

LA CUESTIÓN DE LA LICITUD O ILICITUD DE LOS PACTOS DE ACCIONISTAS RELATIVOS AL VOTO DE DIRECTORES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

THE PROBLEM OF THE VALIDITY OR INVALIDITY OF SHAREHOLDERS AGREEMENTS ON CORPORATE DIRECTORS' VOTING

OSVALDO LAGOS VILLARREAL*

RESUMEN: Los pactos de accionistas relativos al voto de directores de sociedades anónimas son frecuentemente utilizados en la práctica societaria nacional, pero no hay acuerdo en la doctrina sobre su licitud o ilicitud. Un análisis a partir de los fundamentos del derecho de sociedades, revela que el diverso rol de estos acuerdos en sociedades anónimas abiertas o cerradas, es crucial para la determinación de su licitud o ilicitud. A partir de estos fundamentos, se construye un régimen sobre su licitud o ilicitud.

Palabras clave: Pactos de accionistas o parasociales, directores, sociedades anónimas, gobiernos corporativos.

ABSTRACT: Shareholders agreements on corporate director's voting are frequently used in national corporate legal practice, but there is no agreement among legal scholarship about their validity. An analysis based on the foundations of corporate law, reveals that the diverse role of these agreements in publicly held or closed corporations is crucial to determine their validity or invalidity. Based on these foundations, a regime of validity or invalidity of these clauses is built.

Keywords: Shareholders agreements, directors, corporations, corporate governance.

INTRODUCCIÓN

Es habitual en los pactos de accionistas celebrados en Chile y, en general, en Latinoamérica, que los contratantes contemplen mecanismos por los cuales se obligan a coordinar e imponer su voluntad en la administración de la sociedad, tanto cuando las sociedades de referencia son anónimas abiertas como cuando son anónimas cerradas. Esta coordinación se materializa en diversos compromisos, entre los que se encuentran algunos que suponen una decisión del directorio. Con lo anterior, la eficacia de estos acuerdos de accionistas supone determinar el sentido en que los directores deben ejercer su voto en las sesiones de directorio.

La pregunta sobre la licitud o ilicitud de estos pactos no ha sido respondida de manera uniforme en la doctrina chilena, pero tampoco en la doctrina extranjera. En la discu-

* Profesor. Facultad de Derecho Universidad Adolfo Ibáñez (Santiago, Chile). Dirección postal: Av. Diagonal Las Torres 2640, Peñalolén, Santiago de Chile. Dirección electrónica: osvaldo.lagos@uai.cl.

sión jurídica se aprecia una tensión entre la necesidad de otorgar estabilidad a la gestión de la sociedad y la necesidad de preservar el diseño institucional de la sociedad anónima, en cuanto estructura que pretende garantizar la protección de los inversionistas. La tesis que se sostiene en este trabajo consiste en que las diferencias de criterio están dadas por el problema de la regulación uniforme de las sociedades anónimas abiertas y cerradas, lo que determina una inadecuación del ordenamiento societario a partir de los diversos roles que juegan los pactos en ambas clases de sociedades anónimas¹. Al final, como han sostenido autores contractualistas, lo relevante es que las decisiones sociales se adopten según las reglas y el procedimiento que todos han acordado al celebrar el acuerdo social². Por lo tanto, este principio solamente puede alterarse cuando estén todos los socios (accionistas) de acuerdo. En la primera parte de este trabajo, se describe el rol de los pactos de accionistas para el control de la gestión de la sociedad, de los que los pactos relativos al voto de los directores son una especie, y su estatus en el derecho estadounidense y español, con el fin de mostrar su fundamento común. En la segunda parte, se analiza críticamente el estado de la cuestión en el derecho chileno. En la tercera parte y final de este artículo, se construye un régimen fundado en los aspectos comunes y divergentes de las sociedades anónimas abiertas y cerradas.

I. PACTOS PARA EL CONTROL DE LA GESTIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS. TIPOLOGÍA Y FUNCIONES

1. PACTOS PARA EL CONTROL DE LA GESTIÓN DE SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS

Los pactos de accionistas relativos a participaciones en sociedades anónimas cerradas, son comunes en la creación de negocios que adoptarán la sociedad anónima cerrada como tipo social para su desarrollo. Se utilizan como mecanismos de personalización del contrato social, con la finalidad de otorgar estabilidad al negocio³. Al tratarse de pactos privados a propósito de sociedades que no emiten valores de oferta pública, no existe obligación de publicidad a su respecto.

¹ Es necesario precisar que el foco de este trabajo de investigación se dirige al caso complejo: los acuerdos contemplados en pactos de accionistas respecto de la gestión de la sociedad que le compete al directorio. Estos acuerdos se designan en este artículo como “pactos relativos al voto de los directores”, pues su aspecto dogmáticamente complejo es, precisamente, la licitud o ilicitud de comprometer anticipadamente, sea por los propios directores o los accionistas, el sentido del voto de los directores, o bien, traspasar esta definición a otro, sean los propios accionistas o terceros a través de un procedimiento establecido en el pacto de accionistas. Otros pactos vinculados a la administración de la sociedad, como el pacto de accionistas para la elección de directores o, en aquellos casos en que el respectivo ordenamiento lo permita, para el otorgamiento de instrucciones al directorio a través del voto en la junta, son pactos relativos al voto de los accionistas, que no presentan en principio problemas de licitud desde la perspectiva de la doctrina contemporánea.

² VANBERG (2000) pp. 170-173 y ALFARO (2016) pp. 8 y 9.

³ A pesar del amplio ámbito de autonomía de la voluntad que admiten los estatutos de las Sociedades por Acciones, también es usual que se celebren pactos de accionistas que tengan como referencia este tipo de sociedades. En este caso, los motivos para celebrar tales pactos parecen ser el mayor grado de confidencialidad que ofrecen los pactos de accionistas y la regla de modificación por unanimidad, que le otorga mayor estabilidad al acuerdo sobre el desarrollo del negocio.

La personalización del pacto social implica una desviación de la estructura de la sociedad anónima como sociedad de capital⁴. Esto se manifiesta, en algunos casos, en que se hace necesario vincular las decisiones de los directores para lograr la finalidad que el acuerdo pretende, acuerdo que muchas veces es una consideración esencial para la constitución de la sociedad. La circunstancia de que el acuerdo general relativo a la sociedad incluya ciertos aspectos que no están reconocidos en el estatuto, sino en el pacto de accionistas, permite que este pueda considerarse parte integrante del contrato social en términos sustanciales, siempre que haya sido celebrado por todos los accionistas⁵.

Por ejemplo, es usual que en las sociedades cerradas los socios acuerden retirar los beneficios del negocio vía pago de remuneraciones u honorarios y no a través de retiros de dividendos⁶. Para ello, al acordar los términos de la asociación, los accionistas se comprometen a que el directorio de la sociedad los designe en cargos ejecutivos. Este aspecto puede ser un elemento esencial para los accionistas, es decir, una de las consideraciones por las cuales han decidido celebrar el contrato de sociedad. Por esto, al momento de celebrar el contrato de sociedad, los accionistas firman un pacto en el que consienten que, al votar ellos mismos como directores, o al votar los directores electos con sus votos, honrarán el acuerdo adoptado y elegirán como ejecutivos a los accionistas según lo estipulado en el pacto⁷.

Otro ejemplo es el caso de dos sociedades que producen un determinado insumo, que celebran un *joint venture* para la fabricación de un cierto producto a partir de ese insumo. En este caso, da mayor estabilidad al negocio que el directorio se comprometa a obtener el suministro de materias primas de las sociedades que son accionistas de la sociedad vehículo del *joint venture*. Como la decisión de adquisición de insumos es facultad del directorio, la estabilidad del acuerdo se puede lograr de forma más eficaz mediante la vinculación del voto de los directores⁸.

Dado que muchas veces estos tipos de pactos son celebrados en consideración a los términos que las partes acordaron para asociarse, puede considerarse que el acuerdo es parte sustancial del contrato social cuando estos pactos de accionistas son firmados por todos los socios (omnilaterales)⁹. Como se ve, estos pactos evitan la precariedad de la posición de minoritarios sujetos a las reglas de mayorías propias de las sociedades anónimas, con lo cual su

⁴ En este sentido, HETHERINGTON y DOOLEY (1977) pp. 1-6.

⁵ Así, NOVAL (2012) p. 114, aclarando que los pactos no pueden afectar a terceros pero, de no hacerlo, se pueden hacer valer ante la sociedad, constituyendo parte del ordenamiento de la sociedad de referencia. Esto equivale a decir que se reconoce eficacia obligacional al pacto ante la sociedad, al ser sustancialmente parte del acuerdo social entre todos los accionistas.

⁶ EASTERBROOK y FISCHER (1991) p. 229.

⁷ ¿Por qué hacer esto en un pacto de accionistas y no en el estatuto? Por dos razones: la primera, pues al ser el pacto un contrato no sujeto a las restricciones del derecho de sociedades anónimas, no necesita sujetarse a las normas imperativas sociales; la segunda, porque el pacto da mayor estabilidad al acuerdo, ya que para su modificación requiere unanimidad.

