contenido de la prestación sería un comportamiento (positivo u omisivo, en su caso), sino a responder frente al acreedor si ese estado de cosas no se verifica. En la obligación de garantía el contenido de la prestación no es una conducta (*facere o non facere*), sino la sujeción a una responsabilidad (*praestare*)¹⁵; si se prefiere, la obligación de garantía no compromete una prestación actual, sino la efectividad de la descripción de un estado de cosas¹⁶. Para el deudor podría ser estrictamente imposible materializar el estado de cosas previsto en el contrato por hallarse fuera del ámbito de sus posibilidades, aun de sus «mejores esfuerzos»; sin embargo, siempre puede describir ese estado de cosas y comprometerse a responder frente al acreedor de su materialización —esto es, dejarle indemne, monetariamente o de cualquier otra forma, si no se materializa—. Y lo que sería nulo como obligación de hacer o no hacer (por imposibilidad del objeto: artículo 1461 inciso tercero del Código Civil), sería válido como obligación de responder (en ese sentido amplio), pues siempre es posible indemnizar.

Resulta tentador calificar el resguardo de no disolverse como una obligación de garantía¹⁷. La sociedad, actuando a través del directorio, podría justificar la cláusula en que esta no le obliga a no disolverse (cosa que solo a los accionistas tocaría decidir), sino a responder frente a los acreedores financieros en caso de disolución. O, lo que es lo mismo, podría justificarla en que no se está comprometiendo a conservar su vigencia como un hecho propio, sino solo como un hecho ajeno (de los accionistas reunidos en junta).

¹⁵ NEME VILLARREAL (2018), pp. 20-24. Véase también ZIMMERMANN (1996), p. 6.

¹⁶ BARROS BOURIE Y ROJAS COVARRUBIAS (2011), pp. 387-388.

¹⁷ Contra la calificación de los *covenants* como garantías en el sentido tradicional que tiene este término en el derecho civil (ya sea garantías reales o personales), ACCIARDO OLIVOS Y KUBICK ORREGO (2021), pp. 276-277.

Pero esta calificación de la cláusula es equivocada. Ante todo, notemos que la sociedad que se compromete a no disolverse —cualquiera sea el órgano de que se valga para hacerlo— se obliga a un hecho propio, al menos por lo que respecta a la disolución por acuerdo de la junta de accionistas. En efecto, cuando el directorio concurre al otorgamiento del contrato financiero que contiene la cláusula, es la sociedad la que actúa; y lo mismo cuando la junta de accionistas, legalmente citada y constituida, adopta el acuerdo de disolución. De esta forma, el recurso a la promesa del hecho ajeno no es correcto, porque el hecho comprometido no es ajeno.

No puede sostenerse que puedan obligarse los órganos y no la sociedad misma. La sociedad constituye una persona jurídica distinta de sus socios, pero no puede considerarse separada de los órganos que la integran: es precisamente a través de estos que la sociedad actúa en el tráfico. De ahí que los actos o contratos celebrados por el directorio sean vinculantes para la sociedad toda, pues «la voluntad que se genera en el directorio como órgano colectivo y permanente, cumpliendo los requisitos de cuórum y mayoría, vale como voluntad externa de la sociedad, en tanto persona jurídica, siempre que tal voluntad se manifieste dentro del ámbito de su competencia»¹⁸.

Agreguemos —y esto es lo más relevante— que la calificación del *covenant* como obligación de garantía no cuadra con su propósito dentro del contrato financiero. Si, como se afirmó en las secciones anteriores, el propósito de esta cláusula es viabilizar el pago del crédito concedido (o reestructurado), de poco le serviría al acreedor financiero que, detenida la empresa a causa de la disolución sobrevenida y reducido su valor al de liquidación de sus activos, se sumara al crédito principal un complemento indemnizatorio por la responsabilidad derivada de que no se haya verificado el estado de cosas descrito en el contrato: el deudor no pagará ni el crédito ni la indemnización. El acreedor financiero tiene un específico interés en que la sociedad conserve su vigencia, y no simplemente un interés en quedar indemne en caso de disolverse: si acaece la disolución, será demasiado tarde para una indemnización. Ciertamente, al acreedor le importa que la empresa continúe en marcha solo porque esto incrementa la probabilidad de pagarse su crédito; pero el que no tenga un interés autónomo en la vigencia de la sociedad, no quiere decir que no tenga un interés específico en ella.

En consecuencia, el *covenant* de no disolverse la sociedad constituye una auténtica obligación negativa, es decir, una obligación en que la prestación consiste en una abstención.

¹⁸ SANDOVAL LÓPEZ (2015), p. 556.

III. VALIDEZ DEL *COVENANT* DE NO DISOLVERSE LA SOCIEDAD DEUDORA

Para afirmar la validez del *covenant* de no disolverse la sociedad podrían ensayarse algunas aproximaciones guiadas por el sentido común, aunque no del todo concluyentes. Así, podría decirse que los resguardos son habituales en contratos de financiamiento y que considerarlos nulos tendría un impacto negativo en el acceso al crédito. Podría agregarse que, dada la accesoriedad del *covenant* al financiamiento, su invalidez plantearía el difícil problema de la nulidad parcial del contrato. No hay duda de que las acciones de responsabilidad contra los directores parecerán siempre un remedio menos invasivo. Se dirá, en fin, que los cuestionamientos teóricos deben ceder a las necesidades de la práctica.

Estos argumentos de conveniencia nos parecen atendibles como tales. Desde luego, una teoría que conduce a resultados insatisfactorios para las necesidades razonables del tráfico es, con toda probabilidad, una mala teoría (al menos en el derecho privado). Pero la dogmática no se satisface con una apelación al sentido común, que solo puede proporcionar una orientación general. Solo con un argumento desarrollado a partir del material normativo podrá arribarse a una respuesta concluyente. Es lo que intentaremos en este apartado.

1. *El covenant de no disolverse ante la distribución de poder de la sociedad anónima*

Como toda persona jurídica, la sociedad anónima es una entidad ficticia que requiere de órganos para su actuación en la vida del derecho. De acuerdo con el artículo 31 de la LSA, el directorio ejerce la administración de este tipo de sociedad y tiene como función realizar los actos de dirección y gestión con todas las facultades, representando a la sociedad ante terceros y asumiendo sus miembros la responsabilidad solidaria por las infracciones a los deberes que les imponen la ley, el reglamento y los estatutos. Por su parte, la junta de accionistas se caracteriza por reunir a los accionistas para manifestar la voluntad de la sociedad en aquellas materias que son de su competencia, por indicarlo así la LSA o los estatutos sociales, o bien —con un carácter residual— por no corresponder a materias de administración cuya decisión corresponda al directorio¹⁹.

¹⁹ Con el solo límite del interés social que plantea el artículo 56 número 4 de la LSA: DÍAZ VILLALOBOS y MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2020), pp. 237-239. Sobre la distribución de facultades entre directorio y junta, véase las observaciones de ORELLANA GUEDENEY (2024), pp. 99-100.

Estos dos órganos son fundamentales para la formación de la voluntad de la persona jurídica societaria. Al directorio le corresponde declarar la voluntad social en materias de administración, mientras que a la junta de accionistas le corresponde adoptar las decisiones tanto en el ámbito de la rendición de cuentas del directorio como en aquellas materias que suponen una modificación del perfil patrimonial de la inversión²⁰. Como se indicó en la introducción, entre las decisiones que la ley atribuye a la junta extraordinaria está la disolución anticipada de la sociedad, con la aprobación de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto (artículos 57 número 1 y 67 de la LSA). Dada esta distribución, es posible discutir la validez de un *covenant* acerca de la vigencia de la sociedad, cuando quien suscribió el contrato financiero en representación orgánica de la sociedad ha sido el directorio, disponiendo así de una materia para cuya decisión la ley llama a la junta extraordinaria de accionistas.

A favor de una respuesta contraria a la validez del acto podría argumentarse que, si bien la LSA le atribuye la representación de la sociedad al directorio y lo dota de todas las facultades de administración y disposición, su artículo 40 excluye claramente las materias que según la ley o los estatutos sean privativas de la junta de accionistas. En estos casos la voluntad de la sociedad —por excepción— radicaría en la junta y no en el directorio²¹. Debido a esto, el directorio que suscribiera un compromiso de no disolverse la sociedad estaría disponiendo tanto de las facultades de la junta como del voto de los accionistas individualmente considerados, y entonces podría pensarse que dicho resguardo no produciría efectos o al menos estaría expuesto a alguna forma de ineficacia.

