



Restricciones a la transmisión de acciones. Limitación del artículo 214 de la ley de sociedades comerciales

por Víctor Zamenfeld

SUMARIO: I. Introducción. - II. La limitación del artículo 214. LSC. - III. El artículo 214, LSC, como opción contractual de venta con preferencia. - IV. Diferencias con el derecho de suscripción preferente. - V. Sobre la aplicación de la normativa de la SRL a la SA. - VI. Sobre modalidades y proceso de contratación. - VII. El precio. Métodos para su determinación. Supuestos asimilables. Sobre las reglas de los Códigos Civil y de Comercio. La Convención de Viena. - VIII. Sobre precio justo. - IX. Sobre el momento de determinación del precio (El "corte"). - X. Criterios para la valuación. El valor control. - XI. El Proyecto de Reforma de la ley societaria. - XII. A modo de cierre.

I. Introducción

Sabido es que uno de los imperativos del sistema de sociedades comerciales es el mantenimiento de la empresa (conf. Zaldívar, en "Filosofía y principios de nuestra ley de sociedades comerciales", en LA LEY, 1975-D, 555) y la ley argentina refleja ese criterio (conf. arts. 100 y concs., ley 19.550) (t.o. 1984) (Adla, XLIV-B, 1319), que materialmente no es más — ni menos— que propugnar por el mantenimiento del sujeto de derecho creado por voluntad de los socios fundadores.

Ese designio se cumple en plenitud si se advierten las implicancias sociales y económicas que la creación de una sociedad mercantil puede llegar a tener. Es que cuanto más grande y compleja sea la empresa económica, más repercusión causará en la sociedad todo su actuar, su dinámica y lógicamente, su nulidad o disolución.

Suárez Anzorena (en "Cuadernos de Derecho Societario", de Enrique Zaldívar y otros, ed. 1973, t. 1, cap. III, p. 129), expresa que "la personalidad es tan sólo una disciplina que se resuelve en normas, que tratan siempre de relaciones entre hombres: no es ella el estatuto de un hombre nuevo, sino una dinámica de relaciones que se resuelve por dicho medio. Debe reconocerse en la misma un instrumento de técnica jurídica que disciplina unitariamente las relaciones de los socios respecto de terceros".



De ahí que, en principio, deba tratarse restrictivamente toda petición que apunte a la disolución y liquidación del ente colectivo que, con unidad económica, produce o intermedia en bienes y servicios. Coherentemente con esto se ha estructurado un régimen de nulidades — también estricto y especial para la materia societaria— referido a los vicios que puedan afectarlo. Esta postura legal indicó una adecuación argentina a la más moderna corriente doctrinaria, más allá de las posiciones encontradas que puedan existir al respecto (véase en tal sentido: Fargosi y Giraldi, "Nuevamente sobre la nulidad de asambleas de sociedades anónimas", en ED, 174-996). De igual manera deben respetarse aquellas reglas que no hacen al mantenimiento de la unidad económica empresarial creada, sino a cuestiones indiscutiblemente unidas a aquel principio, como son las que apuntan — ante el supuesto de pretenderse la separación de uno o más socios— a restringir la posibilidad de transmitir libremente sus tenencias o a dar preferencia a sus sucesores, de modo que no se rompa el grupo original, respetando la presencia de sus continuadores naturales.

En ese sentido debe asegurarse, más allá de la imprevisión de las partes al contratar o reformar su estatuto, que aquel a quien se restrinja su posibilidad de vender libremente sus participaciones sociales tenga pleno derecho a exigir que se le pague por ellas — cuando resuelva transmitir las— un precio justo, en particular cuando está compelido a dar preferencia al elenco de socios existente al momento de su decisión en tal sentido.

II. La limitación del artículo 214. LSC

El art. 214, segundo párrafo, de la ley de sociedades comerciales (en adelante LSC), inserto en la sección de la sociedad anónima, establece que "El estatuto puede limitar la transmisión de las acciones nominativas o escriturales, sin que pueda importar la prohibición de su transferencia".

Por cierto que no es la referida la única forma de restricción a la transmisión de acciones conocida sí una de las más usuales. Y, como claramente configura una restricción al principio de la libre transmisión de las acciones, impone la necesidad de garantizar un precio real o justo, tesis desarrollada en la doctrina francesa apoyada en la teoría de los pactos leoninos (conf.: Escarra y Rault, "Tratado teórico e práctico de Derecho Comercial", 1955, t. III, p. 312).