⁸ SINGLETON (2013) pp. 41-43.

⁹ NOVAL (2012) pp. 73-102 justifica convincentemente “el mantenimiento de un concepto amplio de la normativa ordenadora de las sociedades que comprenda no solo las estipulaciones estatutarias, sino también las extraestatutarias omnilaterales”.

rol, aparte de otorgar estabilidad al negocio, muchas veces redundante en la protección de la posición de los accionistas minoritarios¹⁰.

2. PACTOS PARA EL CONTROL DE SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS

Por su parte, en las sociedades anónimas abiertas, los pactos de accionistas sobre el voto de los directores se acuerdan a propósito de un pacto de accionistas para la obtención o afianzamiento del control de la sociedad¹¹. Obviamente, dado el nivel de dispersión de una sociedad que transa sus acciones en bolsa, estos pactos no tienen a pretensión de ser omnilaterales. Si bien estos pactos no son necesariamente diversos, en cuanto a su redacción, a los de sociedades anónimas cerradas, el entorno en el que se celebran los diferencia. En primer lugar, pues usualmente corresponden a una alianza entre accionistas que les permite obtener o afianzar una posición de control. En segundo lugar, pues muchas veces son pactos que no integran el contrato social, ya que no fueron acordados por todos los accionistas que integran la sociedad¹². Por todo esto, es difícil considerarlos parte del contrato social, sino que son propiamente acuerdos privados sobre participaciones sociales, en este caso, acciones.

Por lo señalado en estos dos apartados, en términos de política legislativa cabría esperar una tendencia hacia el reconocimiento de la validez de este tipo de acuerdos cuando se tratase de pactos que fueran parte del contrato social. En cambio, al no serlo, lo lógico

¹⁰ BULLOCH (1986) p. 79 destaca que en el funcionamiento real de las sociedades anónimas cerradas, los pactos de accionistas producen más bien el efecto de protección de minorías.

¹¹ En Chile, el artículo 98 LMV los denomina genéricamente “acuerdos de actuación conjunta”, sin distinguir en cuanto al contenido del acuerdo, *i. e.* si es un pacto de voto en la junta de accionistas, en el directorio o si cuenta además con un pacto restrictivo de la libre cesibilidad de acciones. La regla solo se concentra en la incidencia del acuerdo en la composición del grupo de accionistas controladores pues, como se verá, tiene finalidad informativa. Por supuesto, puede pensarse, en todo caso, en sindicatos de voto de accionistas minoritarios que puedan elegir al menos un director y cuyas cláusulas contemplen instrucciones sobre el sentido de la emisión del voto de tal director. Por ahora, esa no es una realidad en Chile.

¹² Un ejemplo paradigmático en este sentido es del pacto celebrado a propósito de la fusión Cencosud-Paris. En el año 2005, Mehuín y Cencosud acordaron que darían los pasos necesarios para lograr la fusión de Almacenes Paris y Cencosud. El acuerdo entre Jorge Gálmez (por medio de la sociedad Mehuín S.A.) y Horst Paulmann (Cencosud S.A.), consideró un pacto de accionistas, que incluía un acuerdo de actuación conjunta “para la administración y gobierno conjunto de Paris” (según declaran las partes) desde que la OPA se declarase exitosa hasta la fusión de almacenes Paris con Cencosud. En el acuerdo se estipuló que, en relación con ciertas “decisiones importantes” contempladas en una lista de ocho casos, los directores habrían de votar en conformidad a las instrucciones que les impartieran Mehuín y Cencosud. En caso de no haber acuerdo respecto a la forma de ejercer el voto entre los controladores, las partes deberían reunirse para fijar una posición común por escrito, teniendo además el deber de informar tal acuerdo a los directores. De no haber acuerdo en tal reunión, el acuerdo contempló la posibilidad de recurrir a un “tercero independiente”. Este tercero podría resolver la forma de votar la “decisión importante”, fijando la “posición común” que habría de comunicarse a los directores. En caso de que el directorio en un plazo de treinta días desde comunicada la “posición común”, no hubiese votado la “decisión relevante” en conformidad a la “posición común”, “por la resistencia de uno o más directores de una de las partes a concurrir con su voto a dar efecto al respectivo acuerdo”, se estimaría que las partes del acuerdo de actuación conjunta lo habrían infringido, por lo que se podría recurrir al árbitro designado en el contrato para la aplicación de sanciones y ejercer los derechos derivados del mismo. Todo esto, a pesar de que se declaró expresamente que este procedimiento de *enforcement* se estableció “sin perjuicio del derecho de todo director de votar en una forma diferente si estimare que tales acuerdos pudieran ser perjudiciales al interés social”.

sería esperar que la apropiación de algunos accionistas del rol de los administradores fuera proscrita. Esto es lo que se observa en la regulación de dos ordenamientos extranjeros de tradiciones jurídicas distintas, como se explica a continuación.

3. ¿QUÉ TIENEN EN COMÚN EL DERECHO ESTADOUNIDENSE Y EL DERECHO ESPAÑOL?

España y Estados Unidos de América son dos sistemas jurídicos en los que ha habido bastante discusión sobre la licitud o ilicitud de los pactos de accionista relativos al voto de directores, que pertenecen a tradiciones jurídicas diversas: una pertenece al *Common Law*, la otra al Derecho Continental¹³. Sin embargo, se aprecia una evolución común de los criterios en el siguiente sentido: en un primer momento, se ha estimado que se trata de pactos ilícitos, por consideraciones institucionalistas, vale decir, pues estos pactos alteran la estructura jurídica imperativa de las sociedades anónimas; en un segundo momento, esta posición ha ido variando hacia la posibilidad de considerar su licitud, cuando se trata de pactos omnilaterales en sociedades anónimas cerradas, a partir de una argumentación contractualista: el pacto, en estos casos, forma parte constitutiva del contrato social.

Se puede observar que la posición tradicional en estos ordenamientos considera que los pactos sobre el voto de directores son siempre ilícitos. Este es el punto de partida del análisis. La posición contractualista es una evolución posterior, en gran medida impulsada por la evolución de la jurisprudencia y doctrina societaria estadounidense, cuya consagración paradigmática es la propuesta de la *Model Business Corporation Act* (en adelante, MBCA). Pero esta evolución está restringida a los pactos de accionistas omnilaterales que, por razones evidentes, solo se celebran con relación a sociedades anónimas cerradas¹⁴.

Esta última consideración es particularmente relevante para Latinoamérica, donde la discusión sobre la licitud de estos pactos es escasa en la doctrina y, de haberla, poco visible en la jurisprudencia. La relevancia radica en que los pactos de accionistas son habitualmente utilizados en sociedades anónimas abiertas y cerradas, y no cabría extrañarse si su licitud para ordenamientos latinoamericanos se justificase, sin más, a partir de los desarrollos del derecho comparado, particularmente de las tesis contractualistas, en circunstancias que, como se ha sostenido, estas tesis son desarrollos recientes restringidos solo a pactos omnilaterales en sociedades cerradas¹⁵. Pero no hay que perder de vista lo esencial: la doctrina

¹³ Una discusión más detallada puede encontrarse en “El problema de la licitud de los pactos de accionistas relativos al voto de directores: un estudio de derecho comparado”, trabajo de mi autoría en proceso de publicación.

¹⁴ § 7.32. MODEL BUSINESS CORPORATION ACT, que admite la eficacia de estos pactos siempre que se encuentren aprobados en un pacto firmado por todos los accionistas (b)(1)(B) y se trate de una sociedad anónima cerrada (d). Asimismo, la doctrina norteamericana está de acuerdo en que el criterio que se induce de la jurisprudencia consiste en que los pactos relativos al voto de los directores son lícitos siempre que sean omnilaterales. KLEIN y RAMSEYER (1997) p. 565; REECE y RYAN (2009) p. 92; WOLF (2014) p. 188. COX *et al.* (1997) p. 369. En cambio, la doctrina no expresa un criterio general respecto de la posibilidad de admitir pactos no omnilaterales, cuestión aceptada en *GALLER v. GALLER*, 203 N.E.2 d 577 (III.1964), caso en el que existía un accionista con 5% de participación ajeno al pacto, del que eran parte los dos restantes accionistas, cada uno de los cuales tenía 47,5% de las acciones. El pacto fue hecho valer en consideración, entre otros criterios, a que el minoritario no era perjudicado por el pacto ni se opuso a él.

¹⁵ Particularmente en el caso de Brasil, país donde se ha documentado el uso extendido de este tipo de pactos en sociedades anónimas abiertas (MASULLO (2015) p. 406) y el derecho brasilero sobre sociedades de capital reconoce su validez BLACK *et al.* (2010) p. 36 y MARTÍNEZ (2017) pp. 326-327.

en España, en Estados Unidos y en otras jurisdicciones de referencia, tanto de inspiración institucionalista como contractualista, salvo escasas excepciones, concuerda en la ilicitud de los pactos de accionistas sobre el voto de directores de sociedades anónimas cerradas cuando algún accionista no es parte del pacto¹⁶.