Sin embargo, estimamos que esta cláusula es plenamente válida. En primer lugar, pactar con acreedores condiciones de estabilidad —como lo es en este caso la no disolución anticipada— constituye un acto de administración ordinaria y gestión de negocios (artículos 31 y 40 de la LSA) destinado a garantizar el crédito u obtener mejores condiciones contractuales. Esto responde a una necesidad económica del quehacer empresarial y va en línea con el deber fiduciario del directorio de velar por el interés social²². En la práctica este tipo de cláusulas resultan análogas a otras restricciones habituales que se acuerdan en contratos financieros (por ejemplo, prohibición de enajenar activos esenciales o emitir nueva deuda), que sería excesivo someter a la deliberación de la junta de accionistas. Así, este

²⁰ En términos semejantes, LAGOS VILLARREAL (2017), p. 504.

²¹ Así lo sostiene LAGOS VILLARREAL (2017), p. 505.

²² Máxime si se lo considera en clave de sostenibilidad financiera: VÁSQUEZ PALMA (2022), pp. 233-234.

compromiso asumido para con los acreedores opera como una autolimitación del directorio (*rectius*, de la sociedad deudora) en no proponer o impulsar la disolución, pero en ningún caso implica una limitación interna de las facultades de la junta, la cual sigue teniendo la última palabra en la disolución, como se indicará enseguida.

El interés social concebido, entonces, como la búsqueda de la estabilidad y fortalecimiento de la sociedad —en su conjunto, distinto de los accionistas individualmente considerados— habilita a los administradores a adoptar decisiones necesarias para la adecuada gestión de los negocios sociales y a abstenerse de realizar actos que puedan menoscabar o perjudicar a la misma. Así, el interés social exige que el directorio adopte decisiones orientadas a garantizar la continuidad y solidez de la empresa. En este marco, el *covenant* de no disolver la sociedad constituye una medida plenamente coherente con dicho interés, en tanto asegura el financiamiento de la empresa, preserva su valor en el mercado y refuerza su capacidad de producir beneficios a largo plazo.

Finalmente, la razón de fondo para sostener su validez consiste en que el *covenant* no importa, técnicamente, una disposición de la facultad de disolver anticipadamente la sociedad, sino más bien el compromiso de no ejercerla. Cuando el directorio, a nombre de la sociedad, pacta esta obligación accesoria al contrato de financiamiento, la junta de accionistas —y, con ella, la propia sociedad— no se priva de la facultad que el legislador le atribuye. ¿Cómo es esto? Sucede de forma análoga a lo que ocurre con la obligación de no enajenar un bien, en virtud de la cual su dueño no pierde la facultad de transferir el bien a un tercero (por decirlo de algún modo, el pacto no tiene un efecto real), sino que se obliga a no hacerlo (tiene un efecto obligacional). Si enajena el bien en infracción al contrato, la tradición no deja por eso de ser plenamente eficaz y el tercero adquirente se ha hecho con su dominio²³. Cosa distinta es que se haya producido un incumplimiento contractual, que dará lugar a los remedios propios de las obligaciones negativas o, en su caso, a la resolución por incumplimiento del acuerdo adoptado en el contexto de un procedimiento de reorgani-

²³ Un argumento similar al que aquí se expone en MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2020), pp. 187-188. Allí se distingue entre la privación de la facultad de votar que se asocia a la acción —facultad que puede ser descrita como un derecho y, entonces, como una cosa corporal susceptible de un *dare*— y el comportamiento de un accionista de abstenerse de votar—que consiste en una omisión, *non facere*—. Aquí se distingue entre la privación de la facultad de disolverse y la obligación de no disolverse, pero el razonamiento es análogo. La comparación con las obligaciones de no enajenar ha sido planteada antes por GALLEGOS ZÚÑIGA (2013), pp. 39-41.

zación concursal²⁴. Desde luego, quienes en último término deberán soportar el impacto económico de estas consecuencias serán los accionistas, punto sobre el que volvemos enseguida.

Respecto de la reorganización concursal, mediante el acuerdo la empresa deudora puede reestructurar sus activos y pasivos y así conservar el negocio «evitando o clausurando un procedimiento concursal de liquidación»²⁵, lo que explica la frecuencia con que se incorpora la cláusula de no disolver la sociedad entre sus estipulaciones. En principio, no fueron los accionistas quienes negociaron con los acreedores los términos del acuerdo sino los administradores sociales²⁶, y por eso puede darse el caso de que la junta de accionistas acuerde la disolución anticipada de la sociedad. Nos encontraríamos ante una transgresión de los términos del acuerdo²⁷, frente a la cual el artículo 98 de la LRLEP establece que «*podrá declararse incumplido a solicitud de cualquiera de los acreedores a los que les afecte por inobservancia de sus estipulaciones*», y dar lugar a la resolución y a la ejecución de las garantías contempladas en él. No por incumplirse ha quedado en entredicho el carácter vinculante de la cláusula; por el contrario, su fuerza se manifiesta en las graves consecuencias que de ello se siguen: la liquidación concursal refleja de la sociedad dispuesta en el artículo 100. Esta decisión de la junta no afectaría la validez del vínculo jurídico existente entre la sociedad y el acreedor. Sin embargo, nuevamente los accionistas deberán soportar las consecuencias.

Se podría contrargumentar que, para respetar de verdad la distribución legal de poderes entre accionistas y directores, la junta no solo debe poder conservar la facultad de disolver la compañía, sino que además debe poder hacerlo sin que esto importe consecuencias patrimoniales negativas para ella —ni para sus titulares últimos, los accionistas—, ya se trate de los remedios al incumplimiento del derecho común, ya de la declaración de liquidación concursal refleja²⁸. Ahora bien, sigue esta objeción, la única

²⁴ Salvo que la sociedad, no obstante hallarse formalmente disuelta, materialmente siga desarrollando sus actividades. Como se advirtió en la sección 2 del apartado II, en rigor el acreedor carece de un interés en que la sociedad conserve su vigencia, sino solo en que no se liquide. Sobre la posibilidad de que una sociedad disuelta continúe sus actividades para dar cumplimiento a un acuerdo de reorganización judicial, MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2024), pp. 236-237.

²⁵ REVECO URZÚA y GONZÁLEZ MUNCHMEYER (2022), p. 354.

²⁶ En el siguiente apartado nos haremos cargo de la posibilidad de que al contrato concurren, junto con el directorio, también algunos o todos los accionistas.

²⁷ Con la salvedad advertida en nota 24.

²⁸ Como advierte FERRAN (1994), p. 358, una cuantiosa indemnización de perjuicios

forma de garantizar la indemnidad de la sociedad y de los accionistas es la declaración de nulidad del *covenant*²⁹. Pero parece que este argumento protege en exceso la posición de los accionistas. No ha de olvidarse que los acreedores sociales gozan de prioridad en el acceso a los flujos de la sociedad, mientras que los accionistas se ubican como sus acreedores residuales. El compromiso de mantener la empresa en marcha es una obligación para con el acreedor financiero, a cuya satisfacción se supedita el derecho de los accionistas a su cuota de liquidación: la sociedad debe honrar primero sus obligaciones o, al menos, responder por su incumplimiento³⁰. Y si a los accionistas no les gusta cómo los directores negociaron el financiamiento, mal elegidos los directores.

Así, el contrato financiero, con su *covenant*, obliga a la sociedad y, como la decisión de disolver la sociedad anónima implica su incumplimiento, deberá darse lugar a remedios contractuales en los términos que se expondrán en el apartado IV. Antes, debemos reforzar lo aquí indicado con una comparación entre la decisión del directorio de obligar a la sociedad a no disolverse, y la decisión de enajenar un activo importante sin autorización de la junta.

2. Comparación entre el *covenant de no disolverse* y la enajenación de activos importantes

La decisión del directorio de enajenar el 50% o más del activo de la sociedad anónima, sin contar con el previo acuerdo de la junta de accionistas, plantea con claridad la pregunta por la distribución de poder entre accionistas y directores, y por la invasión de estos en el ámbito de decisiones de aquellos. En apariencia se trata de dos situaciones similares. Sin embargo, mientras hay poderosas razones para pensar que la enajenación de activos importantes sin consentimiento de la junta es nula, sostenemos que el contrato financiero que contiene el *covenant* de no disolverse la sociedad es válido. Para mostrarlo, desarrollemos la comparación.

Al igual que la disolución anticipada, la enajenación del activo de la sociedad en los términos del artículo 67 número 9 de la LSA es materia de junta extraordinaria y requiere un idéntico cuórum para su aprobación. Esta operación tiene dos fases: la primera es la decisión interna de enajenar

puede inhibir el ejercicio de facultades estatutarias tan efectivamente como una prohibición judicial de hacerlo.

²⁹ Como veremos, esta es la solución prevista en el artículo III inciso final de la LMV, por las razones que analizaremos en el apartado V.

³⁰ Sobre el interés social y el de los acreedores en el contexto concursal, véase el reciente trabajo de JEQUIER LEHUEDÉ (2025), pp. 205-208.

ese activo, que corresponde a la junta; la segunda es la materialización de la decisión en un contrato, celebrado con un tercero a través del directorio³¹. Solo cuando se obtenga válidamente el acuerdo de la junta puede tener lugar la celebración del contrato; si los administradores omiten este requisito previo, el acto de enajenación es nulo³².