Gagliardo (en "Nuevas reflexiones acerca de las cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad de acciones", R.D.C. y O, 1999, año 32, ps. 721 y 725) señala que "la ley de sociedades permite una diversa clasificación de las cláusulas factibles sobre el tema. A raíz de lo expuesto, el art. 214 antes citado trata la cláusula de consentimiento; respecto de la sociedad de responsabilidad limitada se legisla la estipulación de conformidad y preferencia y, finalmente, se contempla la transmisión de acciones que incorporen la obligación de realizar prestaciones accesorias (art. 50)... Es tal la trascendencia de las cláusulas restrictivas que, en el derecho comunitario, la Segunda Directiva prevé en su art. 3, inc. D, como mención obligatoria en los estatutos, 'eventualmente, las condiciones particulares que limitarían la transmisión de acciones'. Las cláusulas restrictivas pueden afectar una parte o bien todas las acciones, no existiendo inconvenientes para que su vigencia lo sea respecto de las acciones ordinarias o preferidas... Vinculado con este tema está el denominado *intuitu personae* negativo, o sea la conveniencia de que no ingresen determinadas personas precisamente por sus cualidades; o bien, como se ha destacado, la limitación de transferencia a extranjeros — recaudo de nacionalidad—, que más que una restricción es una demarcación de quienes pueden ser sus adquirentes".

En nuestra ley, no existe una regulación concreta al respecto, salvo la contenida en los arts. 152 a 154, en materia de cesión de cuotas de sociedades de responsabilidad limitada (SRL) y la que se desprende de algunas reglas sobre precio o valor de las partes o acciones transmitidas, en casos especiales de obligación indemnizatoria o de adquisición forzada, como lo son los supuestos que aparecen en el decreto delegado 677/2001, los de los arts. 195, 223 y 245 y otros de la ley mercantil, a que nos referiremos con detalle más adelante, en VII. F; amén de la regla básica y general del art. 13, inc. 5º, LSC, que declara nulas las cláusulas "que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro o que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva" (1).

En el caso específico que nos ocupa, la estipulación contractual que refiere el art. 214 es uno de los medios creados para limitar la transmisión de acciones, sin por ello impedirla. Como surge de su texto, se concreta en la sociedad anónima que en su estatuto social otorga una opción para adquirir las acciones del accionista que decida vender en todo o parte sus acciones, en exclusivo favor de los demás y en proporción a sus tenencias, con derecho de acrecer o sin él, todo conforme a la ley



y lo que se haya pactado, según las reglas creadas por el estatuto que los vincula. Es una real prohibición de vender libremente tenencias accionarias (2), apuntada a limitar la posibilidad de modificar el elenco preexistente de socios, indiscutiblemente legítima como tantas otras restricciones que se dan en el marco de la sociedad por acciones (Martorell, "Tratado de los contratos de empresa", Ed. Depalma, Buenos Aires, 1997, t. III, cap. I, n° VII.2., p. 46; conc.: Gagliardo, op. y loc. recién citados).

Como fluye de lo explicado, el art. 214 se plasma concretamente en los estatutos societarios en un texto que, amén de limitar la transmisión de acciones a todo potencial accionista vendedor, simultáneamente articula — o debería desarrollar, ya que en la realidad que enfrentamos usualmente se advierte que esto no ocurre frecuentemente, lo que por cierto no constituye un fenómeno autóctono— un procedimiento para concretarla equitativamente. Y, cuando el mecanismo estatutario se pone en marcha y un socio comunica su decisión de vender, bastará con la notificación de la aceptación hecha por uno o más accionistas (según se detalla en III), para que quede perfeccionada la compraventa de acciones más allá de las cuestiones que se puedan plantear en punto a precio, que analizamos más adelante. Por supuesto que deberá analizarse en cada caso cómo se formuló la oferta y cómo la aceptación y las reglas particulares del caso.

Cabe una referencia a lo que hoy ocurre cuando, incluida en el estatuto la regla en análisis, se decide su eliminación por la vía de la reforma estatutaria. En la actualidad, siendo que la ley no prevé este supuesto, en todos los casos cabe su tratamiento y resolución a la asamblea extraordinaria (art. 235, LSC), con los requisitos de quórum y mayoría del art. 244, primer a tercer párrafos, LSC. Por nuestra parte, por lo que hasta aquí queda expuesto, de lege ferenda postulamos que la norma estatutaria en análisis sólo podría ser eliminada por la unanimidad de los accionistas o, en su sustitución, convirtiendo este supuesto en una causal más de recesso. Nuestros proyectos de reforma legislativa no han tenido en cuenta hasta ahora el punto.

