
El problema de la licitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores: un estudio de derecho comparado*

› OSVALDO LAGOS VILLARREAL**

RESUMEN. El presente trabajo es un análisis comparado del derecho de los Estados Unidos de América y España acerca del problema de la licitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores de sociedades anónimas. El estudio revela una tendencia a reconocer su validez a propósito de pactos de todos los socios en las sociedades cerradas. Además, identifica las razones por las cuales el tema es poco debatido a propósito de sociedades cotizadas en estas jurisdicciones, así como los fundamentos que determinan la inadecuación y consiguiente ilicitud de dichos pactos para esta clase de sociedades.

PALABRAS CLAVE: pactos de accionistas o parasociales, directores, sociedades anónimas, gobiernos corporativos, derecho comparado.

The Problem of the Legality of Shareholder's Agreements on Director's Voting: A Comparative Law Study

ABSTRACT. This paper is a comparative analysis between United States of America's and Spain's law about the problem of the legality of shareholder's agreements on di-

* Fecha de recepción: 9 de enero de 2018. Fecha de aceptación: 5 de noviembre de 2018.
Para citar el artículo: LAGOS VILLARREAL, O., "El problema de la licitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores: un estudio de derecho comparado", *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 36, enero-junio 2019, pp. 205-230, DOI: <https://doi.org/10.18601/01234366.n36.07>

** Universidad Adolfo Ibáñez, Santiago de Chile, Chile; profesor. Licenciado en Ciencias Jurídicas, Universidad Adolfo Ibáñez. Doctor en Derecho, Universidad de los Andes, Santiago de Chile, Chile. Contacto: osvaldo.lagos@uai.cl. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5991-6350>.

rector's voting. The study reveals a tendency to recognize the validity of these agreements when celebrated by all of the shareholders in closed corporations. Also, this work identifies the reasons why this subject is seldom discussed in relation to listed companies in these jurisdictions and the foundations that determine the inadequacy and the consequent illegality of these agreements for this kind of corporations.

KEYWORDS: Shareholders Agreements, Directors, Corporations, Corporate Governance, Comparative Law.

SUMARIO. Introducción. I. La evolución de los criterios en el derecho estadounidense. A. Los pactos relativos a la administración en las sociedades anónimas cerradas. B. Los pactos relativos a la administración en las sociedades anónimas abiertas. II. El debate sobre la licitud o ilicitud de los pactos relativos a la gestión social en el derecho español. A. La posición institucionalista. B. La posición contractualista. C. La posición favorable a la licitud de los pactos sobre el voto de los consejeros. III. Comparación del derecho español y estadounidense sobre pactos relativos al voto de los directores. A. Criterios comunes en la dogmática comparada sobre pactos relativos al voto de los directores. B. El fundamento para la aceptación de la validez de los pactos de todos los socios en sociedades anónimas cerradas. C. El fundamento de la irrelevancia de los pactos de accionistas para el control en sociedades anónimas abiertas: la cuestión de la primacía del directorio y de la protección de accionistas minoritarios. Conclusiones. Referencias.

Introducción

Los pactos de accionistas cuyo objeto es regular materias que implican comprometer el voto de los directores son pactos usualmente celebrados en Latinoamérica, tanto respecto de sociedades anónimas cerradas como de sociedades anónimas abiertas. A primera vista, cabe plantearse dudas respecto de su licitud, pues estos pactos implican en cierto modo una desnaturalización del modelo de la sociedad anónima, lo que parece más grave aún cuando se trata de sociedades cotizadas que se controlan de esta forma, pues se altera la expectativa consistente en que la sociedad debe contar con un sistema de gobierno que asegure que será administrada a favor de todos los accionistas.

Sin embargo, son escasos los trabajos en Latinoamérica que abordan esta cuestión, y estos, además, no son coincidentes respecto a la licitud o ilicitud de los pactos relativos al voto de los directores¹.

1 Por ejemplo, en el derecho chileno, a favor de la licitud, ALCALDE RODRÍGUEZ, E., "Los convenios sobre el voto y las limitaciones a la transferencia de acciones en la sociedad anónima: otra vuelta de tuerca a la autonomía privada", *Revista Chilena de Derecho*, vol. 30, n.º 1, 2003, 118-121; *id.*, *La sociedad anónima. Autonomía privada, interés social y conflictos de interés*, Santiago, Jurídica de Chile, 2007, 94-100. En contra de la licitud, PALMA JARA, J. E., "De los pactos de accionistas en las sociedades anónimas chilenas. Concepto, contenido y límites a la autonomía de la voluntad", *Revis-*

Se hace necesario, entonces, verificar si hay en el derecho comparado sistemas jurídicos donde exista una discusión jurisprudencial y doctrinal más extensa, de la cual se puedan extraer principios y distinciones comunes que sirvan como guía para la interpretación de las reglas legales chilenas. Este trabajo estudia la evolución del derecho de Estados Unidos y la discusión sobre la licitud o ilicitud de estas cláusulas en el derecho español. El fundamento para escoger el derecho norteamericano dice relación con la influencia del derecho de sociedades de ese país en los desarrollos del derecho de sociedades de países latinoamericanos. Por su parte, la razón para escoger el derecho español estriba en que ha existido una rica discusión doctrinal sobre la materia y, además, en que, al ser un derecho de raigambre continental, los argumentos sistémicos para fundar la licitud o la ilicitud son trasladables, *mutatis mutandis*, a los sistemas jurídicos latinoamericanos.

La tesis que este análisis de derecho comparado pretende demostrar consiste en que, si bien la doctrina no es explícita en este punto, o bien en algún caso se sostiene lo contrario, el rol de las sociedades anónimas abiertas y cerradas determina una valoración distinta para la interpretación de las reglas legales que permiten fundar la licitud o ilicitud de los pactos de accionistas sobre el voto de los directores para estas dos clases de sociedades. Esta valoración diversa se puede observar en la evolución del derecho norteamericano y en los fundamentos de la ilicitud de estos pactos en lo que respecta a la doctrina española. La tesis que se desarrolla en este trabajo puede servir de fundamento a ulteriores investigaciones, que propongan una lectura de las reglas societarias de los diversos sistemas nacionales latinoamericanos acorde con el estándar de un derecho de sociedades justo y óptimo en relación a los fines que persigue, promoviendo la estructuración de sistemas de gobiernos corporativos justos y, por lo mismo, atractivos para la inversión.

A continuación se analiza el estado de la cuestión respecto a la validez de los pactos de accionistas sobre la gestión de la sociedad anónima que implican comprometer el voto de los directores en un sentido acordado en el pacto, tanto en el derecho de Estados Unidos como de España. Posteriormente se realiza un análisis comparado

ta Chilena de Derecho Comercial, Departamento de Derecho Comercial Universidad de Chile, n.º 3, año III, 2014, 167; PRADO PUGA, A., "Los pactos de accionistas y su régimen jurídico", en JEQUIER E. (ed.), *Estudios de derecho comercial*, Santiago, Thomson Reuters, 2014, 313. En el derecho colombiano, algunos trabajos sobre pactos de accionistas se refieren a pactos sobre el voto en el sentido de acuerdos de sindicación de acciones para el voto en la junta de accionistas, pero no se pronuncian sobre la licitud de los pactos sobre el voto de los directores (HENAJO, L., "Los pactos parasociales", *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 25, 2013, 209-213; MEJÍA, D., "Los acuerdos de accionistas. Evolución y aplicación en Colombia", *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, n.º 52, 2014, 13). A pesar de la ausencia de pronunciamiento doctrinal sobre este punto, las reglas generales sobre deberes de los directores en el derecho colombiano permiten interpretar su ilicitud para ciertos casos (art. 23 num. 6 de la Ley 222 de 1995). Particularmente preocupante es el estado de la cuestión en Brasil, donde los pactos de accionistas sobre el voto de los directores en sociedades anónimas cotizadas son expresamente reconocidos como lícitos (BLACK, B.; GLEDSON DE CARVALHO, A. y GORGA, E., "Corporate Governance in Brazil", *Emerging Markets Review*, n.º 11, 2010, 36; MARTÍNEZ ROSADO, J., *Los pactos parasociales*, Madrid, Marcial Pons, 2017, 326-327).

de ambos sistemas, donde se verifica si es posible encontrar aspectos comunes en la valoración jurídica de este tipo de pactos en ambos ordenamientos. Por último, se ofrecen las conclusiones.

I. La evolución de los criterios en el derecho estadounidense

A. Los pactos relativos a la administración en las sociedades anónimas cerradas

La posición en el derecho de los Estados Unidos de América respecto de la validez o invalidez de los pactos sobre la administración ha evolucionado desde el rechazo de su validez, a partir de fundamentos institucionalistas, hasta la aceptación de su validez, cumplidas ciertas condiciones, con base en argumentos contractualistas.

El caso al que los comentaristas hacen referencia como fundante de la posición contraria al reconocimiento de validez de los pactos sobre administración es *McQuade v. Stoneham*². No obstante, la doctrina contemporánea rechaza el *dictum* de este caso, pues permite que una de las partes pueda desentenderse de un acuerdo a partir de criterios formales, dado que el fundamento de lo resuelto consiste en que el derecho legislado de sociedades determina la primacía de los directores en la administración de la sociedad, lo cual no podría ser contravenido por un contrato, aun cuando este hubiese sido celebrado de buena fe³. En cambio, se prefiere la línea jurisprudencial iniciada con *Clark v. Dodge*, en la cual se declara la validez de un acuerdo de accionistas sobre el voto de los directores, cumplidos ciertos requisitos⁴.