A nuestro juicio, la razón no es que falte la voluntad de la sociedad³³. La voluntad de la sociedad concurre: la representación orgánica del directorio supone que sus decisiones se reputen emitidas por la propia sociedad. No cabe introducir matices, como el que esa representación orgánica exija que el directorio actúe dentro de sus competencias o del objeto social; tales matices abrirían la puerta a una doctrina *ultra vires* que repugna a la seguridad del tráfico y parece extraña a nuestro sistema. La verdadera razón de la nulidad es que el acto contraviene la distribución de poderes prevista por el legislador, que busca «evitar que los administradores de la sociedad, por medio de simples acuerdos del directorio, la priven de una parte significativa de su patrimonio»³⁴ o alteren unilateralmente «la forma

³¹ Nótese que no se trata solo de la enajenación, sino también de «*la formulación o modificación de cualquier plan de negocios que contemple la enajenación de activos*» (artículo 67 número 9 de la LSA). Aquí hay un obstáculo importante para afirmar que la enajenación de activos importantes es un acto jurídico celebrado por la sociedad directamente a través de la junta, porque la formulación o modificación de un plan de negocios, a que se refiere el mismo numeral, no es ni siquiera un acto jurídico —una declaración de voluntad de la persona jurídica societaria— sino solo parte de la deliberación interna en la toma de decisiones. Sin embargo, en ocasiones se ha hecho una lectura restrictiva (y, a nuestro juicio, errada) del artículo 67 número 9, refiriéndolo solo a enajenaciones (y no, por ejemplo, a contratos de opción): Corte de Apelaciones de Santiago, 21 de agosto de 2023, rol 15906-2022 (queja inadmisibile).

³² En realidad, la validez de enajenaciones efectuadas sin aprobación de la junta ha sido objeto de varias sentencias con soluciones distintas: nulidad absoluta (Corte de Apelaciones de Santiago, 24 de septiembre de 2018, rol 9051-2017 y 22 de diciembre de 2022, rol 12051-2019; también Superintendencia de Valores y Seguros, 6 de marzo de 2015, Oficio 4615), inoponibilidad a la sociedad (Corte Suprema, 10 de noviembre de 2011, rol 1912-2010 y 16 de junio de 2010, rol 1859-2009, casación desistida), únicamente indemnización de perjuicios (Corte de Apelaciones de Santiago, 21 de agosto de 2023, rol 15906-2022, queja inadmisibile). No es este el lugar para dilucidar el asunto, sino que nos limitaremos a seguir la opinión más segura —la enajenación es nula—, sostenida por los autores que se cita a continuación.

³³ Como piensan LAGOS VILLARREAL (2017), p. 506; y PUGA VIAL (2025), p. 1207. Si esta fuera la razón, entonces habría lugar a la clásica discusión civil entre quienes admiten la sanción de inexistencia y quienes sostienen que no hay sanción más drástica que la nulidad absoluta. Afortunadamente para el lector, no es preciso entrar en ella por las razones indicadas a continuación.

³⁴ CUNEO MACCHIAVELLO (2009), p. 232.

de la inversión que los accionistas realizan en la sociedad»³⁵. Para lograrlo, y aquí coincidimos con Lagos Villarreal, la única sanción eficaz será la nulidad absoluta, porque la enajenación del activo, como acto de disposición de bienes, tiene un cierto carácter definitivo. Así, la causal de nulidad está más cerca del acto prohibido por las leyes (artículo 1466 del Código Civil) que de la falta de voluntad³⁶.

La situación del *covenant* de no disolverse la sociedad es bien distinta. La diferencia más evidente es que aquí el directorio no realiza un acto de disposición positivo, sino que hace a la sociedad asumir un compromiso negativo; como resultado, no modifica la situación de la sociedad, sino que la conserva. Esta diferencia no nos parece definitiva, ya que impedir a los accionistas disolver a la sociedad y acceder así a la cuota de liquidación puede ser tan gravoso como privarles del activo que se enajena. Pero sí ofrece una orientación, pues el derecho mira con más recelo la modificación de una situación jurídica que su conservación.

Una segunda diferencia se refiere a la comparación entre el acto del directorio y el contenido de la competencia de la junta. En el caso de la enajenación del activo importante, el directorio adopta una decisión que constituye, precisamente, la competencia de la junta: autorizar la enajenación del activo importante. La incursión del directorio en el ámbito de facultades de la junta es explícita. No sucede lo mismo en el caso del *covenant*: mientras el directorio ha obligado a la sociedad a no disolverse (en sentido negativo y por cualquier causa), la competencia de la junta se refiere a acordar la disolución anticipada (en sentido positivo y, precisamente, por acuerdo de la junta). Son cosas más que emparentadas, pero ciertamente no idénticas. En efecto, es indudable que la junta puede acordar la disolución anticipada, pero es más dudoso que pueda acordar no disolverse en el futuro. En algunas legislaciones existe cierta desconfianza hacia lo que —tomando una imagen constitucional— podríamos denominar «cláusulas pétreas». Así, el artículo 200.1 de la Ley de Sociedades de Capital española prohíbe el establecimiento de cuórum de unanimidad, mientras que una jurisprudencia británica proscribe las cláusulas statu-

³⁵ LAGOS VILLARREAL (2017), p. 506.

³⁶ LAGOS VILLARREAL (2017), p. 508, coherente con su propuesta, piensa que la junta no puede ratificar la enajenación efectuada sin su acuerdo. Aunque el asunto requeriría mayor atención, nos parece que la aprobación extemporánea de la junta valida la enajenación, no porque tenga el valor de una confirmación del acto nulo (que no procedería ni ante la falta de voluntad ni ante el objeto ilícito) sino porque hace desaparecer el supuesto de hecho de la causal de nulidad, vale decir, la ilicitud del objeto consistente en la alteración de la distribución legal de poderes.

tarias que disponen su propia inderogabilidad³⁷. Incluso alguna sentencia del Reino Unido generaliza esta desconfianza afirmando que una sociedad no puede desprenderse de las facultades que le confiere la ley³⁸. Nosotros pensamos que no hay materiales normativos en la LSA de los que pueda inducirse una conclusión como esta (por el contrario, la ley contiene un cierto número de cuórum de unanimidad), y que, por el contrario, existen buenas razones comerciales para justificar que la sociedad, ya sea a través de la junta o del directorio, limite el ejercicio de sus facultades legales³⁹. Por eso, esta segunda diferencia tampoco nos parece decisiva.

Por el contrario, sí nos parece decisiva una tercera diferencia entre el resguardo de no disolverse y la enajenación del activo importante. Esta última decisión arrebatada a la junta la facultad de disponer del bien, con esa eficacia que sería en cierto modo definitiva si no fuera por la nulidad del acto; en cambio, cuando el directorio actúa por la sociedad obligándola a no disolverse, la junta no pierde por ello su facultad legal de decidir sobre la materia. Primero, porque no se prohíbe la disolución, sino que se supedita al previo cumplimiento del contrato y, segundo, porque en cualquier momento podrá acordar la disolución anticipada, concurriendo las mayorías legales (lo que, desde luego, importará el incumplimiento del contrato). De esta tercera diferencia se desprende que las razones que conducen a afirmar la nulidad de la enajenación del activo cuando falta la autorización de la junta (la alteración de la distribución de poderes entre propiedad y administración dispuesta por el legislador) no concurren cuando ese directorio compromete la vigencia de la sociedad. En este último caso, el compromiso del directorio carece de esa eficacia en cierto modo definitiva.

³⁷ Citada por FERRAN (1994), p. 348.

³⁸ *Russell v. Northern Bank* [1992] 1 WLR 588. En esta decisión, la House of Lords afirmó que una sociedad anónima (*company*) no puede privarse de sus facultades legales, de forma que la obligación de no emitir nuevas acciones, suscrita por los accionistas y también por la propia sociedad, es válida entre aquellos como pacto relativo al voto, pero es nula respecto de la sociedad. El alcance de la *ratio decidendi* de esta sentencia ha sido discutido por los autores, particularmente en relación con los *covenants*, pero es indudable que al menos cubre con un manto de dudas su admisibilidad: FERRAN (1994), pp. 347-352 (considera que pone en entredicho estas cláusulas); DAVENPORT (1993), pp. 555-557 y 570 (considera que su *ratio decidendi* no se extiende a ellas). Conforme con esta jurisprudencia, la junta puede sí limitarse a rechazar estas decisiones cada vez que el asunto se someta a su consideración; y pueden también los accionistas comprometerse a votar en contra de esas decisiones para el futuro, como se falló en *Russell*.

³⁹ Aquí cabría referirse al artículo III de la LMV, advirtiendo su carácter enteramente excepcional, como se argumentará en el apartado V.