III. El artículo 214, LSC, como opción contractual de venta con preferencia

Así, el derecho que el estatuto concede en favor de todo accionista interesado en transmitir sus acciones conforme queda expuesto, configura una opción contractual,



abierta, sujeta a su efectiva ejecución, cuando un interesado — en adquirir— la asume luego de puesta en marcha aquél. "Entendemos que en la opción contractual existe un derecho perfecto de uno de los contratantes, que puede o no ejercerlo según sea su voluntad" (Garrido - Zago, "Contratos Civiles y Comerciales", t. I, Ed. Universidad, Buenos Aires, 1989, cap. III, n° 3, b, p. 115) y que entre ausentes se perfecciona desde la aceptación de la oferta debidamente emitida o recibida (arts. 1154 y 1155, Cód. Civil), según fuese la posición o tesis jurídica en que nos coloquemos (la de la emisión o de la recepción), salvo que mediase retractación antes de aceptada. Entonces, "si la oferta ha sido aceptada, queda celebrado el contrato de compraventa, con todos los efectos que lo son propios desde el momento de tal aceptación, pudiendo el aceptante comprador exigir el cumplimiento de la promesa realizada en su favor y demandar tal cumplimiento aun por la vía judicial" (Garrido-Zago, op. cit., cap. I, n° 4, a, p. 59. Conc.: Muñoz, "Derecho Comercial - Contratos", T.E.A., Buenos Aires, 1960, t. I, cap. VIII, n° 106, p. 249 y t. II, cap. XXIII, n° 386, p. 217 y Fontanarrosa, "Derecho Comercial Argentino", t. II, Buenos Aires, 1971, cap. III, n° 29, p. 82).

En ese mismo sentido, la doctrina señala que "a diferencia de la carta de intención, en donde se establecen condiciones de orden general, la opción de compra constituye un verdadero contrato sujeto a una condición suspensiva. Tal como lo sostiene Tamburrino, la opción que aquí tratamos se configura durante el tiempo de formación de un contrato mediante el derecho de elección que se conviene a favor de una de las partes del futuro (y distinto) contrato, elección que oscila entre celebrar o no el contrato previsto mientras que la otra parte pudo haberse obligado a mantener firme su declaración, dirigida a concluir el mismo instrumento. A través de esa modalidad, y concretamente en el caso de una opción de compra, los accionistas titulares de las acciones plasmarán por escrito una declaración unilateral y exclusiva (oferta) de venta al eventual comprador para que éste, dentro de un plazo determinado, ejerza la opción de compra sobre aquéllas. De esta forma, la persona a quien se dirija la propuesta gozará del derecho potestativo de aceptar o no la oferta (derecho de elección) que le efectúa la otra parte. Si el destinatario opta por aceptarla (extremo que deberá notificar por escrito, dado su carácter recepticio), el convenio definitivo quedará perfeccionado" (Jiménez Herrera, "Documentos precontractuales habituales en las operaciones de transferencias accionarias de control", en LA LEY, 2003-B, n° 5, p. 1025/26).

Por otra parte, no cabe confundir la opción del art. 214, LSC, con las cláusulas de



autorización, no muy usuales en nuestra práctica mercantil, en las que la posibilidad de vender acciones a terceros no accionistas se sujeta a la autorización de un órgano societario (directorio, asamblea, consejo de vigilancia), otro accionista o grupo de accionistas, tema en que se controvierte si ese derecho puede ser negado sin expresión de causa, lo que genera los consiguientes e innecesario conflictos (vid. Rubio, "Curso de derecho de sociedades anónimas", Madrid, 1974, p. 148), que en verdad más que limitar la transferencia se parecen a la prohibición que la ley no admite casi al final del mismo art. 214. Acotemos además que, aunque similar, la cláusula a que nos referimos en este párrafo, no es la del derecho francés a que aludimos en VI, apartado 5º, por lo que a lo allí expuesto nos remitimos.