-
- 2 En este caso, el accionista mayoritario de los *New York Giants* (Stoneham) celebró un pacto de accionistas con dos accionistas minoritarios (McGraw y McQuade). Este pacto establecía que los firmantes realizarían sus mejores esfuerzos para continuar como directores y ejecutivos de la sociedad. En rigor, Stoneham tenía votos suficientes para escoger a los siete directores de la sociedad. El directorio, del cual los miembros del pacto eran parte, designaba a los ejecutivos. Una confrontación entre McQuade y Stoneham determinó que en la sesión de directorio siguiente Stoneham y McGraw no votaran para elegir a McQuade como ejecutivo (tesorero), y los demás directores, elegidos por y bajo la influencia de Stoneham, votaran para designar a un nuevo tesorero (Bondy). McQuade demandó requiriendo ejecución forzada del acuerdo, y Stoneham se defendió arguyendo que el acuerdo era ilegal. La corte coincidió con Stoneham y declaró que “los accionistas no pueden, por un acuerdo entre ellos, controlar a los directores en el ejercicio del juicio conferido a ellos en virtud de su competencia para escoger a los ejecutivos y determinar su salario” (KLEIN, W. A. y RAMSEYER, M. J., *Business Associations. Agency, Partnerships and Corporations*, New York, Foundation Press, 1997, 556).
 - 3 BAINBRIDGE, S. M. *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002, 806; COX, J. D.; HAZEN, T. L. y O’NEAL, F. H., *Corporations*, New York, Aspen Law & Business, 1997, 368.
 - 4 Clark y Dodge participaban como únicos accionistas en dos sociedades de giro farmacéutico. En ambas sociedades, Clark tenía el 25% de las acciones y Dodge, el 75%. Dodge era socio capitalista y Clark estaba involucrado en la gestión del negocio. Además, Clark era el único que conocía la fórmula y método de preparación de los productos medicinales. Las cláusulas del acuerdo que comprometían el voto de Dodge como director tenían relación con el nombramiento de Clark como gerente general de una de las sociedades (Bell & Co., Inc.), siempre que Clark continuara siendo “leal, eficiente y competente para administrar y controlar” el negocio. Además, disponían que durante su

En este caso, la Corte de Apelaciones de New York declaró que el acuerdo debía hacerse cumplir, sobre la base de dos criterios. En primer lugar, que el pacto de accionistas había sido firmado por todos los accionistas. En segundo lugar, que el pacto de accionistas no “esterilizaba” los poderes de los directores, sino que solamente los afectaba levemente, pues tan solo se refería a dos aspectos: primero, designar a Clark como ejecutivo siempre que continuara siendo leal, eficiente y competente; segundo, que Clark siempre recibiría un cuarto de las ganancias como salario o a través del pago de dividendos y que no se realizarían pagos excesivos a terceros. Ambos acuerdos no podían de modo alguno dañar a nadie, por lo tanto, no cabría considerarlos ilícitos⁵.

A partir del criterio expresado en *Clark v. Dodge* y de desarrollos jurisprudenciales posteriores⁶, la doctrina norteamericana está de acuerdo en que los pactos de accionistas relativos a poderes de administración que corresponden a los directores por medio del ejercicio de su voto, son válidos, “al menos para sociedades anónimas cerradas, siempre que hayan sido firmados por todos los accionistas (y, quizás, en situaciones en que cualquier accionista minoritario no firmante del pacto no pueda objetar o de hecho no tenga objeciones)”⁷. La regla entre paréntesis se desprende de *Galler v. Galler*, caso en el cual la Corte Suprema de Illinois indicó que un pacto

vida recibiría un cuarto de las ganancias de las dos sociedades, por medio de ganancias o utilidades, para lo cual Dodge también se comprometía a no afectar este derecho mediante contrataciones y pagos de salarios excesivos a otros sujetos. A cambio, Clark compartiría las fórmulas secretas y el método con el hijo de Dodge. Clark demandó a Dodge alegando incumplimiento del contrato, pues fue removido de su cargo y se evitó que recibiera su parte de las ganancias por medio de la contratación de “sujetos incompetentes” a quienes se les asignaron salarios excesivos (KLEIN y RAMSEYER, *Business Associations, Agency, Partnerships and Corporations*, cit., 560).

5 Ibid., 561-562.

6 *Galler v. Galler* 203 N.E.2d 577 (Ill. 1964) y *Zion v. Kurtz* 405 N.E.2d 681 (N.Y. 1980).

7 KLEIN y RAMSEYER, *Business Associations, Agency, Partnerships and Corporations*, cit., 565. En un sentido análogo, REECE THOMAS, K. y RYAN, C., *The Law and Practice of Shareholders' Agreements*, 3.^a ed., London, LexisNexis, 2009, 92, declaran, luego de revisar la jurisprudencia inglesa y alguna jurisprudencia norteamericana, que la síntesis de la regla del *common law* es la siguiente: “si uno de los objetivos de un pacto de accionistas es imponer obligaciones en la conducta de una de las partes como directores (*i.e.*, restringir [*fetter*] su discreción), será inválido a menos que todos los accionistas sean partes del acuerdo. De otro modo, es más seguro no incluir obligaciones o compromisos en el pacto que vinculen a los directores, pues lo más probable es que sean nulos y, a menos que sean separables, todo el acuerdo podría ser anulado”. Coincide también con este criterio WOLF, R. C., *The Law and Practice of Shareholders' Agreements in National and International Joint Ventures: Common and Civil Law Uses. With Multiple Clauses and Forms for the Practitioner*, New York, Wolters Kluwer, 2014, 188, quien indica que un pacto de accionistas que pretende el control del directorio es seguramente válido en las jurisdicciones del *common law*, si la sociedad de referencia es una sociedad de responsabilidad limitada (*private limited liability company*) o una sociedad anónima cerrada (*close corporation*), siempre que se trate de un pacto de accionistas entre todos los accionistas de la sociedad. “Menos que un pacto de accionistas unánime, hace surgir dudas y aplicación de reglas legales sobre protección a los derechos de los minoritarios”. En el mismo sentido, COX, HAZEN y O'NEAL, *Corporations*, cit., 369, declaran que el criterio consiste en que, para la validez del pacto, este debe haber sido firmado por todos los accionistas, el acuerdo no puede ser dañino para futuros accionistas, y el acuerdo solo restringe el juicio de los directores en áreas específicas, como la selección de ejecutivos, su pago y la emisión de nuevas acciones.

debe ser cumplido por la sociedad, aun si no ha sido firmado por todos los accionistas, si: i) la sociedad es una sociedad anónima cerrada, ii) los accionistas minoritarios no lo objetan y iii) los acuerdos son razonables. De hecho, en este caso el pacto había sido celebrado por dos grupos de accionistas, cada uno de los cuales contaba con un 47.5% de las acciones, siendo ajeno al pacto un empleado de la sociedad que contaba con el 5% de estas. El acuerdo consistía, entre otras cosas, en que el pago de dividendos se realizaría a partir de una fórmula que determinaba la persistencia de una reserva de 500.000 dólares y que a la muerte de alguno de los accionistas firmantes la sociedad se comprometería al pago de una pensión en beneficio de su viuda. La Corte estimó que no había daño para terceros, al contrario, la reserva era beneficiosa para los acreedores sociales, y el accionista minoritario que no era parte del contrato no había objetado el acuerdo⁸.

Por su parte, el modelo ideal sugerido por la *Model Business Corporation Act* (MBCA) va más allá que el estado del derecho positivo norteamericano, en términos de reconocimiento de la validez y eficacia de los pactos sobre la gestión de una sociedad anónima cerrada. La MBCA reconoce que un pacto de accionistas que incida en el poder de decisión del directorio es efectivo entre los accionistas y ante la sociedad, aunque sea inconsistente con otras reglas de la misma ley modelo, incluso en el sentido de restringir el poder de decisión del directorio. Sin embargo, este acuerdo deja de tener valor si la sociedad anónima pasa de ser cerrada a ser abierta. Además, la celebración del pacto libera al director de su responsabilidad, transmitiéndola a la persona a quien se han transferido los poderes de decisión que originalmente correspondían al directorio⁹. La MBCA indica, en su comentario oficial, que sus redactores deciden alejarse de los criterios adoptados por la judicatura y prefieren crear un modelo que otorgue mayor certeza de cumplimiento a los pactos de accionistas, que son obligatorios para los firmantes pero que también afectan a la sociedad, es decir, que para su cumplimiento se puede recurrir a las tutelas sociales¹⁰.

Como se puede apreciar, los criterios analizados han sido elaborados a partir de casos que han tenido lugar a propósito de sociedades anónimas cerradas, al punto que los comentaristas no se pronuncian sobre su validez en sociedades anónimas abiertas y que la MBCA sugiere que se declaren inválidos una vez que la sociedad de referencia pasa de cerrada a abierta. En el apartado siguiente se exploran las razones que dan lugar a este estado de cosas.

8 CLARK, R. C., *Corporate Law*, 2.^a ed., New York, A. A. Balkema, 1986, 784, considera que este es el *leading case* en el derecho norteamericano.

9 *Model Business Corporation Act* § 7.32. *Shareholder agreements*.

10 Corporate Laws Committee American Bar Association Business Law Section, *Model Business Corporation Act. Official Text with Official Comments and Statutory Cross-references Revised through December 2010*, Chicago, American Bar Association Book Publishing, 2010, cap. 7-61 a 7-66.