Como síntesis de este apartado, puede afirmarse que el compromiso de no disolverse, aunque lo suscriba solo el directorio, es válido y su incumplimiento da lugar a los remedios previstos en el derecho común para las obligaciones negativas. La razón es que tales compromisos no privan a los accionistas de su facultad de acordar la disolución anticipada en junta, sino que les obligan solo a soportar las consecuencias de un incumplimiento contractual.

IV. REMEDIOS AL INCUMPLIMIENTO DEL *COVENANT* DE NO DISOLVERSE LA SOCIEDAD DEUDORA

Como se concluyó en el apartado anterior, la inobservancia del resguardo financiero de no disolverse dará lugar a las consecuencias previstas en las normas que rigen las obligaciones negativas, según se describirá en este apartado.

Conviene precisar, antes, que el *covenant* se entenderá transgredido con el evento de la disolución, cualquiera sea la causal del artículo 103 de la LSA que opere. En la medida en que da lugar a la liquidación societaria y, por consiguiente, a la paralización de la actividad económica de la sociedad, la disolución frustra el interés del acreedor financiero y constituye un incumplimiento contractual. A este respecto, debe notarse que aquellas causas de disolución que —de conformidad con nuestra ley— no dan lugar a la liquidación societaria, como sucede con la reunión de todas las acciones en una sola mano y con la fusión, pueden poner igualmente fin a la explotación del giro, que es, en último término, lo que justifica el *covenant* en el contrato de financiamiento; además, dan lugar a una modificación del patrimonio potencialmente lesiva para el acreedor. De este modo, estas formas de disolución deben ser igualmente calificadas como un incumplimiento contractual.

No es necesario que la causal obedezca a un hecho imputable a la sociedad o a sus accionistas⁴⁰: hay incumplimiento aunque la disolución opere por revocación administrativa de la autorización de existencia (artículo 103 número 4 de la LSA) o por sentencia dictada conforme con el artículo 105. Con mayor razón hay incumplimiento si la disolución opera por el hecho de los accionistas, como sucede con la reunión de todas las acciones

⁴⁰ «Decretar que se deshaga lo (mal) hecho es pretensión, y condena, que deriva de la propia y sola constatación del incumplimiento, haya mediado o no culpa (imputabilidad) del deudor, por lo que no existe en este caso la carga probatoria que alcanzaría al acreedor de tratarse de una acción de índole resarcitoria, como lo es para el caso de las obligaciones de hacer»: FERRER DE SAN-SEGUNDO (2001), pp. 299-300.

en una sola mano (artículo 103 número 2), aunque respecto de una transferencia de acciones la sociedad sea formalmente extraña.

El *covenant* de no disolverse constituye una obligación de no hacer, a la que resulta aplicable la disciplina del artículo 1555 del Código Civil. Este precepto describe los remedios de la corrección del incumplimiento (particular manifestación de la pretensión satisfactiva en el contexto de las obligaciones negativas) y de la indemnización de perjuicios. A ellos cabe agregar la resolución del contrato, por aplicación del más general artículo 1489 del Código Civil, en su caso, del artículo 98 de la LRLEP, y las demás consecuencias asociadas al incumplimiento que establezca el propio contrato (*events of default*). Centraremos nuestra atención en el primero de estos remedios, puesto que ni la indemnización de perjuicios ni la resolución por incumplimiento plantean particulares dificultades.

1. Posibilidad de la reactivación societaria en general

Tratándose de obligaciones de no hacer, el legislador distingue si lo hecho puede o no «deshacerse». En efecto, de acuerdo con el artículo 1555 inciso primero del Código Civil, «*toda obligación de no hacer una cosa se resuelve en la de indemnizar los perjuicios, si el deudor contraviene y no puede deshacerse lo hecho*». Ahora bien, ¿puede deshacerse la disolución de la sociedad? En el contexto de la sociedad anónima, el remedio general de la corrección del incumplimiento se traduce en la corrección del acuerdo de la junta, que no puede consistir solo en la «destrucción» o revocación del acuerdo mal adoptado (si esa fue la causal de disolución), sino también en la celebración de una nueva junta que corrija el acuerdo anterior⁴¹. Dicho de otra forma, «la acción de corrección persigue la condena de la sociedad y de los accionistas que han de concurrir con su voto, para que adopten y voten, en una nueva junta convocada al efecto, un acuerdo que revierta la decisión que se busca corregir»⁴². Habrá que examinar si la decisión de disolver la sociedad es susceptible de ser dejada sin efecto mediante un acuerdo de reactivación, y para ello es preciso, primero, referirse brevemente a la posibilidad jurídica de esta operación bajo el ordenamiento vigente, y segundo, distinguir si concurren accionistas al momento de la celebración del contrato de financiamiento.

Caballero Germain ha argumentado convincentemente que la reactivación de una sociedad de capital disuelta es admisible bajo la legislación

⁴¹ MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2023), p. 252.

⁴² MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2023), p. 266.

chilena⁴³. Lo problemático es definir sus presupuestos, acerca de lo cual no podemos ofrecer más que unas orientaciones. Dos de sus presupuestos exigen alguna atención aquí⁴⁴. El primero es el consentimiento de los accionistas. A falta de una regulación legal expresa, no es claro si debe expresarse de forma individual y directa o bien si debe canalizarse mediante un acuerdo de la junta de accionistas; y, en este último caso, cuál sea el cuórum de esta decisión. Resulta relevante aquella discusión acerca de si la disolución pone fin al contrato social o bien si solo relaja los vínculos entre los accionistas⁴⁵. En este último caso, se justificaría la necesidad de que fuera la junta la llamada a pronunciarse acerca de la disolución mediante un acuerdo sujeto a la regla de mayoría⁴⁶. Si, en cambio, la disolución pone fin al contrato social, lo natural sería exigir la voluntad del accionista individual, y reconocer que solo razones de política legislativa —y, como tales, expresas— podrían disponer que esa voluntad se explicita colegialmente y por mayoría⁴⁷.

El segundo presupuesto de la reactivación es la remoción de la causa de disolución. En el caso más claro de incumplimiento del *covenant* —la junta acuerda la disolución anticipada de la sociedad—, la posibilidad de la remoción parece fuera de discusión: bastará un segundo acuerdo de la junta (o, si se estima, el consentimiento individual del conjunto de los accionistas) que revoque el primero (que la junta puede desdecirse de sus decisiones lo muestra el artículo 71 inciso primero de la LSA). Tampoco parece difícil deshacer la reunión de todas las acciones en una sola mano: bastará que el accionista único transfiera parte de las suyas a un tercero. Otros casos parecen más difíciles⁴⁸.

⁴³ CABALLERO GERMAIN (2021) y CABALLERO GERMAIN (2023), comentando un oficio de la Comisión para el Mercado Financiero que reconoce la procedencia de esta operación.

⁴⁴ Prescindiremos aquí del referido a la conservación del patrimonio social, para lo cual nos limitaremos a remitir al primer estudio citado en la nota anterior.

⁴⁵ Véase la sección 2 del apartado II.

⁴⁶ Así piensa CABALLERO GERMAIN (2021), p. 66. Cuando la sociedad se ha disuelto por acuerdo de la junta, parece que esa mayoría ha de ser la de dos tercios —aquí, el consentimiento de los accionistas se confunde con el segundo presupuesto, la remoción de la causa—. Para los demás casos falta una disposición legal expresa o al menos próxima, y, no siendo este el objeto de nuestro trabajo, debe quedar para otros estudios.

⁴⁷ En efecto, si la disolución hace nacer en el patrimonio de los socios un derecho a obtener su cuota (ideal o real) de liquidación, la ley no podría amparar una reactivación colegial por mayoría más que concediendo un derecho de retiro al accionista disidente, equivalente al de la cuota de liquidación. Sobre estas ideas, ALFARO ÁGUILA-REAL (2021b), pp. III-120.

⁴⁸ Sobre la reactivación de la sociedad disuelta por sentencia ex artículo 105 de la LSA, MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2024), pp. 210-211.

Cuando se ha suscrito por la sociedad el resguardo de no disolverse y, no obstante, la junta extraordinaria acuerda la disolución en incumplimiento de esa obligación, podría citarse a una nueva junta extraordinaria para decidir la reactivación a instancias de los propios accionistas, si desean deshacer el incumplimiento, o bien (como en el caso del artículo 71 de la LSA) a instancias del directorio, quizás mejor informado de las consecuencias adversas que se seguirán de esta decisión como *event of default* del contrato de financiamiento o como incumplimiento del acuerdo de reorganización conforme con el artículo 98 de la LRLEP.

En cambio, nos parece que ni los accionistas ni los directores están obligados —para con los acreedores financieros— a citar a junta para que se acuerde esa reactivación. De la misma forma, en esa segunda junta extraordinaria los accionistas no están obligados para con esos acreedores a votar favorablemente la reactivación. En efecto, la obligación de no disolverse impuesta por el *covenant* no es ni de los accionistas ni de los directores: es de la sociedad. Sucede solo que, mientras no se reactive, la sociedad persistirá en el incumplimiento. Como mucho, a los directores podría caber responsabilidad extracontractual respecto de los acreedores sociales ex artículo 133 de la LSA (con los exigentes requisitos asociados a la acción de perjuicios).