IV. Diferencias con el derecho de suscripción preferente

Este derecho de opción de compra preferente u opción de preferencia, como se ve, no debe confundirse con el derecho de preferencia del art. 194, LSC, instituto este último de larga tradición en el derecho mercantil, que es el aplicable en materia de aumentos de capital que impliquen desembolso para el socio, en cuyo caso, durante treinta días (o más, si el estatuto hubiese fijado un plazo mayor), los accionistas al momento de la llamada al incremento tienen el derecho — con exclusión de cualquier tercero— de suscribir las acciones correspondientes al aumento que se pretende hacer. De allí que los distingamos no sólo sustancialmente, sino incluso en el nombre que usamos para diferenciar el derecho de preferencia del art. 194, del supuesto del art. 214.

Hecha la descripción de ambas figuras, no parece ocioso destacar las diferencias que existen entre la opción para la compra preferente — también podríamos llamarlo pacto de opción de adquisición con preferencia— que puede ponerse en marcha en los casos del art. 214, LSC, con el derecho de suscripción preferente del art. 194, LSC. Así: (1) el derecho de preferencia viene impuesto por la ley y es inderogable; la opción que deriva de la aplicación del art. 214 es facultativamente generada por la voluntad social que expresa el estatuto. (2) Por las mismas razones es que el derecho de acrecer del art. 194, párrafo 1º, es igualmente imperativo por imposición legal; mientras que, por contraste, en la opción en análisis, él deviene de una previsión estatutaria. (3) El derecho de preferencia nace cuando se produce



una emisión de nuevas acciones; el de opción para la adquisición de preferencia, cuando se pretenden vender acciones suscriptas. (4) La decisión de la asamblea societaria, en un caso, es la única que puede poner en marcha el ejercicio del derecho de preferencia; la decisión particular de uno o más accionistas, la opción del art. 214. Y es por ello que la relación en un caso se traba con la sociedad y en el otro con el accionista que ofrece vender (tener presente, sin embargo, los supuestos de autorización a que acabamos de aludir en III, in fine). (5) En la opción, aquello que se vende son derechos ciertos, preexistentes y como tal no es retractable de mediar aceptación (3); en la preferencia del art. 194 el derecho a suscribir nace una vez cubiertos los pasos minuciosamente detallados en la ley conforme los supuestos previstos en la llamada y puede frustrarse por razones ajenas a la voluntad del suscriptor (un ejemplo conocido es aquél en que no se cubre el monto mínimo o dentro del plazo que la oferta a suscribir acciones propuso la sociedad, momento en el cual debe restituirse el total entregado) (4). (6) La tésis del derecho de suscripción preferente es la tutela de los accionistas preexistentes frente a aumentos de capital con los que se pueda o intente licuar su participación accionaria; la opción del art. 214 está apuntada a impedir que nuevos accionistas alteren el elenco de socios (conf.: Fernández Madero, trabajo citado, cap. V, b y nota 1). Coinciden ambos supuestos en que en los dos se apunta a limitar la posibilidad de que terceros ajenos a la sociedad tomen participaciones sociales.

Pero, maguer las apuntadas diferencias que existen entre el derecho de preferencia y la opción para la adquisición preferente de acciones, los dos coinciden en que, en ambos supuestos en caso de intentarse violar la regla contractual o legal, según los casos, del mismo modo serán castigadas con la sanción de nulidad, con idénticos alcances.

V. Sobre la aplicación de la normativa de la SRL a la SA

Molina Sandoval (en "Restricciones a la libre transmisibilidad de las participaciones accionarias", ED, 198-943), plantea la aplicación del régimen de la SRL a la SA en nuestro supuesto en estudio, particularmente en materia de precio. No compartimos su criterio, sí adherimos a su apreciación en materia de determinación del valor respecto del momento en el que se perfecciona el acuerdo (esto es,



cuando median oferta y aceptación), a que ya nos hemos referido en II, penúltimo párrafo, sin que quepa la posibilidad de retractación a partir de determinado momento y conforme las modalidades sobre las que más adelante exponemos y sin que sea necesario, al menos en el origen del negocio, que exista precio.