B. Los pactos relativos a la administración en las sociedades anónimas abiertas

Los pactos de accionistas sobre la administración de sociedades anónimas abiertas son un tema ausente en la literatura jurídica de Estados Unidos¹¹. El nivel de dispersión de las sociedades cotizadas da lugar a que sea muy difícil controlarlas por medio de pactos de accionistas, siendo los pactos relativos al voto de los directores, por definición, acuerdos que tienen esa finalidad¹². No obstante, podría pensarse que este estado de cosas variará en el futuro, como consecuencia de la formación de coaliciones entre inversionistas institucionales, pues actualmente estos grupos de accionistas son titulares del 73% de la propiedad de las 1.000 mayores corporaciones estadounidenses. Esto implica una desviación del paradigma clásico de propiedad dispersa descrito por Berle y Means, en el sentido de que la propiedad de las acciones estaría actualmente mediatizada por inversionistas institucionales, lo que podría favorecer la coordinación entre accionistas, aunque generando nuevos problemas de agencia¹³. Sin embargo, en muchas sociedades cotizadas en Estados Unidos la participación del segundo o tercer inversionista institucional corresponde a pequeños porcentajes, cercanos al 1%, con lo cual la ausencia de una cantidad suficiente de accionistas con participaciones de porcentajes relevantes dificulta la coordinación. Además, los mayores niveles de protección a minoritarios determinan que los beneficios privados del control sean más escasos que los que se pueden obtener en otras jurisdicciones, con lo cual la inversión de formar coaliciones para controlar el directorio es menos rentable¹⁴. Por todo esto, los inversionistas institucionales, que constituyen en la mayoría de los casos los accionistas con mayor participación en las sociedades cotizadas estadounidenses, prefieren adoptar posiciones pasivas, evitando ejercer derechos

11 En el mismo sentido, VENTORUZZO, M., “Why Shareholders’ Agreements are Not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation”, *Bocconi Legal Studies Research Paper*, Penn State Law Research Paper n.º 42, 2013, 3.

12 Una investigación empírica para comparar el uso de pactos de accionistas en sociedades cotizadas brasileñas y estadounidenses rastreó este tipo de pactos durante los años 2010 a 2012 (MASULLO, H., “Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies: A Comparison between the U.S. and Brazil”, *Brazilian Journal of International Law*, vol. 12, n.º 2, 2015, 402-419). En esta investigación se revisaron más de 8.000 documentos para encontrar solo 69 pactos de accionistas en la base de datos de la *Securities and Exchange Commission* (denominada EDGAR). La investigación concluyó, entre otras cosas, que los pactos de accionistas encontrados para este período en Estados Unidos (69 pactos) “no restringen derechos y obligaciones de los accionistas ni de los administradores tanto como los pactos brasileiros. Por ejemplo, mientras muchas compañías brasileiras buscan utilizar pactos de accionistas para vincular los votos de los directores, los pactos estadounidenses no contienen estipulaciones similares” (MASULLO, “Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies”, cit., 404).

13 GILSON, R. J. y GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, vol. 113, 2013, 916.

14 VENTORUZZO, “Why Shareholders’ Agreements are Not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation”, cit., 5.

de gobierno y restringiéndose a la técnica de salida (venta), considerando el costo de administrar y el riesgo de responsabilidad en el que podrían incurrir¹⁵.

Por todo lo anterior, se puede presumir la ausencia de pactos de accionistas relativos a la gestión de sociedades cotizadas en Estados Unidos, lo que explica que no exista una rica discusión dogmática sobre este tema en esta clase de sociedades anónimas. Sin embargo, a partir de la noción de primacía del directorio para la administración de la sociedad anónima, es difícil imaginar que las cortes estadounidenses ordenaran el cumplimiento de tales pactos en sociedades anónimas abiertas. En este sentido se puede comprender la decisión de los redactores de la MBCA, en orden a contemplar una regla según la cual cesa la eficacia de los pactos de accionistas cuando una sociedad anónima cerrada pase a ser una sociedad anónima abierta¹⁶.

II. El debate sobre la licitud o ilicitud de los pactos relativos a la gestión social en el derecho español

A. La posición institucionalista

La revisión del derecho español se justifica por constituir el sistema jurídico continental donde probablemente ha existido mayor discusión doctrinal alrededor del problema de la validez de los pactos sobre el voto de los directores de sociedades anónimas. Además, la discusión española se ha desarrollado desde los puntos de vista más variados, ya que en otras jurisdicciones continentales, como Italia o Francia, la posición mayoritaria en contra de la validez de los pactos se funda en razones principalmente institucionalistas: los pactos sobre el voto de los accionistas son contrarios al diseño institucional imperativo de la sociedad anónima, que supone la administración por un directorio y no por personas ajenas al órgano colegiado. En este sentido, los pactos parasociales sobre el voto de los directores implican una sustracción de la función de gestión que contraviene la regulación imperativa de la sociedad anónima¹⁷.

En el derecho español, la doctrina se ha manifestado mayoritariamente en contra de la validez de los pactos parasociales sobre el voto de los consejeros. Los

15 GILSON y GORDON, "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights", cit., 865. Por su parte, BAINBRIDGE, S. M. "Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance", *Northwestern University Law Review*, vol. 97, n.º 2, 2002, 569, considera que además de las restricciones legales al poder de los accionistas existen una serie de otras reglas que evitan que los accionistas ejerciten una influencia decisiva sobre el gobierno de las sociedades cotizadas, pues desincentivan la adquisición de grandes bloques de acciones y la comunicación y coordinación entre accionistas. Entre estas reglas se encuentran los deberes informativos para accionistas de tamaño relevante, las reglas sobre votación y comunicaciones entre accionistas, y las reglas sobre uso de información privilegiada y ganancias de corto plazo.

16 MBCA § 7.32. *Shareholder agreements* (d): "An agreement authorized by this section shall cease to be effective when the corporation becomes a public corporation".

17 MARTÍNEZ ROSADO, *Los pactos parasociales*, cit., 317-318 y 328.

fundamentos de esta posición han sido tradicionalmente institucionalistas, como el expresado en el párrafo anterior¹⁸. Se agregan a este argumento, para formar lo que Paz-Ares califica como el “fundamento triangular”, dos razones más¹⁹. Primero, que este tipo de pactos conculcaría el principio de deliberación en el consejo de los acuerdos que se adoptan por este órgano colegiado, pues los consejeros quedarían reducidos a un mero transmisor de información, en este caso, de acuerdos adoptados fuera de su seno²⁰. Segundo, que la celebración de estos pactos no exonera de responsabilidad a los consejeros por sus decisiones, con lo cual quedarían siempre sujetos a responsabilidad por los acuerdos adoptados por el consejo de administración, ya sea porque contravienen el pacto o porque contravienen el derecho societario imperativo. Para liberarlos de esta posición, necesariamente debe considerarse que los pactos no son válidos²¹. Una posición institucionalista moderada considera que, en general, los pactos parasociales pueden ser válidos aun cuando contravengan principios configuradores del tipo social, si las reglas en que se manifiestan estos principios buscan proteger derechos individuales de los socios, pues en este caso el fundamento de protección del derecho societario, *i.e.*, la protección de la esfera de terceros, decae²².

No obstante, luego de la reforma a la Ley de Sociedad de Responsabilidad Limitada en 1995, se entiende que el directorio se encuentra sometido a la junta de accionistas, no solo en cuanto a la posibilidad de revocación sin necesidad de invocar causa, sino en cuanto a que la junta puede impartir instrucciones al órgano de ad-

18 La doctrina española reconoce a A. Menéndez Menéndez como el exponente paradigmático de la posición institucionalista tradicional (véase, de su autoría, “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima”, en *Estudios de derecho mercantil en homenaje a Rodrigo Urra*, Madrid, Civitas, 1978, 353-380). En el mismo sentido, véase VICENT CHULIÁ, F., “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, en *Derecho mercantil de la comunidad económica europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, 1235-1236, quien expresa que tienen objeto ilícito aquellos pactos que intentan vincular la actuación del consejo de administración ya sea a través de la imposición de contenidos o procedimientos de adopción de decisiones, por ser contrarios a la estructura orgánica de la sociedad, que determina que la administración recaea en el consejo, cuyos integrantes administran en beneficio del interés social y responden en caso de contravenirlo. Asimismo, en términos generales, MAMBRILLA RIVERA, V., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 181-182, 1986, 322, coincide en que el ordenamiento imperativo de la sociedad anónima se constituye como límite de validez a los pactos parasociales, particularmente sindicatos de voto. MARTÍNEZ ROSADO, *Los pactos parasociales*, cit., 342, considera que estos pactos son ilícitos pues constituyen una “violación a la distribución de competencias que realiza la ley”.

19 Este triple fundamento es sintetizado por PAZ-ARES, C., “Fundamentos de la prohibición de los pactos de votos para el consejo”, [en línea], *InDret*, n.º 4, 2010, 2-3, disponible en: http://www.indret.com/pdf/780_es.pdf [consultado el 6 de enero del 2018], quien sostiene que este criterio institucionalista es el que prima en la “experiencia jurídica internacional”.

20 MENÉNDEZ MENÉNDEZ, “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima”, cit., 377; MARTÍNEZ ROSADO, *Los pactos parasociales*, cit., 345.

21 *Ibíd.*, 331.