Por su parte, en lo que respecta al estatus de estos pactos referidos a sociedades anónimas abiertas, la doctrina comparada, en general, no se pronuncia. Esta general ausencia de pronunciamiento responde, como se verá, a razones prácticas. No de principio, ni, tampoco, normativas.

Estas razones prácticas están constituidas por la implausibilidad de la celebración de este tipo de pactos en Estados Unidos, dado el nivel de dispersión de la propiedad accionaria de las sociedades cotizadas en ese país y las reglas que coartan la coordinación de accionistas para el control¹⁷. Este estado de cosas no es casual: responde a la adhesión a un modelo de primacía del directorio, cuestión que a su vez es coherente con la perspectiva económica neoclásica respecto del mercado de valores y las sociedades cotizadas¹⁸. En lo que respecta a Europa, la intrascendencia de la discusión puede atribuirse a la obligación de realizar OPA en caso de que dos o más accionistas, actuando en concierto, adquieran más del 30% de las acciones con derecho a voto de la sociedad de referencia¹⁹. Como resulta evidente, el efecto de la OPA, a este respecto, es evitar que se pueda controlar la sociedad por medio de pactos con esta finalidad, sin otorgar derecho a salida a los accionistas minoritarios, que lo pueden hacer efectivo mediante la venta de sus acciones en la OPA., que debe ser por el 100% de las acciones.

De lo anterior se puede concluir que es razonable que, por razones prácticas, la discusión doctrinal sobre la licitud de los pactos de accionistas se concentre en el ámbito de las sociedades anónimas cerradas.

Pero, por todo esto, no es posible trasladar a Latinoamérica, sin mayor análisis del contexto, conclusiones sobre la licitud o ilicitud de estos pactos a partir de los desarrollos de otras jurisdicciones relativos a sociedades anónimas cerradas, ni tampoco es posible interpretar su aparente silencio sobre el problema de la licitud de estos pactos en sociedades anónimas abiertas, como una señal a favor de esa licitud. Esto último implicaría justificar una distorsión al sistema de gobiernos corporativos que, como se ha dicho, en ningún caso cabría esperar que se admitiera en ordenamientos más sofisticados²⁰.

¹⁶ Esta conclusión queda de manifiesto en la completa revisión del derecho comparado sobre este punto que realiza MARTÍNEZ (2017) pp. 315-338.

¹⁷ Respectivamente, VENTORUZZO (2013) p. 3 y BAINBRIDGE (2002b) p. 569.

¹⁸ En este sentido, BAINBRIDGE (2002) p. 562; DEMOTT (2002) p. [5.6-5.7] y HOVENKAMP (2015) pp. 172-183.

¹⁹ La diferencia se encuentra en si basta con que celebren un pacto de actuación en concierto (Francia, Alemania y España), o bien, en que además sea necesario que al menos uno de los que actúan en concierto adquiera acciones (Reino Unido e Italia). Por todos (PÉREZ (2009) pp. 99-102).

²⁰ La crítica de GORGA (2006) p. 853 al estado de la cuestión en el derecho brasilero es elocuente: “el resultado de esta situación irracional es que el poder del directorio de tomar decisiones independientes para administrar la sociedad se debilita considerablemente. Este resultado es curioso considerando que la reforma legal [que reconoció la validez de tales pactos] tuvo la intención de promover buenas prácticas de gobierno corporativo. A pesar de que hay argumentos divergentes relativos al número deseable de directores externos e independientes, nadie [en la literatura de gobiernos corporativos] abogaría por un director pasivo”.

Se aprecia entonces que la divergencia funcional que se produce al acordar pactos relativos al voto de directores en sociedades abiertas y cerradas, en particular siendo estos omnilaterales respecto de las segundas, es crucial para juzgar con precisión si deben considerarse lícitos o ilícitos. Sin embargo, como se revisa a continuación, tal distinción ha estado ausente de la discusión en la doctrina chilena.

II. ¿SON VÁLIDOS LOS PACTOS DE ACCIONISTAS RELATIVOS AL VOTO DE LOS DIRECTORES DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA? EL ESTADO DE LA CUESTIÓN EN EL DERECHO CHILENO

En la doctrina nacional, se han dado dos respuestas opuestas a la pregunta sobre la validez de los pactos de accionistas. A continuación, se realiza una síntesis de los fundamentos de estas posiciones. Como se verá, ninguna de las dos opiniones distingue el rol del pacto en sociedades abiertas y cerradas.

1. LOS PACTOS DE ACCIONISTAS RELATIVOS A LA ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD SON VÁLIDOS

Para esta posición, los pactos de accionistas sobre el voto de los directores son lícitos, ya que no afectan la independencia de los directores pues, a pesar del acuerdo, mantienen de todas formas su responsabilidad legal ante la sociedad y su obligación de no contravenir el interés social. Cuando los directores no han firmado el pacto, el acuerdo es una promesa del hecho ajeno respecto de ellos y, siéndoles el pacto inoponible, los directores no se encuentran obligados a actuar en conformidad con el pacto, con lo cual, mantienen su autonomía. Además, el pacto no implica necesariamente que el voto de los directores será contrario al interés social, es decir, que la decisión de administración adoptada por los accionistas partes del pacto no necesariamente habrá de contravenir el interés social, por lo que el voto de los directores que ejecuta ese acuerdo no es necesariamente ilícito. Por último, la ley admite expresamente su licitud al definir en el artículo 98 de la Ley de Mercado de Valores (18.045 de 1981, en adelante, LMV) que un acuerdo de actuación conjunta es aquel que recae, entre otros aspectos, sobre la gestión de la sociedad²¹.

2. LOS PACTOS DE ACCIONISTAS RELATIVOS A LA ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD SON NULOS

La posición que considera que estos pactos son nulos, sostiene que los pactos de accionistas no pueden alterar el régimen legal imperativo de la sociedad anónima, lo que ocurre cuando un pacto contiene un acuerdo relativo a una materia que corresponde a la decisión del directorio. Además, el rol de los directores es personal e indelegable y los pactos de accionistas sobre el voto implican la creación de un verdadero órgano de administración paralelo, por lo que se contraviene el artículo 39 de la Ley de Sociedades Anónimas (en

²¹ ALCALDE (2003) pp. 118-121 y ALCALDE (2007) pp. 94-100. HERRERA (1997) pp. 34-35, concuerda con el argumento consistente en que el pacto es válido pues no necesariamente significa que el director infringirá el interés social. En el mismo sentido, PUGA (2013) pp. 324-325.

adelante, LSA)²². Por otro lado, si se considera que el pacto de accionistas no firmado por el director es una promesa del hecho ajeno, debe tenerse en cuenta que tal promesa debe recaer sobre actuaciones lícitas. En el caso de los pactos relativos al voto de los administradores, la promesa del hecho de tercero incurre en las mismas ilegalidades que la actuación comprometida del director, por lo que el pacto es en sí mismo ilícito²³.

3. CRÍTICA A LOS FUNDAMENTOS DE LA DOCTRINA NACIONAL

Las posiciones de la doctrina nacional sobre la validez de los pactos relativos al voto de directores descansan sobre fundamentos dudosos. Este problema es, como se verá, compartido tanto por la fundamentación de la posición favorable a la licitud de los pactos de accionistas sobre el voto de los directores, como por la posición contraria. A continuación, se exponen los problemas de los argumentos esgrimidos.

a) *Crítica a los fundamentos de fondo*

En lo que respecta a los fundamentos de la posición a favor de los pactos, se debe precisar, en primer lugar, que es cierto que los directores conservan su responsabilidad ante la sociedad y que, a pesar del pacto de accionistas, quedan vinculados por la regulación legal a actuar en beneficio del interés social. Sin embargo, una cosa es decir que los directores mantienen su responsabilidad y otra es decir que mantienen su autonomía. Si un director sabe que aquellos accionistas con cuyos votos fue electo, se han comprometido a removerlo en el caso en que no actúe en conformidad con el pacto, es difícil pensar que ese director actuará de manera independiente. De hecho, el MBCA, cuando reconoce la validez de estos pactos omnilaterales para sociedades cerradas, libera a los directores de su responsabilidad por la decisión adoptada por otros, e impone esta responsabilidad a quienes adoptaron realmente la decisión, por el solo hecho de la existencia del pacto²⁴. Obviamente, lo anterior refleja que no es razonable esperar que el director actúe contra la voluntad del controlador. Se podrá decir que esto ocurre de todas formas, aun sin pacto, pero este argumento de hecho no es satisfactorio, por dos razones: primero, porque antes que ser un argumento a favor de la validez de estos pactos, más bien constituye un argumento en contra de la concentración de la propiedad de sociedades, si es que la administración por el directorio tiene algún sentido relevante en la estructura de las sociedades anónimas²⁵; segundo, porque el nivel de presión sobre un director es mayor cuando el accionista o los accionistas que lo han elegido no solo le sugieren un modo de actuar, sino que ellos mismos están comprometidos bajo la amenaza de hacer efectiva una cláusula penal o incumplir un contrato de asociación, pudiendo dar lugar a la pérdida de participación en un esquema de control. Es

²² PALMA (2014) p. 167 y PRADO (2014) p. 313.