El autor recién citado (op. cit., n° IX. 4.) apunta al respecto: "Un último e interesante punto se relaciona con la determinación del precio de la adquisición de la participación accionaria. Numerosas modalidades son comunes en nuestro medio: i) que las fije un perito o un tercero, y en caso de desacuerdo, el juez; ii) según el último balance; iii) cuando coticen en bolsa, el de cotización de un determinado día o la media de un lapso de tiempo; iv) capitalizando el dividendo medio; v) los fijará la asamblea según pautas predeterminadas o el mismo directorio; vi) valor nominal de la acción; vii) valor de liquidación de la sociedad. Como puede verse, numerosas son las posibilidades, pero deben amoldarse — con suma rigidez— a un cartabón jurídico esencial del sistema societario: el principio del valor real. Este principio está contenido en el art. 13, inc. 5° de la LSC, que dice: 'Son nulas las estipulaciones siguientes (...) que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva'. Pero, este apartamiento para caer en nulidad debe ser notable. Este principio, también llamado de realidad, está contenido en el art. 154 de la LSC, que exige que cuando el socio preferente impugne el precio de las cuotas, deba 'expresar el que considere ajustado a la realidad' (sic). En este caso, y salvo que el contrato prevea otra modalidad para la solución del diferendo la determinación del precio resultará de una pericia judicial (o arbitral acotamos), si así se hubiese pactado".

No compartimos la tesis de Molina Sandoval. La mecánica particular de los arts. 153/4, LSC, no es aplicable a la sociedad anónima. No puede transplantarse una reglamentación especial, a todos los demás tipos societarios o a cualquiera de ellos; en tal caso perdería el carácter peculiar bajo la cual nació la regla. Adviértase que la normativa citada llega a imponer al socio vendedor indicar el nombre de algún potencial vendedor, dispuesto a pagar un precio, que será el que en definitiva deba ofrecer el socio a quien o quienes se dirija la opción y esto es obvio que así ocurra, pues hace al interés de los socios de la SRL conocer quién podría ser el interesado en ingresar al ente. Nada de ello sucede en el caso del art. 214, regla propia de la anónima, que es notoriamente diferente de la limitada, considerando la característica de *intuitu pecuniae* que posee la primera por contraste con el *intuitu*



personae de la SRL.

En nuestra opinión resulta claro que la fijación del valor de las acciones en la S.A. no está sujeta a las pautas de los arts. 153/154, sino y fundamentalmente a lo que establezca el estatuto y a la ya citada regla del art. 13, inc. 5º, LSC, aplicable a todas las sociedades. En suma, que para el caso de cesión de cuotas el legislador previó un mecanismo particular para la SRL, no aplicable en ningún supuesto a la SA, por tratarse de tipos sociales que por sus diferencias no admiten la extensión a esta última, por analogía, de las soluciones dadas para la primera.

VI. Sobre modalidades y proceso de contratación

Más allá de recordar que se interpreta que nuestro art. 214 justifica sobradamente a quienes sostienen que así, de alguna manera, se legitima el pacto de sindicación de acciones (como si fuese necesario hacerlo, atento el grado de avance que hoy registra esa figura del Derecho Mercantil) ya que en él se alude al sindicato de bloqueo, cabe analizar — considerada ya su naturaleza jurídica— el alcance y aun la validez — en determinados supuestos— de la regla, en particular cuando el estatuto societario la establece tal cual lo habilita la norma citada, mas sin regular — como suele ocurrir con frecuencia, como ya se ha dicho— el método a aplicar para determinar la validez, alcance, extensión y precio de las acciones a transmitirse cuando se "dispara" la disposición estatutaria.

Tengamos en cuenta que nada puede impedir el cumplimiento de un contrato, mucho menos maniobrando deslealmente para frustrarlo, ni siquiera en los casos más delicados, que son los referidos al valor de las acciones que se ofrecen vender. En tal sentido cabe recordar que "La disconformidad de las partes sobre el precio no basta para declarar la inexistencia del contrato, siempre que no se negase la existencia de un acuerdo sobre él, aunque fuese tácito" (GARO, Derecho Comercial, "Compraventas", Ed. Depalma, Buenos Aires, 1956, cap. VII, nº 91, p. 93).