22 VAQUERIZO, A., “Artículo 29. Pactos reservados”, en ROJO, Á. y BELTRÁN, E. (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, Madrid, Civitas y Thomson Reuters, vol. 1, t. 1, 2011, 403-405.

ministración sobre asuntos de gestión²³. Si bien no existe una norma que establezca expresamente esta facultad a propósitos de sociedades anónimas, la doctrina estima que cabe una aplicación analógica respecto de las sociedades anónimas cerradas, aunque no así respecto de las sociedades cotizadas²⁴. Lo anterior, según Paz-Ares, determina el “desplome” del fundamento triangular, pues ya no es posible sostener la independencia de criterio de los administradores como una regla legal imperativa²⁵.

B. La posición contractualista

Por esto, Paz-Ares sugiere un fundamento alternativo para la ilicitud de los pactos relativos al voto de los consejeros, un fundamento contractualista. El núcleo del argumento consiste en que, desde una perspectiva contractualista, un pacto semejante carece de “legitimación por consenso”. El argumento dogmático se construye a partir de la analogía con el mandato colectivo, figura comparable a la relación entre socios (accionistas) y consejeros. En el mandato colectivo, al haber pluralidad de mandantes, no caben ni la revocación ni las instrucciones que solo provengan de una fracción de los mandantes. El mandato colectivo solo tolera revocación e instrucciones colectivas, esto es, de todos los mandantes. Finalmente, Paz-Ares sostiene que la nulidad de estos pactos es ineludible, pues es la única forma de hacer efectiva la inoponibilidad de los pactos a la sociedad establecida en el artículo 29 LSC. El autor explica que el pacto firmado por los accionistas no tiene ningún problema de ilicitud, pese a lo cual es inoponible a la sociedad. Pero si el pacto es firmado por los consejeros, ni siquiera puede ser válido entre ellos, ya que, más allá de cualquier consideración de fondo, la validez del pacto entre las partes implicaría necesariamente su oponibilidad a la sociedad²⁶.

23 Salvo disposición contraria en los estatutos, como reza el artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, en adelante LSC). Es importante recalcar que en España las sociedades de responsabilidad limitada son sociedades cuyo capital se divide en partes alícuotas, llamadas participaciones, y que son tratadas como sociedades de capital. Estas “participaciones” difieren de las acciones de sociedades anónimas en que no se consideran valores “mobiliarios” o “negociables” (véase IGLESIAS, J. L. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Las sociedades de capital. Aspectos básicos”, en MENÉNDEZ, A. y ROJO, Á. [dirs.], *Lecciones de derecho mercantil*, vol. 1, 2011, 401-407).

24 ESTEBAN VELASCO, G., “Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión”, en ROJO y BELTRÁN (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. 1, t. 1, cit., 1217.

25 PAZ-ARES, “Fundamentos de la prohibición de los pactos de votos para el consejo”, cit., 4.

26 *Ibid.*, 3-18. Por su parte, JUAN GÓMEZ, M. C., “Eficacia ad extra de los pactos parasociales, ¿realidad o ficción?”, *La Ley*, n.º 4608, año XXXVI, 2015, 3, adhiere a la tesis de Paz-Ares y afirma, a mayor abundamiento, que es imposible que un sujeto, siendo al mismo tiempo socio y administrador, se desdoble para el cumplimiento del pacto y, simultáneamente, para administrar en beneficio del interés social. Complementa la posición contractualista la opinión de ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Pactos parasociales para el consejo de administración”, [en línea], *Lecciones. Almacén de Derecho*, 2017, disponible en: <http://almacenederecho.org/pactos-parasociales-consejo-administracion/> [consultado el 11 de diciembre de 2017], según la cual los pactos sobre el voto del consejo son nulos pues corresponden a una promesa de hecho de tercero con causa ilícita.

C. La posición favorable a la licitud de los pactos sobre el voto de los consejeros

Por último, en la doctrina española también existe una corriente minoritaria que reconoce la licitud de los pactos parasociales sobre el voto de los consejeros²⁷. Los argumentos a favor de la licitud de los pactos son los siguientes: primero, su reconocimiento por medio de la exigencia legal de que sean informados, incorporada por la Ley de Transparencia²⁸. Esta referencia en un artículo transitorio de una ley que tiene objetivos informativos implicaría el reconocimiento de su licitud. Un segundo argumento apela a la ingenuidad que comportaría considerar que los acuerdos se toman en el consejo de administración, pues los acuerdos en la mayoría de los casos se tomarían fuera del consejo bajo la influencia de los accionistas, cuestión no contradictoria con la persecución del interés social, pues muchas veces el interés de un grupo de accionistas y el interés social son compatibles²⁹. Esta posibilidad estaría refrendada por la posibilidad de impartir instrucciones por la junta al consejo, reconocida legislativamente³⁰. Un tercer argumento consiste en que, al ser el pacto inoponible a la sociedad, no puede afirmarse que contravenga alguna regla del ordenamiento societario, precisamente porque debido a la inoponibilidad no se afecta la esfera social, lo que explica además que el pacto no afecta la responsabilidad del administrador por las decisiones sociales³¹. Un cuarto argumento aduce que el pacto cumple una función de mejora de gobierno corporativo, pues los acuerdos de mayoría permiten disminuir los costos de agencia³². Un quinto argumento expresa que los pactos sobre la gestión de la sociedad serían válidos al menos en tres casos:

27 La calificación de esta posición como “minoritaria” o “aislada” corresponde, entre otros, a trabajos que realizan una revisión completa de la doctrina española sobre pactos parasociales relativos al voto de los consejeros (JUAN GÓMEZ, “Eficacia ad extra de los pactos parasociales. ¿realidad o ficción?”, cit., p. 3 y MARTÍNEZ ROSADO, *Los pactos parasociales*, p. 334).

28 En este sentido, SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., “Pacto parasocial para el consejo de administración”, *Revista de Derecho de Sociedades*, Aranzadi y Thomson Reuters, n.º 38, enero-junio 2012, 353-354; FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado código mercantil”, *La Ley Mercantil*, n.º 3, 2014, 19. El artículo referido corresponde a la Ley 26/2003, de 17 de julio, sobre Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas, aunque la referencia específica a los pactos sobre el ejercicio del derecho a voto en el consejo se encontraba en el apartado 2 c la disposición transitoria tercera de la Ley de Transparencia. Hoy, exigencia incorporada en los artículos 530 a 535 LSC. RECALDE CASTELLS, A. y DE DIOS MARTÍNEZ, L. M., “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica”, *La Ley*, n.º 5929, año XXV, 2004, 4 aclaran que si bien el actual artículo 530 LSC no hace referencia a los pactos sobre el ejercicio del voto en el consejo, es razonable pensar que se trata de una laguna no deseada por el legislador. Ahora bien, como señala MARTÍNEZ ROSADO, *Los pactos parasociales*, cit., 345, es evidente que su publicación no convalida su invalidez.

29 SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Pacto parasocial para el consejo de administración”, cit., 359-360.

30 FERNÁNDEZ DEL POZO, “Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado código mercantil”, cit., 21.

31 SÁNCHEZ ÁLVAREZ, “Pacto parasocial para el consejo de administración”, cit., 355.

32 *Ibíd.*, 356.

al tratarse de instrucciones lícitas a una empresa dominada en una estructura de grupo de sociedades; por conversión de negocio jurídico, pues los pactos podrían valer como acuerdo de la junta de impartir instrucciones al consejo, y a propósito de pactos omnilaterales³³.

No obstante, la posición mayoritaria en el derecho español sigue siendo la que considera que estos pactos son inválidos, ya sea a partir de criterios institucionalistas o contractualistas. Probablemente por esta razón, la Propuesta de Código Mercantil español ha incorporado este criterio como norma expresa³⁴.

III. Comparación del derecho español y estadounidense sobre pactos relativos al voto de los directores

A. Criterios comunes en la dogmática comparada sobre pactos relativos al voto de los directores

A pesar de las diferencias entre los sistemas jurídicos estadounidense y español, e incluso de las diferencias de perspectivas doctrinales que se pueden apreciar internamente, en particular en este último ordenamiento, se observan ciertos criterios comunes.

a) La doctrina norteamericana coincide, desde un punto de vista contractual, en que los pactos sobre el voto de los directores de sociedades cerradas no resultan problemáticos si son omnilaterales. La doctrina española es más cautelosa en este sentido. Si bien la posición minoritaria a favor de la licitud estima que los pactos omnilaterales sobre el voto han de ser lícitos, la doctrina institucionalista no distingue entre pactos de todos o algunos de los socios para calificar su ilicitud³⁵. No obstante, el fundamento contractualista español de la ilicitud de los pactos sobre el voto de los directores radica en la “externalidad o efecto externo no contratado” para el accionista no firmante³⁶. Como es obvio, este efecto no tiene lugar en un pacto omnilateral, lo que permite considerar que a partir de la teoría contractualista no hay obstáculos para estimar que los pactos omnilaterales sobre el voto de los directores

33 FERNÁNDEZ DEL POZO, “Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado código mercantil”, cit., 22-27.

34 Sección 4.ª. De los pactos parasociales, artículo 213-21, Pactos parasociales, 2.: “Son nulos aquellos pactos parasociales por los que uno o varios administradores de la sociedad se obliguen a seguir las instrucciones de socios o de terceros en el ejercicio de su cargo”. Para un comentario a este artículo de la propuesta, véase ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La regulación de los pactos parasociales en la Propuesta de Código Mercantil”, [en línea], *Lecciones. Almacén de Derecho*, 2013, disponible en: <http://derechomercantilesmana.blogspot.cl/2013/11/la-regulacion-de-los-pactos.html> [consultado el 13 de diciembre de 2017].