²³ PALMA (2014) p. 170.

²⁴ MODEL BUSINESS CORPORATION ACT § 7.32. Shareholder agreements.

²⁵ Dicho de otro modo, este argumento tiene un efecto inverso al deseado por quienes lo esgrimen: constituye, más bien, un llamado a hacer efectiva la primacía del directorio en la administración de la sociedad, que una justificación normativa de la licitud de este tipo de pactos. Como es sabido, las formas de asegurar la primacía del directorio implica la adopción de reglas que propendan a mayor dispersión de la propiedad y dificulten la coordinación de accionistas para el control.

obvio que las medidas de presión sobre un director esperables en este segundo caso son mayores que en el caso de que no exista el acuerdo.

En segundo lugar, no es correcto afirmar que el compromiso de los directores no es ilícito, pues no implica necesariamente que las decisiones de los directores que obedezcan el acuerdo sean contrarias al interés social. En rigor, la concepción contemporánea de interés social no supone que exista algo así como una mejor decisión o una decisión óptima en términos absolutos. Si el interés social se identifica con la plusvalía de los accionistas, las decisiones que pueden conducir a ella son múltiples, y todas ellas satisfacen el interés social si cumplen con exigencias más bien formales, es decir, relacionadas con el método de adopción de la decisión: que sea deliberada y acordada por los directores de manera debidamente informada y sin conflictos de intereses²⁶. La exigencia de ausencia de conflicto de intereses supone, naturalmente, libertad para la emisión del juicio que se constituye y confunde metafóricamente con el juicio de la sociedad²⁷. Es por esto que Clark, al explicar en qué consiste la *business judgement rule*, indica que, en cierto sentido, esta no es más que el corolario de la regla conforme a la cual son los directores quienes deben administrar la sociedad anónima²⁸.

Si una decisión no cumple con alguna de estas exigencias, no es una decisión social lícita, aunque su resultado implique plusvalía para la sociedad, pues el punto consiste en que es imposible comparar esa decisión concreta que se adopta en cumplimiento del pacto de accionistas, aunque sea favorable para la sociedad, con una decisión hipotética que se hubiera adoptado sin influencia del pacto de accionistas.

En tercer lugar, en lo que respecta a la analogía con la promesa del hecho ajeno, el problema de este argumento es un problema común en la doctrina nacional: acude a un criterio de derecho civil o común, olvidando la racionalidad específica del derecho de sociedades, en aquellos casos en que existe una peculiaridad característica de los contratos sociales. Es cierto que la promesa del hecho de un tercero no le es exigible a ese tercero si este no acepta, pero este argumento se aísla completamente del problema de cómo la estipulación afecta los derechos de otros accionistas ajenos al pacto, en circunstancias de que las partes celebran el pacto en consideración a su condición de socios. Es ahí donde radica la ilicitud del pacto, como se analizará más adelante en este trabajo.

Por su parte, los argumentos a favor de la ilicitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores, descansan sobre el efecto de la contravención de las reglas

²⁶ Esto es lo que se describe como separación de propiedad y control en Estados Unidos. No se trata simplemente de un efecto inevitable de la dispersión societaria, sino que de una nueva comprensión del derecho de sociedades fundada en la perspectiva económica neoclásica, para la cual la separación de propiedad y control no fue simplemente un hecho, sino que un elemento normativo esencial para la eficiencia del funcionamiento de las sociedades de capital y el mercado de valores HOVENKAMP (2015) pp. 172-183.

²⁷ Por esto, la concepción contractualista de la sociedad distingue entre las reglas de la relación de intercambio y las reglas del comportamiento organizado. Así, VANBERG (2010) p. 170, explica que “la diferencia entre organizaciones y sistemas de interacción no organizados no es buscada en alguna peculiaridad de los objetivos individuales de la acción, sino en las *diferentes condiciones-marco* dentro de la cual los individuos persiguen sus *proprios* objetivos de acción: en relaciones de intercambio, limitadas por las reglas de la relación de intercambio, y en las relaciones organizacionales de membrecía, limitadas por las reglas de la Constitución organizacional”.

²⁸ CLARK (1986) p. 123.

imperativas de la LSA: inapropiabilidad de decisiones que corresponden al directorio y rol indelegable de los directores. Sin embargo, no reparan en que los pactos de accionistas son, en principio, contratos diversos al contrato de sociedad, que por lo mismo no quedan sujetos a las restricciones de la imperatividad del contrato social²⁹. Si estos acuerdos solo tienen efectos obligacionales entre los accionistas, y no afectan los derechos de terceros ajenos al pacto, no cabe considerarlos ilícitos³⁰. De hecho, gran parte del sentido de celebrar pactos de accionistas se encuentra en poder apartarse del régimen imperativo societario, al celebrar acuerdos fuera de los estatutos³¹. Por lo tanto, el fundamento de la ilicitud no debe ser puramente formal o, dicho de otro modo, no puede consistir únicamente en la contravención de reglas legales del ordenamiento societario. Esto vale también para el argumento relativo a la ilicitud de la promesa del hecho ajeno: la sola circunstancia de contravenir el ordenamiento imperativo de la LSA es insuficiente para justificar la ilicitud de una cláusula de un pacto de accionistas. Con esto, no se puede considerar que la promesa del hecho ajeno sea ilícita, si el objeto prometido (influir en el directorio) no es ilícito en sí mismo, sino que solo lo es si se considera la condición subjetiva del firmante del pacto como miembro de la sociedad (en este caso, accionista).

Dicho de otro modo, la ilicitud del pacto relativo al voto de los directores no descansa en que la decisión social corresponda imperativamente a su directorio, pues en ese caso tampoco sería lícita una promesa del hecho ajeno celebrada por terceros absolutos a la sociedad. Obsérvese el caso de un tercero absoluto a la sociedad (por ejemplo, un gestor inmobiliario) que se compromete a conseguir con otro tercero (por ejemplo, una sociedad que construye y administra centros comerciales) que una sociedad dueña de un terreno (por ejemplo, una sociedad inmobiliaria) le venda ese terreno para poder construir un centro comercial, comprometiéndose a ello no como una mera obligación de diligencia. Como es evidente, en esta promesa del hecho ajeno no hay nada de ilícito, y la razón de que no haya nada ilícito en ello, es que lo que determina la ilicitud del pacto sobre el voto de directores no es el intento de influir en la decisión del directorio, sino el hecho de que quienes quieren influir en la decisión del directorio sean accionistas, y no sean todos los accionistas sino algunos de ellos, alterando de esta forma, en términos contractualistas, las condiciones marco de la relación organizacional.

De todas formas, no deja de resultar peculiar que un mismo argumento, esto es, la analogía con la promesa del hecho ajeno, sirva para fundar tanto las posiciones favorables como las contrarias a la licitud de los pactos de accionistas sobre el voto de los directores en el derecho chileno. Con seguridad, lo que explica este fenómeno es lo expresado en el párrafo anterior: no se puede analizar este problema de derecho de sociedades con criterios aplicables a relaciones de intercambio. La aplicación directa del fundamento de la promesa del hecho ajeno al derecho de sociedades conduce a error, pues ignora la posición subjetiva

²⁹ PAZ ARES (2011) p. 254.

³⁰ El Código Civil, en el artículo 2088, considera lícita la celebración de una sociedad con un tercero sobre la parte de un socio en otra sociedad. Este contrato no requiere autorización de los demás socios de la sociedad cuya cuota de participación constituye el objeto social de la “sociedad particular”, precisamente pues los acuerdos propios de la “sociedad particular” no son oponibles a la sociedad sobre cuya cuota se contrata.

³¹ ALFARO (2017).

de quien promete ese hecho ajeno como individuo involucrado en una relación organizacional, que contrata precisamente en consideración a su rol en esa relación organizacional. Esta posición subjetiva es la clave para la interpretación del estatuto de licitud o ilicitud de los pactos.

La doctrina nacional, en todo caso, no limita sus fundamentos a criterios generales de derecho privado, sino que también se ha intentado encontrar un sustento positivo a favor de la licitud de los pactos sobre el voto de accionistas. Como se revisa a continuación, este fundamento positivo puede sostenerse en ciertas coincidencias de palabras, pero el significado atribuido de este modo a la regla no resiste un análisis normativo de fondo.

b) Crítica al fundamento de derecho positivo. El sentido del artículo 98 LMV

A pesar de lo afirmado por la posición doctrinal que ve en el artículo 98 de la Ley de Mercado de Valores (en adelante, LMV) el fundamento positivo de la licitud de los pactos sobre el voto de directores, no existe una regla legal en el derecho chileno que indique expresamente si los pactos entre accionistas relativos al voto de los directores son lícitos o ilícitos.