2. Posibilidad de la reactivación como remedio al incumplimiento del covenant

Afirmada la posibilidad jurídica de la reactivación en términos generales —una sociedad anónima en liquidación puede retomar la explotación de su giro—, es preciso saber si puede «deshacerse lo hecho» en la hipótesis particular que nos ocupa, es decir, saber si un juez podría otorgar el remedio de la corrección al incumplimiento ordenando esa reactivación. La posibilidad —material y jurídica— de tal corrección es el primer presupuesto de este remedio: «*pudiendo destruirse la cosa hecha*» (artículo 1555 inciso segundo del Código Civil).

Ahora bien, la procedencia de la «destrucción de la cosa hecha» exige determinar su repercusión en los derechos adquiridos de terceros ajenos al contrato, que solo obliga a sus partes. Si una persona se ha obligado a no construir una casa en su predio, y la construye, el acreedor de esta obligación negativa puede exigir su destrucción. Pero si, después de construirla, el deudor la ha dado en usufructo a terceros, la destrucción ya no es jurídicamente posible: si «demoler lo mal hecho afecta a la esfera patrimonial de aquellos, resultará de imposible utilización esta medida. Ahora bien, si la inmisión se realiza en el ámbito patrimonial del obligado, y única-

mente frente a él se produce esa actuación destructora perjudicial, no hay ningún obstáculo para que proceda este mecanismo»⁴⁹. En el contexto del *covenant* pactado por la sociedad, si la disolución —acordada por la junta o acaecida por otra causal— ha hecho nacer derechos en el patrimonio de terceros ajenos al contrato financiero, entonces el acreedor ya no puede exigir su «destrucción» por la reactivación.

Cuando el *covenant* ha sido pactado exclusivamente entre el acreedor y el directorio, y fue la junta la que acordó su disolución anticipada, parece que no podrá revocarse esta decisión ya que, con ella, nació para los accionistas un derecho personal para exigir la cuota de liquidación que les corresponda en el haber social⁵⁰. En efecto, los acuerdos de la junta son vinculantes no solo para la propia sociedad anónima —en el sentido en que lo es cualquier acto jurídico para su propio emisor— sino también para sus accionistas (como expresa, respecto del adquirente de acciones, el artículo 22 de la LSA). Si la junta de accionistas acordó la disolución de la sociedad, cada accionista individualmente considerado tendrá derecho a su cuota de liquidación, esto es, a su proporción en el remanente neto del patrimonio social una vez pagados los acreedores sociales. De ahí que el acreedor no podrá exigir que se «deshaga» una decisión de la junta de la cual han nacido derechos adquiridos para terceros, pues, aunque la reactivación fuera en abstracto posible, esos derechos constituyen un límite implícito a las competencias de la junta⁵¹. De este modo, ante el incumplimiento del *covenant* de no disolverse, en principio el acreedor solo podrá exigir la resolución del contrato con indemnización de perjuicios.

⁴⁹ EGUSQUIZA BALMASEDA (1990), p. 177. Entre nosotros, ABELIUK MANASEVICH (2014), p. 940 (notas 1000 y 1001).

⁵⁰ Caballero Germain, citando doctrina nacional, considera que la disolución no hace surgir tal derecho individual, sino solo una vez que se liquida el patrimonio (en sentido estricto: cuando se desinteresa a los acreedores) y queda un remanente: CABALLERO GERMAIN (2021), p. 66; en España, GANDÍA PÉREZ (2021), p. 307. Pensamos, sin embargo, que ese derecho nace con la disolución, aunque solo se vuelva líquido —valga aquí la redundancia— al acabar la liquidación en sentido estricto. En España piensan así ALFARO ÁGUILA-REAL (2021b), pp. 111-114; y GARCÍA SANZ (2009), pp. 157-160. En Chile no hay un argumento absolutamente concluyente en este sentido, pero sí poderosos indicios: la existencia de cuórum de unanimidad para modificar el régimen de liquidación legal (tanto de las acciones con derecho a voto, en el artículo 111 de la LSA, como del total de las emitidas, en el artículo 116) y, en especial, la exigibilidad de los repartos por concepto de capital incluso antes de pagarse a los acreedores sociales, con tal que se asegure su pago (artículo 117; ¡cuánto más por el superávit!). ¿Son estos repartos unos anticipos por cuenta de la cuota de liquidación, o bien una cantidad recibida a firme? Lo segundo nos parece más probable.

⁵¹ PUGA VIAL (2025), pp. 1180-1181.

Pero sí puede «destruirse la cosa hecha» cuando al otorgamiento de las cláusulas del contrato de financiamiento concurren tanto la sociedad, actuando a través de sus administradores, como los propios accionistas. Esto no es infrecuente, al menos en los acuerdos de reorganización judicial de sociedades anónimas cerradas o por acciones, ya sea porque a la propuesta de acuerdo se acompañan decisiones de la junta autorizando que la sociedad se obligue a no disolverse⁵², ya sea porque en la junta de acreedores comparecen no solo la sociedad, sino los propios accionistas. No hace falta saber si esas autorizaciones corporativas o esa comparecencia les hace jurídicamente partes del contrato. Habiendo consentido de cualquier forma en la obligación de no disolver la sociedad, es evidente que incurren en una contravención al principio de la buena fe si, con posterioridad, votan en la junta extraordinaria la disolución anticipada: estarían yendo contra sus actos propios y, como dice el adagio latino, *venire contra factum proprium non valet*. Estos efectos jurídicos del acuerdo de disolución deben ser neutralizados de alguna forma. Y si la disolución ha acontecido por cualquier otra causa, parece que actúan igualmente de mala fe si se niegan a concurrir a un acuerdo de reactivación: es para situaciones como esta para las que se les ha solicitado concurrir al otorgamiento del contrato.

La corrección del incumplimiento exige no solo posibilidad sino también necesidad: «siendo su destrucción [de lo mal hecho] necesaria para el objeto que se tuvo en mira al tiempo de celebrar el contrato, será el deudor obligado a ella» (artículo 1555 inciso segundo del Código Civil). La pretensión satisfactiva debe descartarse «en aquellos casos en los cuales precisamente dicho cumplimiento requiere un esfuerzo no razonable o desproporcionado [...] en relación con el objeto que se tuvo en vista al momento de celebrar el contrato», y este sería el sentido de la necesidad a que se refiere el artículo 1555 del Código Civil⁵³.

La necesidad a que se refiere el precepto es una necesidad económica⁵⁴. Esta necesidad envuelve un análisis de costo-beneficio que puede enunciarse en los siguientes términos: no puede exigirse la corrección del acuerdo si la disolución societaria no perjudica las expectativas de pago del acreedor, sea porque el valor de liquidación de los activos es suficiente para pagar enteramente el crédito, sea porque las expectativas de pagarse

⁵² Lo que remite al problema de si la sociedad puede, actuando a través de la junta, limitar sus facultades legales: véase la sección 2 del apartado III y lo que se indicará acerca del artículo III de la LMV en el apartado V.

⁵³ PINO EMHART (2019), p. 752.

⁵⁴ Más en general, la pretensión satisfactiva está sujeta al límite del costo excesivo o desproporcionado: BAHAMONDES OYARZÚN (2018), pp. 181-185.

con cargo a los flujos de la empresa en marcha no son mejores que las de pagarse realizando esos activos⁵⁵. En estos casos, deshacer la disolución —imponer la reactivación— es innecesario en el sentido del artículo 1555 inciso segundo del Código Civil.

Concluye el precepto señalando que «si dicho objeto puede obtenerse cumplidamente por otros medios, en este caso será oído el deudor que se allane a prestarlo. El acreedor quedará de todos modos indemne». En consecuencia, si el propósito práctico del acreedor puede obtenerse a través de medios distintos a la reactivación, el juez deberá inclinarse por decretar estos métodos alternativos siempre que con ello se deje indemne al acreedor. Tal sería el caso en que los liquidadores de la sociedad deudora ofrezcan garantías razonables de pagar íntegramente el crédito al acreedor, o también si, pese a la disolución, se continuará con las operaciones sociales en aplicación del artículo 109 inciso segundo de la LSA. Piénsese, por ejemplo, en una sociedad cuyo giro específico es el desarrollo de un proyecto inmobiliario: si al momento de disolverse se hallan en su patrimonio unidades de ese proyecto, que está terminado y con recepción de obras, liquidar el activo no será una cosa muy distinta de explotar el giro. Claramente, en una situación como esta el acreedor no tiene ningún interés legítimo en que la sociedad retome la explotación del giro, y permitirle invocar el *covenant* para alegar el incumplimiento del contrato —incluso cuando se trata de un acuerdo de reorganización ex artículo 98 de la LRLEP— sería claramente desproporcionado.