35 NOVAL PATO, J., *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales*, Madrid, Civitas y Thomson Reuters, 2012, 129-133.

36 PAZ-ARES, “Fundamentos de la prohibición de los pactos de votos para el consejo”, cit., 17-18.

son lícitos, más allá de las restricciones que imponen los derechos de terceros a la sociedad.

b) El criterio común en el derecho estadounidense es la radicación de la licitud de los pactos sobre el voto de los directores, cumplidas ciertas condiciones, en el ámbito de las sociedades cerradas. La posición tradicional española no distingue entre sociedades anónimas cerradas y cotizadas, e incluso la fundamentación contractualista no lo hace³⁷. Evidentemente, esto último no significa que la posición contractualista española no sea consciente de las diferencias en la función de los pactos en sociedades abiertas y cerradas³⁸. La cuestión es que no resulta necesario realizar la distinción a propósito de la invalidez de los pactos parasociales relativos al voto, pues una vez hecho el punto a propósito de las sociedades anónimas cerradas, *a fortiori*, está hecho el punto para las sociedades cotizadas: si el fundamento de la ilicitud del pacto está dado por la externalidad o efecto no contratado en una sociedad anónima cerrada, con mayor razón en una abierta.

Las diferencias entre el estado de la cuestión en el derecho español y en el derecho estadounidense derivan, como es obvio, de particularidades de sus respectivos sistemas, pero no, que es lo que importa, de cuestiones de principio. En ambos sistemas se observa una evolución desde posturas institucionalistas a posturas contractualistas, y ambas evoluciones están impulsadas por necesidades del tráfico propias de las sociedades anónimas cerradas. Sin embargo, el derecho español, al ser un ordenamiento continental, sigue estando limitado por el sistema³⁹. En cambio, el derecho estadounidense evoluciona a partir de criterios jurisprudenciales que, como demuestra *Galler v. Galler*, son más pragmáticos y flexibles.

B. El fundamento para la aceptación de la validez de los pactos de todos los socios en sociedades anónimas cerradas

La sociedad anónima cerrada tiene sustancialmente la misma estructura legal que la sociedad anónima abierta, pero en la realidad del tráfico satisface otros intereses

37 Ibíd., 11: “Mi argumento es universal: vale para sociedades abiertas o cerradas, civiles o mercantiles, de personas o de capitales”.

38 SÁEZ LACAVE, M. I., “Los pactos parasociales de todos los socios en el derecho español. Una materia en manos de los jueces”, [en línea], *InDret*, n.º 3, 2009, 4-6, disponible en: <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/viewFile/138031/188676> [consultado el 7 de enero del 2018].

39 Es evidente que la posición contractualista española morigeraría la rigidez del sistema si se compara con la posición institucionalista. Sin embargo, aun la posición contractualista española debe construirse sobre fundamentos legales o, al menos, principios del ordenamiento. Lo anterior determina, por ejemplo, que a partir de la tesis contractualista de PAZ-ARES, “Fundamentos de la prohibición de los pactos de votos para el consejo”, cit., fundada en la analogía con el mandato colectivo, no podría haberse logrado una solución equitativa para *Galler v. Galler*, pues, aun en ausencia de perjuicio para el minoritario, la ilicitud del pacto lo habría hecho *unenforceable*, con lo cual el deudor podría haberse liberado de su obligación a partir de razones formales.

y necesidades, análogos a los de una sociedad de personas⁴⁰. En la sociedad anónima, un elemento central del diseño institucional es la administración centralizada, que consiste en la gestión de la sociedad por un directorio, que adopta decisiones por mayoría y cuyos miembros son elegidos por los accionistas a partir del número de acciones que posean. La administración centralizada es problemática para los accionistas minoritarios de sociedades anónimas cerradas, pues estos, que en términos sustantivos se asocian personalmente con los accionistas controladores, muchas veces tendrán las expectativas de: a) participar en la gestión del negocio; b) obtener parte de los beneficios de este a través de remuneraciones⁴¹, y c) que los compromisos relativos a los desarrollos del negocio, adquisición de insumos, negociaciones con los mismos accionistas, etc. no resulten defraudados. La razón de que la administración centralizada sea problemática radica en que el cumplimiento de estos compromisos, que forman parte sustancial del contrato social, depende de decisiones del directorio que, en un esquema de propiedad concentrada como el que usualmente se da en la sociedad anónima cerrada, es dependiente, a su vez, de la voluntad del accionista mayoritario. Por lo mismo, los accionistas minoritarios querrán tener veto respecto de, al menos, las decisiones relativas a los aspectos expresados⁴². Este veto sobre decisiones que puedan alterar lo acordado en el pacto social puede obtenerse por medio del pacto de accionistas. Al final, la gran virtud de los pactos de accionistas es que para modificarlos se requiere el consentimiento unánime de las partes del contrato, lo que les permite a los minoritarios quedar a recaudo de las reglas de mayorías de las sociedades de capital⁴³. Por esto, la forma más adecuada para la personalización de la sociedad anónima cerrada, adaptándola a su finalidad práctica, es la celebración de un pacto entre todos los socios, que termina por identificarse con el contrato social.

40 La explicación clásica de la sociedad anónima cerrada como equivalente funcional de la sociedad colectiva (“*the closed corporation is the functional equivalent of the partnership*”) corresponde a HETHERINGTON, J. A. C. y DOOLEY, M. P., “Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem”, *Virginia Law Review*, vol. 63, n.º 1, 1977, 1-6. Por su parte, ROCK, E. B. y WACHTER, M. L., “Waiting for the Omelette to Set: Match Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations”, en McCahery, J.; RAAIJMAKERS, T. y VERMEULEN, E. (eds.), *The Governance of Close Corporations and Partnerships. US and European Perspectives*, Oxford, Oxford University Press, 2004, 95, explican por qué los socios podrían preferir constituir una sociedad anónima cerrada en vez de una sociedad colectiva para ciertos tipos de negocios.

41 EASTERBROOK, F. H. y FISCHEL, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991, 229.

42 CLARK, *Corporate Law*, cit., 762; EASTERBROOK y FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., 233.

43 NOVAL PATO, *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad*, cit., 113.

C. El fundamento de la irrelevancia de los pactos de accionistas para el control en sociedades anónimas abiertas: la cuestión de la primacía del directorio y de la protección de accionistas minoritarios

A diferencia de la sociedad anónima cerrada, la sociedad abierta está estructurada a partir del principio de primacía del directorio. La administración centralizada supone, en el modelo clásico de separación de propiedad y control de la sociedad anónima cotizada, que los accionistas queden fuera de la gestión, pudiendo adoptar otras estrategias para el cuidado de su inversión: venta (gracias a la existencia de un mercado suficientemente profundo), impugnación, responsabilidad de los directores, diversificación de inversiones, remuneración de los directores conforme al resultado, etc. El interés social los protege, pues es lo que los administradores deben perseguir al adoptar decisiones, pero el interés social no se identifica con la suma de intereses individuales de los accionistas, más aún, cuando se trata de sociedades en las que existe un gran número de accionistas, no puede sino convertirse en una noción abstracta, que se identifica con el mayor beneficio económico para la sociedad y, reflejamente, para sus accionistas⁴⁴. Visto desde otra perspectiva, este es el fundamento de la *business judgement rule* en sociedades anónimas cotizadas: el

44 HOVENKAMP, H., *The Opening of American Law. Neoclassical Legal Thought. 1870-1970*, New York, Oxford University Press, 2015, 172-183, describe la evolución de la comprensión del derecho de sociedades norteamericano durante el siglo XX a partir del pensamiento económico neoclásico en el sentido expresado en este párrafo. En el mismo sentido, DEMOTT, D., "Shareholders as Principals", [en línea], en RAMSAY, I. (ed.), *Key Developments in Corporate Law and Equity: Essays in Honour of Professor Harold Ford*, Sydney, Butterworths, 2002, disponible en: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/874 [consultado el 8 de enero de 2018] [5.6-5.7], quien sostiene que los directores pasaron de ser agentes susceptibles de instrucciones por los propietarios a través de la junta de accionistas, a constituir, como directorio, un verdadero órgano de la sociedad, a través de la restricción de los poderes de la junta a una lista taxativa, y dejando el resto de poder de administración a los directores en los estatutos (cita como ejemplo la sección 141 (a) del *Delaware's Corporation Statute*, análogo al artículo 40 LSA); evolución que ha dado lugar a que la Corte Suprema de Delaware afirme que "uno de los dogmas más fundamentales del derecho de sociedades de Delaware es que el directorio tiene la principal responsabilidad para la gestión del negocio y asuntos de una sociedad anónima" (*Quickturn Design Sys, Inc. v. Mentor Graphics Corp.* (Del 1998) 721 A2d 1281). HOVENKAMP, cit., 178, atribuye al economista Irving Fisher la elaboración del "teorema de la separación". El teorema se funda en la observación de que los accionistas, como todas las personas, buscan maximizar su utilidad, y recurren a una lista de deseos, recursos limitados y valores para priorizarlos. La firma, en cambio, es creada para maximizar utilidades. Por lo tanto, la maximización de los accionistas no es equiparable a la maximización de valor de la firma, que corresponde al relativamente sencillo problema de decidir cuál es la acción que maximiza valor. De esto se desprende que el objetivo de maximización de valor de la firma no puede definirse a partir de las preferencias individuales de los accionistas. En consecuencia, una teoría jurídica de las sociedades puede adoptar alguno de estos tres presupuestos: primero, que el comportamiento de la sociedad corresponde a los deseos agregados de cada uno de los accionistas; segundo, que cada accionista desea el aumento de valor de su inversión, por lo que cualquier decisión que maximiza valor debe considerarse una decisión unánimemente consentida por los socios; tercero, que la firma debe maximizar valor y dejar de preocuparse de los reales intereses de los accionistas. Según HOVENKAMP, ob. cit., 178, la evolución del derecho de sociedades anónimas en Estados Unidos consistió en el reemplazo del primer presupuesto, propio del siglo XIX, por el segundo o el tercero en el siglo XX.