Ya quedó dicho que la aceptación de la oferta perfecciona el contrato, tal el criterio de nuestra normativa al respecto (arts. 1144 y sigtes., Cód. Civil). Entonces, habrá que analizar la regla estatutaria y la oferta tal cual fue formulada y su efecto vinculante. Va de suyo que si el estatuto nada estipulase, la oferta podrá formularse respecto de todo o parte de las acciones que se pretendan transmitir y que si se ofreciese la totalidad de las tenencias, el aceptante no podrá formular una



oferta parcial, la que por tanto se considerará como no efectuada (salvo que aceptada parcialmente la propuesta, el accionista que desee vender lo admitiera). Parece importante desenvolver la habitual mecánica del procedimiento a que nos enfrenta un supuesto de compra-venta del art. 214, teniendo presente, desde el inicio, que en cada caso habrá que dar pleno cumplimiento a lo establecido en el contrato — usualmente pobre, como se dijo— y a la pauta del art. 13, inc. 5º, LSC.

1º) El procedimiento comienza con la "denuntiatio" o comunicación de la decisión de vender, en la que el accionista interesado en hacerlo (el Vendedor) otorga opción de compra a todos los socios interesados en adquirir (el Comprador), siempre respetando aquello que se hubiese pactado y con la ley como marco general insoslayable. En este sentido es importante tener en cuenta lo que establezca el contrato social: a) si nada estipula, la restricción estatutaria de vender se cumple ofreciendo la acción a cualquier accionista; b) si se hubiese estipulado algo en particular, se procederá conforme quedó reglado; c) algunos estatutos prevén la comunicación al directorio de la sociedad, para que ésta haga circular la oferta entre todos y garantice la igualdad, incluyendo en tales casos derecho de acrecer y hasta previendo que el órgano de administración o la asamblea la autorice, lo que en general configura un procedimiento rechazado por la doctrina (ver supra, III, párrafo final y su cita). En tal caso, de mediar regla estatutaria, la intervención del órgano societario no podrá entorpecer el procedimiento, si hiciere tal cosa hasta podrá ser sustituido por decisión judicial, designando un funcionario "ad hoc" que cumpla la tarea prevista en el contrato social. Es que el Vendedor en ningún caso podrá verse "encadenado" a un estatuto que le impida cumplir su decisión de venta, que limite su alcance o dificulte su consecución al punto de impedirla.

2º) La oferta de venta podrá incluir un precio mínimo pretendido, que es cuestión propia de la libre decisión del Vendedor. Igualmente éste podrá fijar un plazo dentro del cual pueden recibirse ofertas, que en tal caso deberá ser razonable o no haberse fijado a favor de unos o desmedro de otros, salvo — insistimos— aquello que también al respecto prevenga el estatuto. (i) Si vencido el plazo no mediare aceptación, quedará el Vendedor en libertad de transmitir sus tenencias. (ii) Si los ofrecimientos no cubriesen el monto mínimo pretendido el Vendedor, igualmente podrá transmitir libremente sus acciones por no menos de ese monto y en las



condiciones contenidas en la oferta (salvo que se impugnase el precio por no ser justo o real, en cuyo caso deberá ocurrirse a la vía judicial o arbitral para determinarlo, conforme se explica en VII. D y E). Si en este supuesto tampoco existiere tercero interesado en pagar el precio mínimo pretendido, concluirá el procedimiento sin posibilidad de venta, que podrá ser reiterado cuantas veces lo considere apropiado el Vendedor y cuidando al respecto de no incluir en abuso de uso del mecanismo, forma de abuso de derecho que, de configurarse como tal, podría ser impugnada por ello.

Como ha quedado adelantado, la oferta deberá contener — si no lo fija el estatuto— un lapso para formular la Aceptación. El mismo debe ser razonablemente fijado; no existiendo reglas concretas entre nosotros que permitan considerar cuándo ese plazo lo es. Va de suyo que no puede considerarse legítimo un término exiguo que no dé tiempo para la reflexión, a veces ni siquiera para un responde; mucho menos lo será exigir uno tan extenso que perjudique la operación propuesta. Sin que importe por nuestra parte pretender regular lo que ni la ley ni las partes hubiesen estipulado, consideramos que treinta días sería un plazo razonable, en particular considerando que un plazo similar es aquel con que el accionista cuenta para tomar noticia de aquello que deberá tratarse en la asamblea ordinaria de ejercicio (arts. 67 y 237, LSC) y para suscribir un aumento de capital (art. 194, LSC), situaciones formalmente asimilables, reveladoras del criterio legislativo al respecto.

3º) Tomada la decisión de vender y hecha la Oferta de venta por el Vendedor, la Aceptación de él o los otros accionistas "cierra el círculo" y permite establecer que el contrato se ha celebrado, que se ha perfeccionado el negocio desde el momento de esa aceptación (ver art. 1144, C. Civ. y concs.). Ni uno ni otro pueden arrepentirse a partir de ese momento (ver *infra*, apartado 5º).