La cláusula de no disolución debe entenderse como un mecanismo de garantía contractual en favor del acreedor, pero no como un derecho que suprima la competencia decisoria de la junta: ni porque la prive de la facultad legal, ni porque obligue a no ejercerla de forma irrazonable. El juez solo podría acoger una pretensión de corrección del incumplimiento (en este caso, la reactivación de la sociedad) en la medida en que dicho remedio resulte indispensable para la satisfacción efectiva del crédito. En los demás casos, deberá priorizarse la vía resarcitoria mediante la indemnización de perjuicios, lo que asegura el equilibrio entre la protección del interés crediticio y el respeto a la voluntad social válidamente manifestada.

⁵⁵ Como puede verse, consideramos que en la ponderación de costos y beneficios ha de tomarse en cuenta la satisfacción del interés del acreedor de modos alternativos: BAHAMONDES OYARZÚN (2018), p. 201; VIDAL OLIVARES (2015), pp. 571-573.

V. EL *COVENANT* DE NO DISOLVERSE EN CONTRATOS DE EMISIÓN DE BONOS DE OFERTA PÚBLICA

Hemos afirmado en estas páginas que el directorio tiene atribuciones suficientes para comprometer a la sociedad a no disolverse, considerando que un acuerdo de disolución por la junta de accionistas no es nulo por infringir este resguardo, sino que da lugar a las consecuencias del incumplimiento de conformidad con el derecho común. Sin embargo, estas dos afirmaciones entran en conflicto con una disposición legal de la que hasta aquí no nos hemos hecho cargo: el artículo III de la LMV.

Situado entre las normas sobre emisión de títulos de deuda de largo plazo, este precepto indica que «en la escritura de emisión podrá pactarse que, sin la expresa aprobación del representante de los tenedores de bonos, el emisor no podrá adoptar los acuerdos o realizar las negociaciones que se indiquen determinadamente en dicho instrumento». Se permite entonces la adopción de *covenants*, y en particular los relativos a la disolución (como se infiere del inciso final), pero en su inciso segundo el texto da a entender que, previamente, es preciso que la junta de accionistas delegue en el directorio que suscribe la escritura de emisión «las facultades necesarias para que [los directorios] en su nombre estipulen limitaciones a las materias que sean de su competencia». Estos «acuerdos de delegación», continúa el inciso cuarto, «serán previos, detallados y específicos», deberán respetar el cuórum según la materia de que se trate, y «regirá solo hasta la celebración de la próxima junta o asamblea general de accionistas o socios».

A partir de este precepto puede contestarse el argumento de este trabajo señalando que el artículo III de la LMV es la aplicación de principios generales a la emisión de bonos en el mercado de valores. La norma supone que la adopción de los *covenants* compete originariamente a la junta de accionistas, cuando el objeto del compromiso se encuentra dentro de su esfera de decisiones. Por eso se precisa un «acuerdo de delegación» en el directorio, para que este suscriba el resguardo «en su nombre»; y también por eso la vigencia de la delegación se extiende solo hasta la celebración de la próxima junta, la que —el texto no lo dice, pero es claro— deberá corroborar el compromiso asumido por el directorio. El inciso final agrega que «la infracción a las prohibiciones pactadas en los convenios originará la nulidad absoluta de los actos o contratos por ellos prohibidos, cuando se tratare de [...] la disolución anticipada de la sociedad». Las sanciones al incumplimiento no serán las del derecho de los contratos, sino la nulidad, y absoluta por más señas. Es decir, un sistema diametralmente distinto del que hemos defendido en estas páginas.

No sería justo con este argumento limitarse a responder que el artículo III de la LMV es ley especial, de forma que solo deba aplicarse a *covenants* incorporados en contratos de emisión de títulos de deuda de largo plazo de los que se haga oferta pública, y no a los demás contratos de financiamiento, como tampoco a los acuerdos de reorganización concursal. Hace falta justificar que estamos ante una norma especial, cuya razón de ser radica en la necesidad de someter a una regulación más estricta a los emisores de valores de oferta pública, y que, por consiguiente, el artículo III de la LMV no es una aplicación particular de una regla general que pueda extrapolarse a toda sociedad anónima. Pues bien, un análisis detenido del artículo III muestra que el sistema que ofrece, en efecto, es excepcional.

Desde luego, la ubicación geográfica del artículo III ya sugiere su especialidad; pero también lo hace su historia legislativa. El precepto fue introducido por la Ley 19301 de 1994, al igual que todo el Título XVI «De la emisión de títulos de deuda a largo plazo» que sustituyó una regulación anterior mucho más escueta. El legislador buscaba modernizar el mercado de valores y, en lo que respecta a lo establecido en el artículo III:

Los representantes del Ejecutivo explicaron que con esta norma se busca solucionar los problemas que hasta la fecha ha creado el establecimiento de los denominados ‘resguardos’ en favor de los inversionistas [...] La autoridad ha entendido que ellas son meras declaraciones de intención y no están sujetas a una reglamentación clara y sanción legal, sobre todo en los casos en que ellas no son cumplidas⁵⁶.

Frente a esas decisiones del regulador, el Ejecutivo quería dotar a los *covenants* de una fuerza que hasta entonces no se le había reconocido. Y por eso «se establecen sistemas de facultades especiales para los administradores de la sociedad emisora en orden a que a través de una junta de accionistas o asamblea de socios, se permitan establecer limitaciones o restricciones, como también a perfeccionar la eficacia jurídica de los resguardos en los contratos de emisión»⁵⁷.

Pero la Comisión de Hacienda consideró que esta innovación debía ser matizada. Consigna el informe que «se generó un debate en la Comisión respecto al alcance y efectos de la nulidad absoluta que derivaría de la celebración por el emisor de actos o contratos a los cuales se haya autolimitado en la escritura de emisión, en especial, por las consecuencias

⁵⁶ Historia de la Ley 19301, p. 106 (Informe de la Comisión de Hacienda). No hemos podido identificar esa jurisprudencia administrativa, ni se encuentran disponibles en el sitio www.cmfchile.cl dictámenes en este sentido.

⁵⁷ Historia de la Ley 19301, p. 5 (Mensaje).

que ello produciría en terceros que contraten de buena fe con el emisor»⁵⁸. A partir de esta preocupación, se aprobó una indicación —que pasaría al texto de la ley— que moderó el drástico sistema del proyecto presentado por el Ejecutivo, y que, en su aspecto más sustantivo, acotó la sanción de nulidad a las materias que señala expresamente el inciso final: división, fusión o transformación, formación de filiales, modificación del objeto, enajenación de activos, modificación del plazo de duración y disolución anticipada de la sociedad. Así, la discusión da cuenta de la excepcionalidad de las medidas.

Más allá de la historia y geografía legislativas, procede examinar si el artículo III es excepcional por su contenido. En lo que interesa al objeto de este trabajo, del precepto pueden desglosarse dos reglas: que el directorio necesita una delegación previa de la junta de accionistas para suscribir el compromiso de no disolverse la sociedad, y que un acuerdo de disolución que infringiera este compromiso sería absolutamente nulo. Cabe dudar de si la primera regla constituye la manifestación particular de una norma general, o bien si es ley especial; en cambio, es claro que la segunda regla es enteramente excepcional. Debe recordarse que un acto jurídico no es nulo porque su emisión infrinja un contrato⁵⁹. Si los acuerdos que indica el artículo III inciso final son nulos, es solo porque la ley así lo establece.

El regulador ha sido coherente con esta aproximación restrictiva al exigir que, para que tenga lugar lo dispuesto en el artículo III de la LMV, se observe estrictamente lo dispuesto en este precepto, al punto que, si el contrato de emisión no indica que «sin la expresa aprobación del representante de los tenedores de bonos, el emisor no podrá realizar las actuaciones comprendidas en los acuerdos limitativos», sino que solo se incorporan «como prohibiciones absolutas» cuyo incumplimiento se califica como *event of default*, entonces los acuerdos de la junta de accionistas que contravengan los resguardos deberán considerarse válidos⁶⁰. Si el artículo III inciso final fuera la manifestación particular de una regla general, sería

⁵⁸ Historia de la Ley 19301, p. 106 (Informe de la Comisión de Hacienda).

⁵⁹ El punto ha sido defendido en MANTEROLA DOMÍNGUEZ (2020), pp. 206-210, con sus referencias. Haciendo un contrapunto con la doctrina civil sobre la eficacia de las cláusulas de no enajenar, Gallegos Zúñiga ha sostenido que estamos ante «una sanción especial contemplada por el legislador mercantil, que es más fuerte a la que generalmente se ha sostenido procede, en sede civil, ante la infracción de una obligación de no hacer», incorporada porque «se quiso dar una protección especial a los inversionistas en este tipo de instrumentos de renta fija»: GALLEGOS ZÚÑIGA (2013), p. 39.

⁶⁰ Superintendencia de Valores y Seguros, 9 de octubre de 2015, Oficio 22093.

irrelevante que el contrato omita una consecuencia jurídica que supuestamente fluye de los principios.