riesgo de la decisión de administración recae en los accionistas. Del infinito rango de decisiones que pueden adoptar los administradores de una sociedad, con la finalidad de maximizar valor, cualquiera de ellas es lícita, siempre que sea adoptada por el directorio, deliberando de manera informada y sin conflictos de intereses. El riesgo del resultado de una decisión adoptada de esta forma recae en los propios accionistas quienes, por lo tanto, no pueden influir en las decisiones de administración, pues de lo contrario impedirían que la decisión del directorio sea autónoma. A partir de este modelo, la voluntad de la sociedad es la voluntad del directorio. Esto permite evitar situaciones de conflicto de intereses, facilitando que la administración de la sociedad sea en beneficio del interés social y, por lo tanto, que los accionistas puedan invertir confiadamente en sociedades anónimas que ofrecen sus títulos en el mercado de valores⁴⁵. En cambio, si la decisión de los directores no es independiente, entonces ya no cabe presumir que tal decisión fue adoptada en beneficio del interés colectivo: es por esto que la decisión adoptada con conflicto de intereses no queda protegida bajo el manto de la *business judgement rule*⁴⁶. Pero, como se ha visto, el nivel de dispersión del mercado norteamericano y otras razones adicionales hacen que las posibilidades de que los accionistas ejerzan el control de las sociedades abiertas sean bajas, con lo cual el problema de los pactos de accionistas sobre el voto de los directores en sociedad abiertas se vuelve, hasta ahora, irrelevante.

En consecuencia, en el derecho estadounidense se ha considerado que, en un mundo ideal (que llamaremos MBCA), la necesidad de estabilidad del pacto social en sociedades cerradas puede dar lugar no solo a la validez de los pactos sobre el voto de los accionistas, sino a su oponibilidad a la sociedad⁴⁷, trastornándose la estructu-

45 Desde una perspectiva contractualista (VANBERG, V., “Una interpretación contractualista de las organizaciones sociales”, en KERN, L. y MÜLLER, H. P. (comps.), *La justicia: ¿discurso o mercado?*, E. Garzón (trad.), Barcelona, Gedisa, 2000, 163-179), puede sostenerse que este es el “diseño constitucional para la cooperación en sociedades de tal tamaño y dispersión”. Por esto, alejarse de este modelo implica transgredir el contrato social, en el sentido de romper “las condiciones-marco dentro de las cuales los individuos persiguen sus propios objetivos de acción” (p. 170).

46 BAINBRIDGE. “Director Primacy”, cit., 562. Como sostiene CLARK, *Corporate Law*, cit., 124, el fundamento de las excepciones de fraude o conflictos de intereses consiste en que, en aquellos casos en que los directores han intentado perseguir sus propios intereses, o han intentado influir los términos de una transacción en su propio interés, “sus decisiones no están realmente dentro de la categoría de ejercicios discrecionales de poder en nombre de la sociedad que quisiéramos proteger”. La referencia exclusiva al interés propio de los directores se debe a que la dispersión accionaria impide, en principio, la influencia de los accionistas en los directores. Por esto, no es un problema real para las sociedades cotizadas norteamericanas. Pero es obvio que la misma razón existe cuando el conflicto de intereses corresponde a los controladores que adoptan una decisión que correspondería a los directores, como ocurre típicamente cuando se conduce la sociedad en interés del grupo y no en interés de la sociedad. Debe recordarse que el deber legal de los directores en Chile no es solamente evitar practicar actos contra el interés social (art. 42 n.º 7 LSA), sino que también les está prohibido “adoptar políticas o decisiones que no tengan por fin el interés social” (art. 42 n.º 1 LSA), que es precisamente lo que ocurre cuando la política adoptada persigue la conveniencia de los accionistas partes del pacto de control o del grupo societario del cual la sociedad de referencia es parte.

47 En este sentido, véase BULLOCH, S. N., “Shareholder Agreements in Closely Held Corporations: Is Sterilization an Issue?”, *Temple Law Quarterly*, vol. 59, 1986, 79, quien señala que “el argumento que

ra corporativa de la sociedad de capital (en beneficio de la realidad), a un punto tal que se libera a los administradores de responsabilidad por las decisiones adoptadas en conformidad con el pacto, atribuyéndosela a quien efectivamente ha adoptado la decisión. Pero el mundo ideal no tolera la incorporación de estos pactos en sociedades anónimas cotizadas, en las que el modelo de administración por el directorio es relevante para el adecuado funcionamiento del mercado.

La situación es diversa en el derecho español, particularmente a partir de la reforma a la Ley de Sociedades de Capital por la Ley 31/2014. Antes de la reforma, la Ley de Sociedades de Capital establecía la posibilidad de que la junta pudiese impartir instrucciones a los consejeros, aunque esa facultad solo se reconocía expresamente para la sociedad de responsabilidad limitada. Se produjo en este punto un debate sobre el alcance de esta regla, en el que parte de la doctrina tenía el cuidado de excluir de la analogía a las sociedades cotizadas⁴⁸. La reforma al artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital zanjó el debate a favor de la tesis que no ve problemas en que la junta de accionistas imparta instrucciones al consejo de administración, reconociendo expresamente esta facultad para todos los tipos sociales regulados en esta ley. De todas maneras, la doctrina que comenta esta reforma sugiere que la modificación legal no puede ser interpretada de forma aislada respecto de otras normas de la Ley de Sociedades de Capital que restringen su alcance. Primero, por cuanto la junta solo tendría facultades para decidir en materias propias de su competencia, lo que supone preguntarse hasta dónde puede invadir el ámbito del consejo de administración en materias de gestión (art. 159.1); segundo, por cuanto los administradores siguen estando sujetos al interés social al ejecutar tales decisiones, lo que implica libertad de juicio e independencia (arts. 225, 226 y 228.d)⁴⁹. En cualquier caso, no

más frecuentemente se formula en contra de los pactos relativos al voto de los directores es que estos, como individuos que controlan la operación de la sociedad anónima, tienen el deber fiduciario, con la sociedad y con todos sus dueños, de utilizar su mejor juicio o criterio a nombre de la sociedad. Cuando las decisiones han sido previamente ordenadas por los accionistas, la discreción del director para usar su mejor criterio se desvanece. Este argumento tiene como premisa la existencia de un cuerpo separado de fiduciarios que actúan de manera independiente respecto de las personas que los eligieron. Este argumento ignora la realidad de una sociedad anónima cerrada, en la que la clásica estructura societaria que corresponde a dueños separados de los administradores no existe. Un pacto de accionistas entre miembros de un grupo controlador en una sociedad anónima cerrada no limita la discreción de ningún cuerpo independiente, sino que más bien limita la discreción del propio grupo controlador”.

48 ESTEBAN VELASCO, “Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión”, cit., 1217. En cambio, otra parte de la doctrina no veía problema en lo anterior, y reconocía, en términos internos, facultades casi ilimitadas a la junta para impartir instrucciones al consejo. Esta posición no veía problema en el otorgamiento de instrucciones de la junta al consejo, pues la representación ante terceros sigue estando en la órbita de poderes del consejo, el que, además, seguía estando restringido por los deberes de los administradores (ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Competencias de la junta e instrucciones a los administradores (i)”, [en línea], *Almacén de Derecho*, miércoles 18 de junio, 2014, disponible en: <https://derechomercantiles.ana.blogspot.com/2014/06/competencias-de-la-junta-e.html> [consultado el 16 de agosto de 2018].

49 RECALDE CASTELLS, A., “Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión”, en ALFARO, J. et al. *Comentarios de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, 54.

se puede hablar de primacía del consejo de administración en el sistema jurídico español y, en opinión de Recalde, ni siquiera puede reivindicarse su autonomía, a diferencia de lo que ocurre en el caso de Alemania o Italia⁵⁰. ¿Significa esto que en el derecho español se abre la puerta a la posibilidad de celebrar pactos parasociales relativos al voto del consejo de administración en sociedades cotizadas?

La respuesta a esta interrogante se torna un poco más compleja luego de la reforma. Como resulta evidente, las objeciones institucionalistas pierden sustento si se limitan al diseño institucional de la sociedad anónima. No así las objeciones contractualistas, que siguen siendo válidas: el pacto sigue generando “una externalidad sobre los socios que no participan en el pacto de sindicación y que tienen derecho a esperar que todos los administradores orienten su voto, en función de la información disponible y de la deliberación en el Consejo, al interés social”⁵¹. Faltaría aquí el fundamento mismo de la obligatoriedad del acuerdo social, por haber sido adoptado, en términos reales, por alguien distinto al órgano social a quien los accionistas contractualmente han acordado o consentido (con su ingreso a la sociedad) reconocer como mecanismo válido de adopción de decisiones sociales⁵². En todo caso, se observa que el fundamento puramente contractualista se debilita en el caso de que el pacto parasocial obligue a la celebración de un acuerdo que, de todas formas, se podría haber acordado con los votos de los miembros del pacto en la junta de accionistas, sin necesidad de los votos de los demás accionistas. Es muy difícil distinguir, en este caso, el fundamento institucionalista del fundamento contractualista, pues podría perfectamente entenderse que el segundo se manifiesta como una suerte de justificación teórica del primero. Por lo mismo, y teniendo en consideración que, en términos reales, es muy improbable esperar deliberación alguna en las juntas de accionistas de sociedades que cuenten con un gran número de accionistas, no es incorrecto sostener que, luego de la reforma al artículo 161 de la Ley de Sociedades de Capital, es al menos más difícil justificar, en el derecho español, la ilegalidad de los pactos parasociales para el consejo en sociedades cotizadas cuando estos acuerdos sean celebrados entre accionistas mayoritarios con participaciones suficientes para adoptar decisiones por ellos mismos. Estas decisiones, por otro lado, seguirían quedando sujetas al régimen de impugnación de acuerdos sociales, lo que debilita el argumento de su invalidez *a priori*.