El artículo 98 LMV reza: “acuerdo de actuación conjunta es la convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma”. Del contexto de la regla, de su interpretación administrativa y de su historia, se puede obtener que su finalidad es meramente informativa: se trata de conocer quién es o quiénes son controladores de una sociedad anónima que ofrece títulos valores en el mercado de valores. Por lo tanto, no puede fundarse la licitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores de sociedades anónimas abiertas a partir de esta regla³².

En efecto, el artículo 98 LMV está inserto en el Título XV LMV, que se titula “de los grupos empresariales, de los controladores y de las personas relacionadas”. Todas las reglas de este título tienen por finalidad definir parámetros para determinar quiénes son partes de un “grupo empresarial”, quiénes controladores y personas relacionadas, con el objeto de hacerles aplicables otras reglas de la LMV, particularmente exigencias de información y reglas sobre uso de información privilegiada. Confirma esta conclusión el hecho de que la regla de cierre de este título, el artículo 102 LMV, otorgue “amplias facultades” al fiscalizador (la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante SVS) para “determinar los vínculos señalados en los artículos anteriores, y la necesaria para establecer si una entidad pertenece o no a un grupo empresarial”.

A esta misma conclusión respecto al sentido del título XV LMV, arribó la SVS a propósito del dictamen sobre la eventual necesidad de realizar una Oferta Pública de Ad-

³² En contra, ALCALDE (2007) p. 100, quien considera, a partir del tenor del texto del artículo 98 LMV, que los pactos sobre el voto de los directores son lícitos: “como se colige de la definición transcrita, el legislador nacional autoriza, por una parte, la existencia de los convenios sobre el ejercicio del derecho de voto y, por otra, otorga una amplia libertad para configurar su contenido negocial, el cual puede, a su vez, consistir en el objeto más específico y característico de las deliberaciones que se dan en el seno de la junta de accionistas o directorio, a saber, la misma gestión de la sociedad”.

quisición de Acciones (en adelante, OPA) sobre SQM. En este caso, el grupo controlador de SQM tenía la expectativa de obtener un pronunciamiento favorable de la SVS, en orden a dictaminar que no existía necesidad de realizar OPA, pues el texto del artículo 97 LMV determinaba que no se pudiera considerar controlador al adquirente, aunque en términos sustanciales resultara serlo luego de la potencial adquisición sobre cuyos efectos se consultaba. La SVS desestimó este argumento en su dictamen, al señalar: “la definición de controlador contenida en el artículo 97 de la Ley N° 18.045 no proviene del texto original de esta ley, sino que se agregó dentro de un nuevo Título XV de la Ley N° 18.045 por la Ley N° 18.660 del año 1987. Conforme a sus antecedentes legislativos, podemos señalar que el propósito de la normativa introducida en la referida Ley N° 18.045 por la Ley N° 18.660 fue develar vínculos corporativos que eran difíciles de fiscalizar, llegando a las definiciones de grupos empresariales, controladores y personas relacionadas”³³. Esto es, la finalidad de las reglas del título XV LMV es meramente informativa³⁴.

Lo anterior también es coincidente con la historia de la ley N° 18.660 de 1987, que introdujo el artículo 98 LMV. La finalidad principal de esa ley fue “modificar las normas sobre inversión de los activos que respaldan el patrimonio y las reservas técnicas [de compañías de seguros] y las que exigen diversificar esas inversiones en cuanto a los emisores de valores de oferta pública y al tipo de instrumento; tuvo también por objetivo dictar normas para la regularización de compañías en situación de crisis”³⁵. Estas reglas estaban contenidas en el Decreto con Fuerza de Ley N° 251 de 1931, pero se aprovechó además de modificar ciertas definiciones con el objetivo de mejorar la supervisión de las inversiones de las compañías de seguros³⁶. La mejora de la supervisión supone, obviamente, la detección de los vínculos corporativos entre diversas empresas que reciben inversión de las empresas financieras fiscalizadas, para poder observar y así prevenir riesgos sistémicos. Esta fue la finalidad original de las reglas del título XV LMV.

De todos estos antecedentes (interpretación sistemática, jurisprudencia administrativa e historia de la ley) no puede sino concluirse que la regla del artículo 98 tiene como finalidad la definición de conceptos “técnicos” con el objetivo de dar mayor eficacia a las reglas sobre entrega de información al regulador y al mercado, para así fiscalizar adecuadamente su buen funcionamiento. Lo anterior implica que no es posible considerar que existió una decisión de los poderes colegisladores en orden a dar legitimidad a los pactos de accionistas sobre el voto o, más aún que eso, eficacia ante la sociedad, a partir del solo texto legal del artículo 98 LMV, ni que una lectura jurídicamente adecuada de ese texto pueda llevar a esa conclusión³⁷.

³³ OFICIO ORDINARIO N° 29.632, (22/11/2016)

³⁴ En el caso de la eventual OPA sobre SQM, ofreciendo parámetros para detectar quién controla a la empresa, pero sin restringir el concepto de controlador a la descripción legal, esto es, dando espacio para la elucidación fáctica de quién es el controlador.

³⁵ MANTEROLA (2017) p. 36.

³⁶ MANTEROLA (2017) p. 36.

³⁷ En este sentido, la discusión en España sobre la exigencia de información de pactos parasociales relativos a la gestión de la sociedad es un buen ejemplo de donde concluir que las reglas informativas, por su propia función, tienen una pretensión de cobertura amplia e inclusiva de las instituciones sobre las que se requiere informa-

En consecuencia, al no haber un pronunciamiento específico sobre licitud, para verificarla se debe recurrir al sistema de general de reglas del derecho societario, teniendo particularmente presente las reglas de los artículos 42 LSA, según la cual los directores no deben “adoptar políticas que no tengan por fin el interés social”, y 39 inciso 3 LSA, por el cual los directores no pueden faltar a sus deberes para con la sociedad y los accionistas, “a pretexto de defender los intereses de quienes los eligieron”.

III. UNA PROPUESTA INTERPRETATIVA PARA EL DERECHO POSITIVO CHILENO

1. PACTOS RELATIVOS AL VOTO DE DIRECTORES EN SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS

a) *Casos en que los directores son parte del pacto*

Los directores de una sociedad pueden ser partes de un pacto de accionistas que compromete su voto a través de dos vías: por medio de su adhesión al pacto en cuanto directores, o por medio de su adhesión al pacto en cuanto accionistas, pero siendo al mismo tiempo directores. Sin embargo, esta es una distinción fáctica que no tiene efectos normativos, como se verá a continuación. En ambas situaciones, la conclusión sobre su ilicitud es la misma.

Existe un pronunciamiento expreso de la Corte de Apelaciones de Santiago, confirmado posteriormente por la Corte Suprema, sobre la ilicitud del pacto de accionistas relativo a la función de administración de directores y ejecutivos, a propósito del célebre “caso Chispas”³⁸. Si bien en este caso el principal aspecto reprochado a los “gestores clave” fue la ocultación de información relativa a los pactos firmados con Endesa España, la sentencia de la Corte de Apelaciones, confirmada por la Corte Suprema, también estimó ilícito el compromiso de gestión de las empresas del grupo Enersis realizado por este conjunto de accionistas, compromiso adoptado en cuanto accionistas pero que solo era posible cumplir a través del ejercicio de sus cargos de directores y ejecutivos en las sociedades del grupo³⁹.

En efecto, el tribunal de alzada indicó en el considerando N° 48 letra a), al hacer referencia a las reglas legales conculcadas por los gestores clave, que una de las infracciones había tenido lugar a propósito “del inciso 3° del artículo 39 de la L.S.A., en cuanto com-

ción, sean o no sean lícitas, por lo que no se pueden obtener conclusiones sobre legitimidad de instituciones a partir de su inclusión en reglas informativas. Véase RECALDE y DE DIOS (2004) p. 4 y MARTÍNEZ (2017) p. 345. Es importante destacar que la validez de los pactos de accionistas relativos al rol de los directores tampoco podría fundarse en el supuesto reconocimiento del interés grupal en el artículo 96 LMV (véase, en este sentido, JEQUIER (2014) pp. 124 y 127-128 y PFEFFER (2015) pp. 209-210, pues su sola incorporación para efectos informativos no puede considerarse fundamento suficiente para constituir una excepción a todas las demás reglas legales que explícitamente consagran la preeminencia del interés social por sobre los intereses particulares de los accionistas, al menos respecto de la conducta de los directores. Coincide con este criterio la Comisión para el Mercado Financiero (entonces, Superintendencia de Valores y Seguros), Resolución Exenta N° 223, de 2 de septiembre del año 2014, letra h del considerando N° 1593.

³⁸ MACKENNA ECHAURREN, LUIS FERNANDO Y OTROS CON SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS (2004), confirmado por MACKENNA ECHAURREN, LUIS FERNANDO Y OTROS CON SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS (2005).