Si el inciso final del artículo III establece una regla claramente excepcional, lo coherente es considerar de igual forma su inciso segundo, esto es, la necesidad de que la junta delegue en el directorio, de forma previa y con precisión, la celebración del *covenant*. La delegación de decisiones de la junta de accionistas al directorio, a la que se refiere el artículo III, no cuadra con el sistema de la LSA, que establece con la mayor amplitud las facultades de administración del directorio, «sin que sea necesario otorgarle poder especial alguno» (artículo 40 de la LSA)⁶¹. La comprensión de la junta y del directorio como órganos sociales hace imposible hablar de la actuación del directorio «a nombre de» la junta, porque ni uno ni otro constituyen personas jurídicas. Tanto la terminología como la sustancia del precepto resultan extraños al modo en que la LSA concibe las relaciones entre junta y directorio⁶².

Resta determinar la razón de ser de las reglas del artículo III de la LMV, una razón que no concurra respecto de contratos de financiamiento distintos del contrato de emisión de títulos de deuda de oferta pública (préstamos sindicados, acuerdos de reorganización, etcétera). Esa razón radica en la necesidad de ofrecer una protección robusta a la fe pública en el mercado de títulos de deuda, que el legislador dispensa por la anómala vía de equiparar el incumplimiento contractual a la infracción de norma legal, sancionándolo no con remedios al incumplimiento (que, como hemos visto en el apartado IV, entrañan sus dificultades), sino con la nulidad absoluta (artículo 1466 del Código Civil). Se trata de una sanción en sí excesiva: el contrato, a diferencia de la ley, no se presume conocido por todos y, aunque hubiera ese conocimiento, un tercero —cada accionista individual— no estaría obligado a cumplirlo. Para equilibrar, la ley sujeta los resguardos a una especial publicidad al incorporarlos en el prospecto de emisión de los bonos⁶³ y, a fin de comprometer de algún modo a los accionistas, exige su previa aprobación. Ahora bien, como es impracticable que los accionistas autoricen los *covenants* de forma individual, se colegializa la decisión al someterla a la junta; y como sería igualmente impracticable que la autorización fuera simultánea a la celebración del contrato

⁶¹ Aunque es verdad que el artículo 27 A de la LSA indica que «la junta podrá delegar en el directorio la fijación del precio de adquisición» de acciones de propia emisión, bajo el régimen de este precepto.

⁶² Como se intentó mostrar en la sección 3 del apartado II.

⁶³ Norma de Carácter General 30 del 10 de noviembre de 1989, Anexo 2 a la Sección IV, n. 4.

por el directorio, se permite a la junta «delegar» en este órgano (*rectius*, pronunciarse en forma previa, como se estila en la práctica de los acuerdos de reorganización concursal al que se acompañan «autorizaciones corporativas»). No estamos ante una manifestación de reglas generales, sino ante una anómala forma de proteger la fe pública en el mercado de valores, que no se justifica para otros mecanismos de financiamiento.

VI. CONCLUSIONES

Podemos sintetizar las conclusiones de este trabajo del siguiente modo.

1. La autonomía privada ha creado cláusulas en los contratos de financiamiento que imponen al deudor obligaciones distintas de la de pagar el crédito, como el *covenant* de no disolverse la sociedad. Su finalidad es imponer la continuidad del negocio, lo que mitiga el riesgo del impago. En efecto, estos acreedores financieros cuentan para pagarse no con los activos estáticamente considerados, sino con su aplicación a la producción de flujos, de forma que les interesa no un patrimonio en estado estacionario sino en estado dinámico.

2. Como la disolución anticipada de la sociedad es una materia privativa de la junta de accionistas, la validez de un *covenant* de esta naturaleza podría volverse dudosa cuando la propia sociedad, representada por su directorio, lo ha pactado con sus acreedores. No obstante, la obligación debe considerarse válida porque, en estricto rigor, no priva a la junta de su facultad legal de acordar la disolución anticipada: este órgano siempre puede adoptar esa decisión, aunque al hacerlo la sociedad incurra en un incumplimiento contractual.

3. La cláusula es, por lo tanto, eficaz. Su inobservancia acarreará las consecuencias jurídicas previstas para las obligaciones negativas y, en particular, la corrección del incumplimiento a que se refiere el artículo 1555 inciso segundo del Código Civil. Este remedio será procedente siempre que deshacer la disolución —es decir, adoptar un acuerdo de reactivación— sea jurídicamente posible y económicamente necesario, lo que exigirá constatar si los accionistas concurrieron al otorgamiento del *covenant* y si no hay un modo alternativo de satisfacer el interés del acreedor en la continuidad de la empresa.

4. El artículo III de la LMV permite incorporar en un contrato de emisión de bonos de oferta pública el *covenant* de no disolverse la sociedad emisora, para lo cual se exige una previa y pormenorizada autorización de la junta de accionistas al directorio que suscribe la escritura de emisión, y cuya infracción da lugar a la nulidad del correspondiente acuerdo de disolución anticipada. Este sistema, fundado en la necesidad de dispensar

una especial protección al inversionista en títulos de oferta pública, es enteramente excepcional y no puede extenderse a otros mecanismos de financiamiento.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

- ABELIUK MANASEVICH, René (2014): *Las obligaciones*, Tomo II (Santiago, Legal Publishing y Thomson Reuters, sexta edición).
- ACCHIARDO OLIVOS, Franco y KUBICK ORREGO, Tomás (2021): «Naturaleza jurídica de los *covenants* o cláusulas de resguardo financiero», en Macarena Railef Villanueva (editora), *Ponencias de las IX Jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (Valencia, Tirant lo Blanch), pp. 271-287.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2021a): «La disolución como terminación del contrato de sociedad: Teoría y algunas consecuencias prácticas», en *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 61: pp. 91-134.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2021b): «La reactivación como modificación estructural: Celebración de un nuevo contrato de sociedad y sucesión universal», en *Revista de Derecho de Sociedades*, N° 62: pp. 95-126.
- ARAYA, Álvaro, ISLAS, Gonzalo y Maquieira, Carlos (2002): «Cláusulas restrictivas (*covenants*) en los contratos de bonos: Evidencia empírica en Chile», en *Estudios de Administración*, Vol. 9, N° 1: pp. 1-46. DOI [10.5354/0719-0816.2002.56764](https://doi.org/10.5354/0719-0816.2002.56764).
- BAHAMONDES OYARZÚN, Claudia (2018): *El cumplimiento específico de los contratos* (Santiago, DER Ediciones).
- BANFI DEL RÍO, Cristián (2009): «Notas sobre las *negative pledges*», en *Estudios sobre garantías reales y personales. Libro Homenaje al Profesor Manuel Somarriva Undurraga*, Tomo I (Santiago, Editorial Jurídica de Chile), pp. 181-197.
- BARROS BOURIE, Enrique y ROJAS COVARRUBIAS, Nicolás (2011): «Responsabilidad por declaraciones y garantías contractuales», en Juan Andrés Varas Braun, Susan Turner Saelzer, Hernán Corral Talciani, María Sara Rodríguez Pinto, Alejandro Guzmán Brito, Carlos Pizarro Wilson y Departamento de Derecho Privado de la Universidad de Concepción (editores), *Estudios de Derecho Civil. Jornadas Nacionales de Derecho Civil 2005-2009*, Tomo III (Santiago, Abeledo Perrot y Thomson Reuters), pp. 381-396.
- BELTRÁN SÁNCHEZ, Emilio (1997): *La disolución de la sociedad anónima* (Madrid, Civitas, segunda edición).
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo (2018): «La extinción de una sociedad anónima como laguna legal», en Lorena Carvajal Arenas y Ángela Toso