Queda así claro que no cabe confundir la aceptación de la oferta de venta hecha con el precio a pagar, y aun otros detalles que en muchas ocasiones deben ser tratados luego del perfeccionamiento del acuerdo.

Más aun y siempre estando a lo que el estatuto pueda establecer, en general para que medie aceptación no será necesario incluir precio alguno, pues en el caso de la oferta de vender sin precio mínimo (ver *supra*, punto 2º de este mismo capítulo) la sola aceptación perfecciona el contrato en sí y deja abierta la negociación sobre valor (que incluye monto, forma o modo de pago, plazo, garantías si se da plazo para el pago, derechos y deberes recíprocos). Obviamente el plazo y garantías



respetarán lo establecido en el estatuto o lo que así acuerden las partes; de no existir acuerdo y mediando silencio estatutario, el precio deberá abonarse al contado. En punto a obligaciones del Vendedor, las acciones se transmitirán sin embargos, ni otro tipo de restricción o gravamen, igualmente salvo acuerdo en contrario.

4º) Como se desprende de lo que se viene explicando, la preferencia del Comprador no puede ponerse en cuestión invocando deficiencias en la regulación estatutaria, supuesto que en el caso existieran. Siempre en definitiva estará la opción judicial o arbitral para dirimirla, tal como señalamos en III, con cita de Garrido - Zago. En el mismo sentido se afirma que "De esta forma podríamos decir que al ejercerse la opción en sentido afirmativo el convenio se transformará automáticamente en el contrato de compraventa de acciones. Ello, sin perjuicio de la facultad que tendrán las partes de renegociar sus cláusulas una vez llevadas a cabo las auditorías legal y contable, y eventualmente, suscribir algún que otro documento adicional" (Jiménez Herrera, F., trabajo citado., p. 1027).

5º) La retractación de la oferta hecha por el Vendedor. Ya hemos expuesto sobre el momento en que se perfecciona la operación en análisis. Hemos igualmente hecho alguna referencia a la posibilidad de arrepentirse, retirar, desistir o retractar la oferta hecha por el Vendedor a los accionistas, esto es a la decisión de poner final al procedimiento de venta del art. 214 antes de que se haya perfeccionado. Es obvio que en el supuesto contrario, esto es una vez comunicada la aceptación, el Comprador no podrá retractarla, salvo acuerdo con el Vendedor, solución por demás obvia (5). De allí que interese considerar el primero de ambos supuestos, pues es el que usualmente se da en la práctica societaria.

Va de suyo que no se trata de analizar los casos en que media acuerdo de partes, incluso de aquellos en que anticipadamente se renuncia al derecho de desistir de la oferta formulada, irrevocabilidad de propuesta que por supuesto debe ser claramente explicitada por el Vendedor, que cuando la plantea es porque seguramente se encuentra interesado en atraer de tal modo y con más fuerza a potenciales postulantes y cuya legitimidad es por cierto incuestionable.

Entonces, la solución de este supuesto no es compleja y se resuelve por las reglas comunes de formación del contrato. Como se explicó más arriba, en III, concurriendo oferta y aceptación durante la formación del proceso de compra-



venta, más allá de las diferencias de detalle — precio incluido, que ciertamente no es un elemento menor— , debe tenerse por celebrado el contrato. A partir de ese momento no es posible retroceder en el mecanismo puesto en marcha, no cabe desistir de la oferta ni arrepentirse de la aceptación; el contrato debe desde allí ser cumplido. Téngase en cuenta que la oferta de venta del art. 214 no puede ser tratada entre nosotros como un contrato preparatorio, la *denuntiatio* no es una mera comunicación, sino el otorgamiento de una opción, de allí la importancia de así calificarla.

El Vendedor ha ofrecido vender, ha prometido hacerlo si la aceptación se produce y, producida ésta, deberán consumarse los actos pendientes que hagan a la completitud de contrato, incluyendo precio. No es éste el supuesto de la cláusula de autorización (*agrément*) del derecho francés (cuidadosamente reglamentados en sus arts. 274/277), cuya ley de SA prevé la comunicación previa a la sociedad, por parte del Vendedor, de su decisión de transmitir sus tenencias, que requiere de la conformidad del directorio o consejo de vigilancia y que, como se considera que no constituye una oferta de venta, puede desistirse (*droit de refus*).