De todas formas, los accionistas minoritarios de sociedades cotizadas en el sistema jurídico español quedan bien protegidos de los riesgos de expropiación a que pueden dar lugar los pactos para el consejo, pues la ley les da una salida en tales

50 Ibid., 53.

51 ALFARO ÁGUILA-REAL, “Pactos parasociales”, cit., 2.

52 ALFARO ÁGUILA-REAL, “La naturaleza jurídica de los acuerdos sociales”, [en línea], *Almacén de Derecho*, 2016, 9, disponible en: <http://almacenederecho.org/pactos-parasociales-consejo-administracion/> [consultado el 16 de agosto de 2018].

casos, constituida por la OPA obligatoria⁵³, y, como se dijo, los acuerdos siguen estando sujetos al régimen de impugnación de acuerdos sociales⁵⁴. En efecto, si una persona o un grupo de personas que actúan concertadamente reúnen acciones con derechos de voto iguales o superiores al 30% de los derechos de voto sociales (o con un porcentaje menor logran elegir a la mayoría del directorio), esta persona o grupo de personas deben realizar una OPA por el 100% de las acciones de la respectiva sociedad (arts. 128.b y 131 de la Ley de Mercado de Valores y arts. 3.b y 5 n.º 1 b del Real Decreto 1066/2007 que regula las OPAS)⁵⁵. Lo anterior significa que quienes celebraran un pacto de accionistas que les permitiera adquirir el control de la sociedad, deberían hacer una OPA por el total de las acciones de la sociedad. Esto hace menos atractiva la adquisición del control de una sociedad anónima cotizada mediante la celebración de un pacto parasocial que en otras jurisdicciones, en las que no es necesaria la realización de una OPA por la sola celebración de un pacto de accionistas para adquirir el control. La OPA funciona como una efectiva medida de protección para accionistas minoritarios, pues otorga una opción de salida de la sociedad.

Por lo tanto, puede sostenerse que el problema de la licitud de los pactos de accionistas es menos relevante en el derecho español que en sistemas de propiedad altamente concentrados, como los sudamericanos. Esto se debe a que el derecho español cuenta con mecanismos de protección a accionistas minoritarios, como las reglas de impugnación de acuerdos sociales y de la OPA en caso de concertación para el control, con lo cual el problema de la ilicitud de estos pactos en sociedades anónimas cotizadas deviene una discusión menos crucial que en sociedades cerradas. De todas formas, las posiciones institucionalistas y contractualistas son contrarias a la licitud de los pactos parasociales para el consejo

53 Como señala PÉREZ MILLÁN, D., "Pactos parasociales, actuación en concierto y OPA obligatoria", *Cuadernos de Derecho y Comercio*, Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, n.º 52, 2009, 110, la imposición de OPA por la mera concertación parece responder, sobre todo, a la concesión de un derecho de salida o separación a los accionistas minoritarios ante cambios de control en la sociedad.

54 Arts. 204 y 206 LSC. Así lo sugiere también RECALDE CASTELLS, "Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión", cit., 62-63, reafirmando la facultad de la minoría disidente de impugnar. Pero no habría responsabilidad civil de los administradores, no porque la instrucción de la junta les exonere, sino porque no hay relación de causalidad.

55 Para un análisis de la actuación en concierto como causa de OPA en España, véase PÉREZ MILLÁN, "Pactos parasociales, actuación en concierto y OPA obligatoria", cit., 95-132. Este autor señala que luego de la reforma de 2007 a la Ley de Mercado de Valores es obligatorio realizar OPA por la celebración de un pacto parasocial que implique concertación para el control, sin necesidad de acordar, además, adquisición de acciones. En el mismo sentido, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., "Oferta pública de adquisición cuando se alcanza el control", en íd. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de junio*, Cizur Menor, Thomson Reuters, 2009, 109-110. Asimismo, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "Cómputo de los derechos de voto", íbid., 170, indica que la actuación concertada ya no se refiere exclusivamente a la adquisición de acciones, "sino al simple hecho de que varios socios que en conjunto sean titulares de una participación significativa alcancen un acuerdo de sindicación o de concertación sobre la gestión de la sociedad".

de administración, con razones válidas tanto para sociedades anónimas cotizadas como no cotizadas⁵⁶.

En consecuencia, razones propias de cada sistema jurídico explican que en el derecho español y en el derecho estadounidense la discusión sobre la ilicitud de los pactos de accionistas sobre el voto de los directores de sociedades anónimas abiertas o cotizadas no haya tenido la relevancia que sí ha tenido a propósito de sociedades anónimas cerradas. En ambos casos, particularidades de cada sistema hacen que estos pactos sean impracticables, o que al menos existan tutelas suficientes para evitar los eventuales perjuicios que ellos pueden significar para accionistas minoritarios de la sociedad en la que el pacto incide, pero ajenos al pacto que determina aspectos relevantes de la sociedad en la que participan.

Conclusiones

A partir de la comparación de los sistemas jurídicos estadounidense y español, con relación al problema de la licitud o ilicitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores de sociedades anónimas, se puede concluir lo siguiente.

1. Se observa una tendencia, al menos desde la perspectiva contractualista española y estadounidense, a reconocer la licitud y validez de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores, si se trata de pactos de accionistas en los que participan todos los accionistas de la sociedad, esto es, pactos omnilaterales. El fundamento de esta tendencia es la comprensión del pacto de accionistas, en estos casos, como parte integrante del contrato social. En cambio, el reconocimiento de la validez de estos acuerdos cuando no se trate de pactos omnilaterales constituye una posición minoritaria y, en general, supone una exigencia de ausencia de perjuicio para accionistas minoritarios.

2. La discusión sobre la validez de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores es menos relevante a propósito de sociedades anónimas abiertas, particularmente en Estados Unidos, pero también en España. Esta irrelevancia está determinada por características de los respectivos sistemas de gobierno corporativo de cada país: la dispersión accionaria y reglas que desincentivan la coordinación de accionistas para el control en el caso norteamericano, y las tutelas, como los mecanismos de impugnación de acuerdos sociales, la obligación de los consejeros de sujetarse al interés social aun cuando reciban instrucciones de la junta y la obligación de realizar OPA por actuación en concierto, en el caso español.

3. De la irrelevancia práctica del problema de la ilicitud de pactos de accionistas relativos al voto de los directores en sociedades anónimas abiertas o cotizadas no corresponde presumir una supuesta permisividad al respecto en los ordenamientos

56 No obstante, estas razones deben ser reexaminadas a la luz de las recientes modificaciones al régimen de gobierno corporativo que reconocen facultades a la junta de accionistas para otorgar instrucciones al órgano gestor en todas las sociedades de capital.

analizados. Por el contrario, el principio de primacía del directorio, que constituye un fundamento esencial del adecuado funcionamiento contemporáneo de la sociedad anónima como vehículo de inversión de títulos de propiedad en el mercado de valores, determina la necesidad de reconocer que la validez de los pactos sobre gestión de la sociedad anónima que comprometen el voto de los directores es una cuestión excepcionalísima, que solo se puede justificar a propósito de sociedades anónimas cerradas. Pero aun si el principio de primacía del directorio se desdibuja, existen buenas razones, tanto desde perspectivas institucionalistas como contractualistas, para justificar la ilicitud de los pactos sobre el órgano colegiado de gestión de una sociedad anónima. De igual manera, es crucial contemplar tutelas que permitan impugnar actos de gestión contrarios al interés social o instrucciones desleales de la junta, además de permitir la salida expedita de minoritarios en caso de adquisición del control mediante pactos de accionistas, ya sea a través de derecho a retiro u OPA. Esta es, quizás, la lección más importante para el derecho de sociedades latinoamericano.

Referencias

- ALCALDE RODRÍGUEZ, E., “Los convenios sobre el voto y las limitaciones a la transferencia de acciones en la sociedad anónima: otra vuelta de tuerca a la autonomía privada”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 30, n.º 1, 2003, 113-128.
- ALCALDE RODRÍGUEZ, E., *La sociedad anónima. Autonomía privada, interés social y conflictos de interés*, Santiago, Jurídica de Chile, 2007.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La regulación de los pactos parasociales en la Propuesta de Código Mercantil”, [en línea], *Lecciones. Almacén de Derecho*, 2013, disponible en: <http://derechomercantilespana.blogspot.cl/2013/11/la-regulacion-de-los-pactos.html> [Consultado el 13 de diciembre de 2017].
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Competencias de la junta e instrucciones a los administradores (I)”, [en línea], *Almacén de Derecho*, miércoles 18 de junio, 2014, disponible en: <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2014/06/competencias-de-la-junta-e.html> [Consultado el 16 de agosto de 2018].
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “La naturaleza jurídica de los acuerdos sociales”, [en línea], *Almacén de Derecho*, 2016, disponible en: <http://almacenederecho.org/pactos-parasociales-consejo-administracion/> [Consultado el 16 de agosto de 2018].
- ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Pactos parasociales para el consejo de administración”, [en línea], *Lecciones. Almacén de Derecho*, 2017, disponible en: <http://almacenederecho.org/pactos-parasociales-consejo-administracion/> [Consultado el 11 de diciembre de 2017].