- Milos (editoras), *Estudios de Derecho Comercial: Octavas Jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (Santiago, Thomson Reuters), pp. 395-411.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo (2021): «La reactivación de una sociedad anónima disuelta», en María Fernanda Vásquez Palma (editora), *Estudios de Derecho Comercial: X Jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (Valencia, Tirant lo Blanch), pp. 63-78.
- CABALLERO GERMAIN, Guillermo (2023): «La licitud de la reactivación de una sociedad anónima disuelta» [comentario], en *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 41: pp. 353-364. DOI [10.32995/So718-80722023777](https://doi.org/10.32995/So718-80722023777).
- CUNEO MACCHIAVELLO, Andrés (2009): «Sobre la sanción por la omisión de la autorización establecida en el número 4 del artículo 57 de la Ley sobre Sociedades Anónimas», en *Revista Chilena de Derecho Privado*, N° 12: pp. 227-235. DOI [10.4067/so718-80722009000100008](https://doi.org/10.4067/so718-80722009000100008).
- DAVENPORT, B. J. (1993): «What did Russell v. Northern Bank Development Corporation Ltd. Decide?», en *The Law Quarterly Review*, N° 109: pp. 553-572.
- DÍAZ VILLALOBOS, José Ignacio y MANTEROLA DOMÍNGUEZ, Pablo (2020): «Buena fe e interés social: Una aproximación a los límites de la actuación del controlador en la junta de accionistas de la sociedad anónima», en Jaime Arancibia Mattar (editor), *La buena fe en el derecho: Estudios en homenaje a los treinta años de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes (Chile)* (Valencia, Tirant lo Blanch), pp. 227-250.
- EGUSQUIZA BALMASEDA, María Ángeles (1990): *La configuración jurídica de las obligaciones negativas* (Barcelona, Bosch).
- FERRAN, Eilis (1994): «The Decision of the House of Lords in *Russell v. Northern Bank Development Corporation Limited*», en *The Cambridge Law Journal*, Vol. 53, N° 2: pp. 343-366. DOI [10.1017/s0008197300099086](https://doi.org/10.1017/s0008197300099086).
- FERRER DE SAN-SEGUNDO, María José (2001): *La obligación negativa* (Valencia, Tirant lo Blanch).
- GALLEGOS ZÚÑIGA, Jaime Ramiro (2013): «Mecanismos de protección de los tenedores de bonos en el mercado de valores chileno», en *Prolegómenos*, Vol. 16, N° 31: pp. 21-44. DOI [10.18359/dere.649](https://doi.org/10.18359/dere.649).
- GANDÍA PÉREZ, Enrique (2021): «El derecho a la cuota de liquidación», en *Revista de Derecho Mercantil*, N° 320: pp. 305-360. DOI [10.2139/ssrn.4717162](https://doi.org/10.2139/ssrn.4717162).
- GARCÍA SANZ, Arturo (2009): *La competencia de la Junta General en la reactivación de la sociedad anónima* (Cizur Menor, Thomson Aranzadi).
- JEQUIER LEHUEDÉ, Eduardo (2025): «La liquidación concursal en la Ley 20720 y sus alcances en la sociedad de capital concursada: Órganos

- sociales y derechos de los accionistas», en *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 52, N° 1: pp. 189-219. DOI [10.7764/r.521.7](https://doi.org/10.7764/r.521.7).
- LAGOS VILLARREAL, Osvaldo (2017): «La distribución de poderes en la sociedad anónima: El caso de la venta de un bien que representa más de la mitad de un activo», en Matías Zegers Ruiz-Tagle, Jaime Alcalde Silva, Juan Luis Goldenberg Serrano y Roberto Ríos Ossa (editores), *Estudios de Derecho Comercial: Sextas Jornadas Chilenas de Derecho Comercial* (Santiago, Ediciones UC), pp. 497-511.
- MANTEROLA DOMÍNGUEZ, Pablo (2020): *Pactos sobre el voto en la junta de accionistas de la sociedad de capital: Validez y eficacia* (Valencia, Tirant lo Blanch).
- MANTEROLA DOMÍNGUEZ, Pablo (2023): «La acción de corrección de acuerdos ilegales o abusivos en la junta de accionistas de la sociedad anónima en la legislación chilena», en *Revista de Derecho Privado*, N° 44: pp. 247-271. DOI [10.18601/01234366.44.09](https://doi.org/10.18601/01234366.44.09).
- MANTEROLA DOMÍNGUEZ, Pablo (2024): *La disolución por causa grave de la sociedad de capital cerrada* (Santiago, Thomson Reuters).
- NEME VILLARREAL, Martha Lucía (2018): *Obligaciones de garantía en el derecho contemporáneo* (Bogotá, Universidad Externado de Colombia).
- ORELLANA GUEDENEY, Camilo (2024): «Las instrucciones de gestión de la junta de accionistas», en *Revista Jurídica Digital UANDES*, Vol. 8, N° 2: pp. 81-119. DOI [10.24822/rjduandes.0802.4](https://doi.org/10.24822/rjduandes.0802.4).
- PINO EMHART, Alberto (2019): «Los remedios contractuales frente al incumplimiento de las obligaciones de no hacer», en Maricruz Gómez de la Torre, Gabriel Hernández Paulsen, Fabiola Lathrop Gómez y Mauricio Tapia Rodríguez (editores), *Estudios de Derecho Civil XIV: XVI Jornadas Nacionales de Derecho Civil* (Santiago, Thomson Reuters), pp. 747-760.
- PUELMA ACCORSI, Álvaro (2006): *Sociedades*, Tomo II (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, tercera edición).
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2014): *Derecho concursal: El acuerdo de reorganización* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, cuarta edición actualizada).
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2016): «Mirada crítica de la Ley N° 20720», en Eduardo Jequier Lehuédé (editor), *Estudios de Derecho Concursal: La Ley N° 20720, a un año de su vigencia* (Santiago, Thomson Reuters y La Ley), pp. 47-67.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2025): *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado*, Tomo II (Santiago, Tirant lo Blanch, cuarta edición).

- REVECO URZÚA, Ricardo y GONZÁLEZ MUNCHMEYER, Francisco (2022): «Los acuerdos de reorganización en la práctica actual», en *Actualidad Jurídica*, N° 45: pp. 353-378.
- SANDOVAL LÓPEZ, Ricardo (2015): *Derecho Comercial*, Tomo I (Santiago, Editorial Jurídica de Chile).
- VÁSQUEZ PALMA, María Fernanda (2022): «El interés social en las sociedades anónimas chilenas: Una relectura a la luz del buen gobierno corporativo», en *Revista de Derecho Privado (Colombia)*, N° 44: pp. 215-245. DOI [10.18601/01234366.44.08](https://doi.org/10.18601/01234366.44.08).
- VIDAL OLIVARES, Álvaro (2015): «La pretensión de cumplimiento específico de las obligaciones no dinerarias y los costes excesivos para el deudor como límite a su ejercicio», en Álvaro Vidal Olivares, Gonzalo Severín Fuster y Claudia Mejías Alonzo (editores), *Estudios de Derecho Civil X* (Santiago, Thomson Reuters), pp. 555-577.
- WHITEHEAD, Charles K. (2018): «Debt and Corporate Governance», en Jeffrey N. Gordon y Wolf-Georg Ringe (editores), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* (Oxford, Oxford University Press), pp. 470-488.
- WILLIAMSON, Oliver E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting* (Nueva York, Free Press).
- ZIMMERMANN, Reinhard (1996): *The Law of Obligations: Roman Foundations of the Civilian Tradition* (Oxford, Oxford University Press).

Jurisprudencia citada

- House of Lords, *Russell v Northern Bank* [1992] 1 WLR 588.
- Corte Suprema, 16 de junio de 2010, rol 1859-2009, en Base Jurisprudencial del Poder Judicial.
- Corte Suprema, 10 de noviembre de 2011, rol 1912-2010, en Base Jurisprudencial del Poder Judicial.
- Superintendencia de Valores y Seguros, 9 de octubre de 2015, Oficio 22093, en www.cmfchile.cl.
- Superintendencia de Valores y Seguros, 6 de marzo de 2015, Oficio 4615, en www.cmfchile.cl.
- Corte de Apelaciones de Santiago, 24 de septiembre de 2018, rol 9051-2017, en Base Jurisprudencial del Poder Judicial.
- Corte de Apelaciones de Santiago, 22 de diciembre de 2022, rol 12051-2019, en Base Jurisprudencial del Poder Judicial.
- Corte de Apelaciones de Santiago, 21 de agosto de 2023, rol 15906-2022, en Base Jurisprudencial del Poder Judicial.

Normas citadas

Código Civil, Chile (*s. d.*).

Código de Comercio, Chile (*s. d.*).

Ley 18045, Chile (22/10/1981), Ley de Mercado de Valores.

Ley 18046, Chile (22/10/1981), Ley de Sociedades Anónimas.

Ley 19301, Chile (19/3/1994), modifica diversos cuerpos legales relativos a mercado de valores, administración de fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros y otras materias que señala.

Ley 20720, Chile (9/1/2014), Ley de Reorganización y Liquidación de Empresas y Personas.

Norma de Carácter General 30, Comisión para el Mercado Financiero, Chile (10/11/1989), establece normas de inscripción de valores de oferta pública en el registro de valores; su difusión, colocación y obligaciones de información consiguientes.

Real Decreto Legislativo 1/2010, España (2/7/2010), texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

DECLARACIÓN DE CONFLICTO DE INTERÉS

Los autores declaran no tener conflicto de interés en relación con los contenidos publicados en este artículo.

SOBRE LOS AUTORES

CATALINA RODRÍGUEZ ESPINOSA es licenciada en Ciencias Jurídicas por la Universidad de los Andes, Chile. Su correo electrónico es cirodriguez@miuandes.cl.  [0009-0007-1218-7369](https://orcid.org/0009-0007-1218-7369).

PABLO MANTEROLA DOMÍNGUEZ es doctor en Derecho por la Universidad de los Andes, Chile. Su correo electrónico es pmanterola@uandes.cl.  [0000-0003-0998-6382](https://orcid.org/0000-0003-0998-6382).