³⁹ En el mismo sentido, NÚÑEZ y PARDOW (2010) pp. 255-256 y PFEFFER (2005) pp. 517-519.

prometieron el ejercicio de sus respectivos cargos ejecutivos y/o directivos en el grupo de empresas del conglomerado de Enersis al servicio y en interés de solo uno de los accionistas de esta última, como lo era Endesa España, como contraprestación al pago de parte del precio de las acciones serie B de las Chispas que vendieron a Endesa España; y en cuanto comprometieron el ejercicio de sus cargos al obligarse anticipadamente a obrar de un modo previamente acordado con E.E. en retribución del pago del precio de las acciones serie B, de las Chispas, como lo era entre otras materias a que se refiere el contrato de gestión, la designación de directores y ejecutivos en el grupo Enersis, la adopción de acuerdos en materias relativas a políticas de inversión, reparto de dividendos, y otras de igual relevancia precisadas en el contrato de gestión y de promesa de compraventa del 49% de las acciones serie B de las Chispas⁴⁰;

El criterio expresado por las Cortes de Apelaciones y Suprema concuerda con la posición institucionalista y contractualista. En particular, respecto de esta segunda tendencia doctrinal, que estima evidentemente incompatible “que en definitiva un administrador puede ser a su vez socio y, como tal, condicionar sus futuras decisiones en consonancia a un pacto parasocial. A nuestro parecer es absurdo sostener tal dualidad esquizofrénica”⁴¹. Esta evidente incompatibilidad constituye el fundamento por el cual esta corriente doctrinal estima que tales pactos no pueden sino considerarse nulos⁴².

El reproche de ilicitud tiene como fundamento un conflicto de intereses: no se puede comprometer a adoptar decisiones en beneficio del interés social quien al mismo tiempo se ha comprometido a adoptar decisiones en beneficio de un grupo de accionistas. Como ya se ha analizado, la administración del directorio supone libertad absoluta de juicio. Por esto, la circunstancia de que un administrador sea parte del pacto solo en cuanto administrador (esto es, firma el pacto como director) o en cuanto accionista (esto es, firma el pacto como accionista, pero al mismo tiempo ejerce en la sociedad de referencia como director o gerente) es indiferente normativamente: el fundamento de la ilicitud está radicado en la

⁴⁰ Criterio confirmado en el considerando N° 241 del fallo de la Corte Suprema. Nótese que la ilicitud de los compromisos de nombramiento de directores y ejecutivos del grupo no dice relación con el voto de los “gestores clave” en las juntas de accionistas en cuanto ellos mismos eran titulares de acciones, aspecto cuya licitud no es discutida por la doctrina contemporánea sobre sindicatos de voto, sino que dice relación con el ejercicio del derecho de voto correspondiente a las acciones de las que era titular la respectiva sociedad del grupo Enersis en la que los gestores clave eran directores o ejecutivos.

⁴¹ JUAN (2015) p. 3.

⁴² Así, PAZ-ARES (2010) pp. 17-18, al sostener que: “en la parte en que resulta suscrito por los firmantes en su condición de accionistas, el pacto no merece ninguna tacha, aunque obviamente no es oponible a la sociedad, no puede ser hecho valer contra ella. Sin embargo, en la parte en que es suscrito por los firmantes en su condición de consejeros, el pacto no puede ni siquiera pretender su validez entre ellos porque, con independencia de cualquier otra consideración sustantiva, su validez interna (*inter partes*) determinaría necesariamente su eficacia externa (*erga societatem*). En efecto, si el pacto hubiese de considerarse válido, obligaría a los administradores y, en la medida en que estos son órganos o agentes de la sociedad, irremediabilmente sería eficaz frente a la sociedad, que es justamente lo que trata de evitar la regla de la inoponibilidad... En definitiva, pues, los pactos de voto en el consejo son nulos porque esta es la única vía disponible para hacerlos inoponibles a la sociedad y, por tanto, la única manera en que puede cumplirse el mandato del art. 29 LSC. La efectividad de la inoponibilidad solo puede conseguirse mediante la nulidad. Nada de esto debe extrañar. La raíz está siempre en el principio de relatividad del contrato (art. 1257 CC), que ora se traduce en una sanción de inoponibilidad (pactos parasociales para la junta), ora en una sanción de nulidad (pactos parasociales para el consejo)”.

incompatibilidad de comprometerse a servir dos intereses distintos, pues los intereses de algunos socios no pueden identificarse con el interés de la sociedad, aun cuando ellos actúen con la mejor intención de favorecer a la sociedad, ya que el interés de la sociedad se forma según las reglas establecidas por el derecho de la organización, y solo puede considerarse el derecho de la organización aquel creado a partir de sus reglas constitucionales o aquel en el que concuerden todos los accionistas.

Por todo lo anterior, no hay duda de la ilicitud de los pactos de accionistas referidos a sociedades anónimas abiertas, a partir de los cuales los directores (o ejecutivos) comprometen su voto, aun cuando celebren el acuerdo no en su calidad de directores o ejecutivos sino solamente en su calidad de accionistas de la sociedad que administran. Este compromiso del voto consiste en ejercerlo en un cierto sentido, ya sea que este sentido se encuentre establecido previamente en el pacto o que sea acordado mediante los mecanismos que se establezcan en el pacto de accionistas.

b) Casos en que los directores no son partes del pacto

Un caso distinto y menos evidente es el de la ilicitud de los pactos de accionistas por medio de los cuales se influye el voto de los directores, pero sin que los directores sean parte del pacto, ni en su calidad de directores ni en su calidad de accionistas.

La promesa del hecho ajeno con la que parte de la doctrina identifica a este pacto de accionistas, se construye como una garantía de resultado. Los accionistas, a pesar de que usualmente se comprometen a utilizar sus “mejores esfuerzos” para lograr que los directores por ellos elegidos voten en conformidad al pacto, en verdad, se comprometen a un resultado: incumplen el pacto (y se les podrá exigir la cláusula penal usualmente contemplada) si tal objetivo no se obtiene⁴³. Por esto, al obligarse a esta garantía, los accionistas se sentirán conminados a persuadir a los directores a votar en conformidad con la posición adoptada según los lineamientos del pacto, obviamente fuera de la deliberación del directorio⁴⁴. O bien, lo que es más probable que ocurra en la práctica, los directores se sentirán “espontáneamente” alineados con los controladores, siguiendo sus decisiones sobre la dirección de la sociedad y abdicando de su rol como administradores activos, pasando a tener una suerte de rol consultivo⁴⁵. La sola existencia del pacto, y la amenaza para los directores de ser revocados, determinará necesariamente que la decisión respecto a cuál política o actuación

⁴³ Como señala LÓPEZ (2010) p. 306, “en verdad, lo que el deudor promete es su hecho propio: conseguir que otro consienta en dar, hacer o no hacer algo”.

⁴⁴ Como sostiene PRATELLI (2005) p. 118, “los socios del sindicato no podrían cumplir su propio compromiso si no es ejerciendo una *presión indebida* sobre la actuación del administrador por ellos designados”. Cfr. PAZ-ARES (2011) cuando indica que “en la parte en que resulta suscrito por los firmantes en su condición de accionistas, el pacto no merece ninguna tacha, aunque obviamente no es oponible a la sociedad, no puede ser hecho valer contra ella”. En contra, ALCALDE (2007) p. 97. En general, la posición de ALCALDE (2007) pp. 97 y 98 funda la licitud de los pactos en que la contravención al interés social es eventual, no necesaria. Esto es cierto, pero irrelevante, pues la ilicitud del pacto no proviene del hecho que la decisión sea contraria al interés social, sino del hecho de que la decisión ya no es adoptada libremente por el directorio, sino que por accionistas que se comprometen a lo contrario, sin que esto pueda considerarse un acuerdo propio del contrato social.

⁴⁵ Véase, por ejemplo, el informe MCKINSEY-ICARE (2007) p. 46, en el cual 38% de los propios directores de sociedades anónimas chilenas encuestados declaraban que las decisiones se toman fuera del directorio.

es la que más favorece al interés social quedará fuera del directorio⁴⁶. Este acuerdo, implica la apropiación de la administración de la sociedad, sin el consentimiento de accionistas externos al pacto. En consecuencia, y dado que el pacto de accionistas se firma por las partes en cuanto accionistas de una determinada sociedad anónima, los accionistas firmantes infringen del deber de lealtad entre accionistas (artículo 30 LSA). Como resulta evidente, el pacto no respeta el derecho de los accionistas ajenos a él, a que la sociedad de la que son accionistas sea gobernada por los directores: por el contrario, implica necesariamente el compromiso de lograr que esto no ocurra y, a través de su influencia, obtener que la sociedad se gobierne según fines que le son ajenos (contraviniendo el artículo 42 N° 1 LSA), aun cuando esto no implique necesariamente una conducta contraria al interés social (esto es, una contravención al artículo 42 N° 7). Por lo anterior, el pacto tiene objeto ilícito y debe considerarse nulo⁴⁷.

2. PACTOS RELATIVOS AL VOTO DE DIRECTORES EN SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS

a) *Pactos omnilaterales*

Los pactos omnilaterales, al haber sido estipulados por todos los accionistas, constituyen sustancialmente parte del contrato social, mientras los mismos accionistas sean parte de la sociedad. Por lo tanto, decae en este caso la razón contractualista para fundar la ilicitud de los pactos de votos de los directores fundada en la analogía con el mandato colectivo.