BAINBRIDGE, S. M., *Corporation Law and Economics*, New York, Foundation Press, 2002.

BAINBRIDGE, S. M., “Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance”, *Northwestern University Law Review*, vol. 97, n.º 2, 2002, 547-606.

BLACK, B.; GLEDSON DE CARVALHO, A. y GORGA, E., “Corporate Governance in Brazil”, *Emerging Markets Review*, n.º 11, 2010, 21-38.

BULLOCH, S. N., “Shareholder Agreements in Closely Held Corporations: Is Sterilization an Issue?”, *Temple Law Quarterly*, vol. 59, 1986, 61-82.

CLARK, R. C., *Corporate Law*, 2.^a ed., New York, A. A. Balkema, 1986.

Corporate Laws Committee American Bar Association Business Law Section, *Model Business Corporation Act. Official Text with Official Comments and Statutory Cross-references Revised through December 2010*, Chicago, American Bar Association Book Publishing, 2010.

COX, J. D.; HAZEN, T. L. y O’NEAL, F. H., *Corporations*, New York, Aspen Law & Business, 1997.

DAVIES, P. L., “The Notion of Equality in European Takeover Regulation”, en PAYNE, J. (ed.), *Takeovers in English and German Law*, Oxford, Hart, 2002, 9-32.

DEMOTT, D., “Shareholders as Principals”, [en línea], en RAMSAY, I. (ed.), *Key Developments in Corporate Law and Equity: Essays in Honour of Professor Harold Ford*, Sydney, Butterworths, 2002, disponible en: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/874 [Consultado el 8 de enero del 2018].

EASTERBROOK, F. H. y FISCHER, D. R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Harvard University Press, 1991.

ESTEBAN VELASCO, G., “Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión”, en ROJO, Á. y BELTRÁN, E. (coords.), *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital*, vol. 1, t. 1, 2011, 1209-1217.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Acerca de la licitud de los pactos parasociales para el consejo. La mala regulación de la cuestión en el proyectado código mercantil”, *La Ley Mercantil*, n.º 3, 2014, 18-29.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Cómputo de los derechos de voto”, en ZURITA, J. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La regulación de las opas. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de junio*, Cizur Menor, Thomson Reuters, 2009, 144-182.

GILSON, R. J. y GORDON, J. N., “The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights”, *Columbia Law Review*, vol. 113, 2013, 863-928.

HENAO, L., “Los pactos parasociales”, *Revista de Derecho Privado*, Universidad Externado de Colombia, n.º 25, 2013, 179-217.

HETHERINGTON, J. A. C. y DOOLEY, M. P., “Illiquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem”, *Virginia Law Review*, vol. 63, n.º 1, 1977, 1-75.

HOVENKAMP, H., *The Opening of American Law. Neoclassical Legal Thought. 1870-1970*, New York, Oxford University Press, 2015.

IGLESIAS, J. L. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Las sociedades de capital. Aspectos básicos”, en MENÉNDEZ, A. y ROJO, Á. (dirs.), *Lecciones de derecho mercantil*, vol. 1, 2011, 401-419.

JUAN GÓMEZ, M. C., “Eficacia ad extra de los pactos parasociales, ¿realidad o ficción?”, *La Ley*, vol. xxxvi, n.º 4608, 2015, 1-10.

KLEIN, W. A. y RAMSEYER, M. J., *Business Associations. Agency, Partnerships and Corporations*, New York, Foundation Press, 1997.

LEÓN SANZ, F. J., “La reforma de la regulación de opas y el régimen de los pactos parasociales de las sociedades cotizadas”, en LEÓN SANZ, F. J. (dir.), *Tendencias actuales en la ordenación del control y el capital en las sociedades mercantiles*, Madrid, Marcial Pons, 2009, 37-75.

MAMBRILLA RIVERA, V., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 181-182, 1986, 301-365.

MARTÍNEZ ROSADO, J., *Los pactos parasociales*, Madrid, Marcial Pons, 2017.

MASULLO, H., “Shareholder Agreements in Publicly Traded Companies: A Comparison between the U.S. and Brazil”, *Brazilian Journal of International Law*, vol. 12, n.º 2, 2015, 402-419.

- MCCAHERY, J. y VERMEULEN, P. M., “Private Equity and Hedge Fund Activism: Explaining the Differences in Regulatory Responses”, *European Business Organization Law Review*, vol. 9, n.º 4, 2008, 535-578.
- MEJÍA, D., “Los acuerdos de accionistas. Evolución y aplicación en Colombia”, *Revista de Derecho Privado*, Universidad de los Andes, n.º 52, julio-diciembre 2014, 1-30.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima”, en *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje a Rodrigo Uría*, Madrid, Civitas, 1978, 353-380.
- NOVAL PATO, J., *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales*, Madrid, Civitas y Thomson Reuters, 2012.
- PALMA JARA, J. E., “De los pactos de accionistas en las sociedades anónimas chilenas. Concepto, contenido y límites a la autonomía de la voluntad”, *Revista Chilena de Derecho Comercial*, Departamento de Derecho Comercial Universidad de Chile, n.º 3, año III, 2014, 156-172.
- PAZ-ARES, C., “Fundamentos de la prohibición de los pactos de votos para el consejo”, [en línea], *InDret*, n.º 4, 2010, disponible en: http://www.indret.com/pdf/780_es.pdf [Consultado el 6 de enero del 2018].
- PÉREZ MILLÁN, D., “Pactos parasociales, actuación en concierto y OPA obligatoria”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, n.º 52, 2009, 95-137.
- PRADO PUGA, A., “Los pactos de accionistas y su régimen jurídico”, en JEQUIER, E. (ed.), *Estudios de derecho comercial*, Santiago, Thomson Reuters, 2014, 313.
- RECALDE CASTELLS, A., “Artículo 161. Intervención de la junta general en asuntos de gestión”, en ALFARO, J. et al., *Comentarios de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo (Ley 31/2014)*, 54.
- RECALDE CASTELLS, A. y DE DIOS MARTÍNEZ, L. M., “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica”, *La Ley*, n.º 5929, año XXV, 2004, 1-10.
- REECE THOMAS, K. y RYAN, C., *The Law and Practice of Shareholders’ Agreements*, 3.ª ed., London, LexisNexis, 2009.

- ROCK, E. B. y WACHTER, M. L., “Waiting for the Omelette to Set: Match Specific Assets and Minority Oppression in Close Corporations”, en McCahery, J.; RA-
AJMAKERS, T. y VERMEULEN, E. (eds.), *The Governance of Close Corporations
and Partnerships. US and European Perspectives*, Oxford, Oxford University
Press, 2004, 93-132.
- SÁEZ LACAVE, M. I., “Los pactos parasociales de todos los socios en el derecho espa-
ñol. Una materia en manos de los jueces”, [en línea], *InDret*, n.º 3, 2009, dispo-
nible en: <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/viewFile/138031/188676>
[Consultado el 7 de enero del 2018].
- SÁNCHEZ ÁLVAREZ, M. M., “Pacto parasocial para el consejo de administración”, *Re-
vista de Derecho de Sociedades*, Aranzadi y Thomson Reuters, n.º 38, 2012,
351-376.
- VANBERG, V., “Una interpretación contractualista de las organizaciones sociales”,
en KERN, L. y MÜLLER, H. P. (comps.), *La justicia: ¿discurso o mercado?*, E.
Garzón (trad.), Barcelona, Gedisa, 2000, 163-180.
- VAQUERIZO, A., “Artículo 29. Pactos reservados”, en ROJO, Á. y BELTRÁN, E. (coords.),
Comentario de la Ley de Sociedades de Capital, Madrid, Civitas y Thomson
Reuters, vol. 1, t. 1, 2011, 396-405.
- VENTORUZZO, M., “Why Shareholders’ Agreements are Not Used in U.S. Listed Cor-
porations: A Conundrum in Search of an Explanation”, *Bocconi Legal Studies
Research Paper*, Penn State Law Research Paper n.º 42, 2013, 1-7.
- VICENT CHULIÁ, F., “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, en
*Derecho mercantil de la comunidad económica europea. Estudios en homenaje
a José Girón Tena*, Madrid, Civitas, 1991, 1203-1249.
- WOLF, R. C., *The Law and Practice of Shareholders’ Agreements in National and In-
ternational Joint Ventures: Common and Civil Law Uses. With Multiple Clauses
and Forms for the Practitioner*, New York, Wolters Kluwer, 2014.
- ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Oferta pública de adquisición cuando se alcanza
el control”, en ÍD. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La regulación de las opas. Comen-
tario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de junio*, Cizur Menor, Thomson
Reuters, 2009, 97-120.

Jurisprudencia

McQuade v. Stoneham and McGraw 189 N.E. 234 (N.Y. 1934).

Clark v. Dodge 199 N.E. 641 (N.Y. 1936).

Galler v. Galler 203 N.E.2d 577 (III. 1964).

Zion v. Kurtz 405 N.E.2d 681 (N.Y. 1980).