Existen, de todas formas, otras dos posibles objeciones doctrinales, a saber: el supuesto carácter necesariamente material del voto de los directores y las normas imperativas en materia societaria⁴⁸. En cuanto a la primera, la cláusula sobre gestión de la sociedad podría considerarse necesariamente material y, como consecuencia, habría de constar en los estatutos, pues estas cláusulas “configuran aspectos determinantes de la estructura y organización de la sociedad con especial trascendencia para la posición jurídica de futuros socios y terceros”⁴⁹. Sin embargo, esta razón no se erige como obstáculo a la licitud, pues si bien la administración supone una fase externa que implica la celebración de actos de representación de la sociedad, la determinación del sentido de la gestión del negocio es una cuestión interna. Es cierto que el sentido de la administración puede afectar expectativas o, eventualmente, créditos de terceros, pero esta cuestión excede las tutelas del derecho de sociedades anónimas. Más bien, corresponde a problemas de remedios civiles (acción pau-

⁴⁶ Como ha sostenido ALFARO (2017) p. 5, “admitir la validez de estos pactos mermaría la integridad de la norma imperativa que prohíbe las instrucciones imperativas a los consejeros dominicales al sobreincentivar al accionista para incumplir la prohibición de dictarle a “su” consejero lo que tiene que hacer”.

⁴⁷ El principio de primacía del directorio en las decisiones sociales se encuentra expresamente reconocido en Chile a propósito de las sanciones aplicadas por la SVS en el caso FASA. El regulador funda la primacía del directorio en el artículo 40 LSA (OFICIO ORDINARIO N° 13857, de 2/7/2009).

⁴⁸ NOVAL (2012) pp. 105-130.

⁴⁹ NOVAL (2012) p. 39 y 104-105. En todo caso, el propio NOVAL (2012) pp. 129-133 no considera ilícito el sindicato de gestión a partir de la consideración de la cláusula de administración como necesariamente material, sino a partir de la contravención a las reglas imperativas de la sociedad anónima.

liana), concursales o contractuales (*covenants*). Hasta ahora, el paradigma en el derecho de sociedades no cotizadas sigue siendo la gestión en beneficio del interés social, constituido por el interés abstracto de plusvalía para todos los accionistas en proporción a sus acciones. Sin embargo, el carácter necesariamente material ha de tener influencia respecto de las tutelas societarias disponibles, pues no se puede afectar la posición de terceros. Dicho de otro modo, que el pacto sea válido y oponible entre los socios y la sociedad, por ser parte del pacto social, no implica que lo sea frente a terceros. Por esto, los mecanismos de *enforcement* del pacto se restringen a aquellos que no afecten la posición de terceros. Esto significa lo siguiente: pueden hacerse efectivas las tutelas contractuales del pacto, particularmente la cláusula penal, o bien, medidas cautelares previas a la emisión de un voto contrario al pacto. Pero no puede impugnarse o revocarse un acuerdo del directorio por ser contrario al pacto, cuando este acuerdo ha llevado a la celebración de un negocio válido con terceros. La sociedad no puede sino resultar obligada en este caso, sin poder oponer a terceros el incumplimiento de un pacto que les es ajeno, aun si el pacto les hubiese sido informado.

Respecto a la objeción correspondiente a la contravención de reglas imperativas societarias, valga la crítica de la posición contractualista a la institucionalista⁵⁰. En verdad, y como ya se ha dicho, gran parte de la utilidad de los pactos de accionistas está dada por la posibilidad de alterar el *ius cogens* societario⁵¹. Además, la inoponibilidad de los pactos a terceros hace que el rigor institucionalista sea innecesario y contraproducente, si se considera que, en la práctica, es usual que los pactos de accionistas omnilaterales en sociedades cerradas no hagan más que proteger la posición de las minorías⁵².

b) *Pactos entre algunos de los accionistas*

Los pactos de accionistas entre algunos de los socios son ilícitos por las mismas razones que las expresadas para la sociedad anónima abierta. Por lo tanto, vale lo dicho para esa clase de sociedad anónima. Sin embargo, parece prudente en este caso restringir la legitimación para la oposición de la acción o excepción de nulidad solo a terceros que no sean parte del pacto, pues de este modo se impide que un accionista parte del pacto pueda liberarse de su obligación por una defensa técnica⁵³. A propósito de una sociedad anónima cerrada, un resultado como el de *McQuade v. Stoneham* parece injusto, aun si el pacto no es omnilateral⁵⁴. En cambio, lo resuelto en *Galler v. Galler* parece más sensato, si es que no hay intereses de terceros involucrados.

⁵⁰ Por todos, COX *et al.* (1997) p. 367.

⁵¹ PAZ-ARES (2011) pp. 252-256.

⁵² Así lo expresa certeramente BULLOCH (1986) pp. 79, al señalar que un pacto relativo al voto de los directores celebrado entre accionistas controladores de una sociedad anónima cerrada, no limita la discreción del directorio, como si se constriñera a un órgano fiduciario independiente, sino que más bien tiene el efecto de restringir la discreción del propio grupo controlador.

⁵³ No así en el caso de la sociedad anónima abierta, en el cual la posibilidad de que un accionista se libere de su obligación derivada del pacto puede ser reprochable en términos éticos, pero justa en cuanto al funcionamiento adecuado del sistema.

⁵⁴ *MCQUADE V. STONEHAM AND MCGRAW*, 189 N.E. 234 (N.Y. 1934). Véase KLEIN y RAMSEYER (1997) p. 556.

La forma de construir la restricción de legitimación en este caso es desvirtuar la infracción al deber de lealtad. Si el respectivo acuerdo que supone la subordinación del voto de los directores hubiese sido adoptado con conocimiento de los accionistas ajenos al pacto, y si estos no consideran que el acuerdo sea perjudicial para la administración de la sociedad, es difícil considerar que existe una infracción al deber de lealtad en esta clase de sociedades. La primacía del directorio es una cuestión crucial en el diseño de las sociedades anónimas abiertas, pero no en el de las sociedades anónimas cerradas. A falta de afectación de derechos de accionistas ajenos al pacto, parece inadecuado que uno de los firmantes del pacto pueda liberarse de sus obligaciones voluntariamente acordadas, pues son precisamente los derechos de estos accionistas los que cautela la ilicitud derivada de la infracción al deber de lealtad.

CONCLUSIONES

A partir del análisis realizado en este trabajo puede concluirse que:

1. La ausencia de distinción entre el rol de los pactos de accionistas en sociedades abiertas y cerradas, determina una confusión en la aplicación de los criterios para ponderar la licitud o ilicitud de los pactos de accionistas relativos al voto de los directores. En principio, el fundamento de ilicitud de este acuerdo es común para ambas clases de sociedad anónima: el acuerdo implica, en los hechos, una influencia que impide la deliberación libre de los directores, cuestión que constituye el marco común que quienes forman parte de un acuerdo organizacional se comprometen a respetar como margen dentro del cual perseguir sus propios intereses. Exceder los límites de este marco, traducido al diseño institucional de toda sociedad anónima, implica una infracción al deber de lealtad y constituye, por lo tanto, un acto ilícito.

2. La diferencia de estatus para este pacto entre ambas clases de sociedades anónimas no se encuentra, por lo tanto, en el principio fundante de la ilicitud, sino que en sus excepciones. En la sociedad anónima abierta, el principio de primacía del directorio, necesario para el adecuado funcionamiento del mercado de valores, hace que no puedan contemplarse excepciones a la ilicitud. En cambio, en la sociedad anónima cerrada, la posibilidad de identificar el interés social con el interés de la totalidad de los accionistas permite reconocer la primacía de la junta sobre el directorio. Esto da lugar a dos excepciones a la ilicitud: la primera, el hecho de que pueda identificarse al pacto de accionistas con el contrato social, lo que ocurre cuando el pacto es celebrado por todos los accionistas; la segunda, más que una excepción a la ilicitud, es una restricción para oponerla, que priva de esta legitimación al accionista que incumple el pacto, cuando no se afectan intereses de otros accionistas, pues en este caso el bien jurídico protegido decae.

3. El derecho chileno admite, en lo que respecta a los pactos de accionistas relativos al voto de los directores, una lectura acorde con los principios societarios que permitan un funcionamiento fluido y adecuado de las sociedades anónimas cerradas y de las sociedades anónimas abiertas. Respecto de las primeras, para que estos pactos puedan seguir otorgando estabilidad al negocio social organizado bajo esa forma societaria, por medio de la per-

sonalización del tipo y la pormenorización de las obligaciones de socios y administradores. Respecto de las segundas, para que el marco institucional adopte la forma que en mayor medida garantice que los intereses de inversionistas *outsiders* tienen el mismo estatus que el de sus pares *insiders*.

BIBLIOGRAFÍA CITADA

- ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique (2003): “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° 1: pp. 113-128.
- ALCALDE RODRÍGUEZ, Enrique (2007): *La sociedad anónima. Autonomía privada, interés social y conflictos de interés* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile).
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2016): “La naturaleza jurídica de los acuerdos sociales”. Disponible en: <https://almacenederecho.org/la-naturaleza-juridica-los-acuerdos-sociales/>. Fecha de consulta: 23 de agosto de 2018.
- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús (2017): “Pactos parasociales para el consejo de administración”. Disponible en: <http://almacenederecho.org/pactos-parasociales-consejo-administracion/>. Fecha de consulta: 11 de diciembre de 2017.
- BAINBRIDGE, Stephen M. (2002): “Director primacy: the means and ends of corporate governance”, *Northwestern University Law Review*, Vol. 97, N° 2: pp. 547-606.
- BLACK, Bernard S., GLEDSON DE CARVALHO, Antonio y GORGA, Érica (2010): “Corporate governance in Brazil”, en *Emerging Markets Review*, N° 11: pp. 21-38.
- BULLOCH, Steven N. (1986): “Shareholder agreements in closely held corporations: is sterilization an issue?”, *Temple Law Quarterly*, Vol. 59, N° 1: pp. 61-82.
- CLARK, Robert C. (1986): *Corporate Law* (Nueva York, A. A. Balkema, segunda edición).
- COX, James D; HAZEN, Thomas Lee y O’NEAL, F. Hodge (1997): *Corporations* (Nueva York, Aspen Law & Business).
- DEMOTT, DEBORAH (2002): “Shareholders as principals”. Disponible en: https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1763&context=faculty_scholarship. Fecha de consulta: 8 de enero de 2018.
- EASTERBROOK, Frank H. y FISCHER, Daniel R. (1996): *The economic structure of corporate law* (Cambridge, Harvard University Press).
- GORGA, Érica (2006): “Culture and Corporate Law Reform: A Case Study of Brazil”, *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, Vol. 27, N° 3: pp. 803-906.
- HERRERA BARRIGA, Cristián (1997): *Pactos de accionistas en la sociedad anónima* (Santiago, Colegio de Abogados de Chile).
- HETHERINGTON, J.A.C. y DOOLEY, Michael P. (1977): “Illiquidity and exploitation: a proposed statutory solution to the remaining close corporation problem”, *Virginia Law Review*, Vol. 63, N° 1: pp. 1-75.
- HOVENKAMP, Herbert (2015): *The Opening of American Law. Neoclassical Legal Thought. 1870-1970* (Nueva York, Oxford University Press).

- JEQUIER LEHUEDE, Eduardo (2014): “Premisas para el tratamiento de los grupos empresariales y administradores de hecho en el derecho chileno”, *Revista Chilena de Derecho*, vol. 41, N° 1: pp. 121-152.
- JUAN GÓMEZ, Mateo C. (2015): “Eficacia *ad extra* de los pactos parasociales ¿Realidad o ficción?”, *Diario La Ley*, N° 4608, año XXXVI, 2015, 1-10.
- KLEIN, William A. y RAMSEYER, Mark J. (1997): *Business Associations. Agency, Partnerships and Corporations* (Nueva York, Foundation Press).
- LÓPEZ SANTA MARÍA, Jorge (2010): *Los contratos. Parte general* (Santiago, AbeledoPerrot LegalPublishing, quinta edición).
- McKINSEY-ICARE (2007): *Potenciando el gobierno corporativo de las empresas en Chile*, Disponible en: https://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/DBiblioteca?indice=6.5&TXT_CORRELATIVO=L3062&CTR_CORRELATIVO=XXXXXXXXXXXXXXXXXX (Fecha de consulta: 24 de enero de 2017).
- MANTEROLA DOMÍNGUEZ, Pablo (2017): *La conexión entre el acuerdo de actuación conjunta y la sociedad anónima*. (Inédito).
- MARTÍNEZ ROSADO, Javier (2017): *Los pactos parasociales* (Madrid, Marcial Pons).
- MASULLO, Helena (2015): “Shareholder agreements in publicly traded companies: a comparison between the U.S. and Brazil”, *Brazilian Journal of International Law*, Vol. 12, N° 2: pp. 402-419.
- NOVAL PATO, Jorge (2012): *Los pactos omnilaterales: su oponibilidad a la sociedad. Diferencias y similitudes con los estatutos y los pactos parasociales* (Madrid, Editorial Civitas Thomson Reuters).
- NÚÑEZ, David y PARDOW, Diego (2010): “¿Por qué no demandan los accionistas? El problema de las costas en la acción derivativa”, *Revista Estudios Públicos*, N° 118: pp. 229-282.
- PALMA JARA, Juan Eduardo (2014): “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*, N° 3, Año III: pp. 156-172.
- PAZ-ARES, Cándido (2010): “Fundamentos de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, Disponible en: http://www.indret.com/pdf/780_es.pdf. Fecha de consulta: 6 de enero de 2018.
- PAZ-ARES, Cándido (2011): “La cuestión de la validez de los pactos parasociales” *Actualidad jurídica Uría Menéndez, Homenaje al Profesor D. Juan Luis Iglesias Prada*, Número Especial: pp. 252-256.
- PÉREZ MILLÁN, David (2009): “Pactos parasociales, actuación en concierto y OPA obligatoria”, *Cuadernos de Derecho y Comercio*, N.º 52: pp. 95-137.
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2005): “El concepto de control societario, la administración de la sociedad anónima, los conflictos de interés y la potestad punitiva de la superintendencia de valores y seguros en el contexto del denominado ‘caso Chispas’”, *Revista Chilena de Derecho*, Vol. 32, N° 3: pp. 501-552.
- PFEFFER URQUIAGA, Francisco (2015): “Deber de lealtad de directores y gerentes de sociedades anónimas al interior de un grupo de sociedades, a propósito del denominado Caso Cascadas”, *Actualidad Jurídica*, N° 32, pp. 207-226.

- PRADO PUGA, Arturo (2014): “Los pactos de accionistas y su régimen jurídico”, en JEQUIER, Eduardo (edit.), *Estudios de Derecho Comercial* (Santiago, Thomson Reuters): pp. 305-325.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2017): *La sociedad anónima y otras sociedades por acciones en el derecho chileno y comparado* (Santiago, Editorial Jurídica de Chile, segunda edición).
- PRATELLI, Matteo Maria (2005): “Problemi in tema di “sindicati di gestione”, *Giurisprudenzia Commerciale*, Vol. 1: p. 112-125.
- RECALDE CASTELLS, Andrés y DE DIOS MARTÍNEZ, Luis Miguel (2004): “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica”, *Diario La Ley*, N.º 5929, año XXV: pp. 1-10
- REECE, Katherine y RYAN, Christopher (2009): *The Law and Practice of Shareholders' Agreements* (Londres, LexisNexis, tercera edición).
- SINGLETON, Susan (2013): *Joint Ventures and Shareholders' Agreements* (Londres, Bloomsbury Professional, cuarta edición).
- VANBERG, Viktor (2000): “Una interpretación contractualista de las organizaciones sociales”, en KERN, L. y MÜLLER, H. P. (comps.), *La justicia: ¿discurso o mercado?* (trad. Ernesto Garzón, Barcelona, Editorial Gedisa): pp. 163-180.
- VENTORUZZO, Marco (2013): “Why shareholders' agreements are not used in U.S. listed corporations: a conundrum in search of an explanation”. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2246005. Fecha de consulta: 25 de febrero de 2018.
- WOLF, Ronald Charles (2014): *The law and practice of shareholder's agreements in national and international joint ventures: common and civil law uses* (Nueva York, Wolters Kluwer).

JURISPRUDENCIA CITADA

- MCQUADE V. STONEHAM AND MCGRAW*, 189 N.E. 234 (N.Y. 1934).
- GALLER V. GALLER*, 203 N.E.2 d 577 (III. 1964).
- MACKENNA ECHAURREN, LUIS FERNANDO Y OTROS CON SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS* (2004): Corte de Apelaciones de Santiago, 8 de julio de 2004 (recurso de apelación), Rol N° 7534-2002.
- MACKENNA ECHAURREN, LUIS FERNANDO Y OTROS CON SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS* (2005): Corte Suprema de Chile, 7 de julio de 2005 (recursos de casación en el fondo y en la forma), Rol N° 4.261-2004, en <http://basejurisprudencial.poderjudicial.cl/#>.

JURISPRUDENCIA ADMINISTRATIVA CITADA

- OFICIO ORDINARIO N° 13857, 2 de julio de 2009, Superintendencia de Valores y Seguros.
- OFICIO ORDINARIO N° 29.632, 22 de noviembre de 2016, Superintendencia de Valores y Seguros.

NORMAS CITADAS

REAL DECRETO LEGISLATIVO 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (España).

MODEL BUSINESS CORPORATION ACT (American Bar Association).

LEY N° 18.045 (22/10/1981), de Mercado de Valores.

LEY N° 18.046 (22/10/1981), de Sociedades Anónimas.