6º) Cabe alguna reflexión, igualmente, mientras se encuentre tramitando la fijación de valor, acerca de quién es el titular de los derechos sobre las acciones y cómo se ejercen los derechos del Comprador y del Vendedor durante ese lapso, que puede insumir algún tiempo, siendo que la compraventa se encuentra perfeccionada desde la aceptación, conforme quedase expuesto.

Sobre el momento a partir del cual nace el derecho a registrar las acciones a nombre del Comprador y ejercer todos los derechos de socio (v.g.: en las asambleas, en el cobro de dividendos, en la elección de integrantes de los órganos, cuando el estatuto requiere calidad de accionistas).

Dejando de lado las transmisiones en que no media conflicto entre las partes, donde naturalmente no se presentarán problemas al respecto, es menester determinar a partir de qué momento nace el derecho del Comprador de registrar las acciones a su nombre, teniendo en cuenta que el acuerdo de venta se perfecciona en el momento de la aceptación de la oferta en las condiciones expuestas en III, primer párrafo, aun cuando no se haya pagado el precio y ni siquiera — en muchos casos— el mismo esté siquiera fijado, ni — obviamente— haya mediado entrega de la cosa.

Materialmente es seguro que el Vendedor, hasta la firma del acuerdo o decisión



judicial o arbitral firme y pago del precio, rehusará efectuar actos en favor de su Comprador. Va de suyo que se sustanciará la pertinente acción en que este último reclamará la entrega de la cosa y su registración y el Vendedor cuestionará el precio. Entonces, salvo pacto previo o acuerdo de partes, hasta tanto se sustancie la acción referida se podrá en ella, por la vía cautelar, plantear las medidas de resguardo del derecho de las partes. Así, se registrará la litis en los libros sociales y, de mediar controversia, deberá designarse un representante "ad hoc" para que participe en las asambleas. En cuanto a los dividendos corresponderán al Comprador desde el momento en que se haya perfeccionado la operación.

7º) En capítulo por separado, pasamos a tratar el tema que más dificultades prácticas presenta en la aplicación del instituto, el del precio.

VII. El precio. Métodos para su determinación. Supuestos asimilables. Sobre las reglas de los Códigos Civil y de Comercio. La Convención de Viena

(A) En punto al tema del precio, cabe comenzar señalando que en cualquier caso cuestionarlo no necesariamente supone poder afectar la operación de compra-venta, si se encontrase debidamente perfeccionada por la existencia de oferta y aceptación, de haberse producido tal como hasta aquí lo hemos venido describiendo.

Va de suyo que el elemento esencial de esta operación, es la existencia de un precio justo, real, de mercado (palabra, esta última, que podría merecer reparo en materia de pequeñas o medianas sociedades en que resulta difícil aludir a ese valor, por lo que en general no aludiremos a ese concepto para evitar confusiones, sobre todo si — como se dijo— la opción en análisis es mucho más frecuentes en las empresas no cotizantes). Se trata de un derecho esencial del accionista, afectarlo es notoriamente violar su derecho de propiedad, constitucionalmente tutelado. Podría incluso afirmarse, en correspondencia con ello, que si el socio tiene derecho a la libre transmisión de sus acciones, es porque tiene derecho a percibir el precio justo cuando decida cederlas, sin perjuicio de su ajuste al momento del efectivo pago, conforme lo señalado en la nota 1 sobre nuestro texto legal y el alcance que cabe dar a la palabra "notablemente" que en él existe.

Como dice Rubio (op. cit., p. 148): "Para gran parte de la doctrina que se ha



ocupado del tema, la exigencia de un precio justo o valor real a percibir por el socio que sufre el juego de una cláusula restrictiva a la transmisibilidad de sus acciones, se funda precisamente en ese principio de libre transmisibilidad..., considerado como principio configurador de la sociedad anónima, que ningún pacto estatutario puede enervar... Son nulas las cláusulas que hagan prácticamente intransmisible la acción... y es evidente que cuando la cláusula de fijación del precio arroja por resultado un valor manifiestamente inferior al real, justo o real, el socio soporta una virtual prohibición de enajenar, prohibición contraria a la ley y al tipo", que es lo que la regla del justo precio tutela. A lo que cabe agregar que, si admitir se pueda pagar un precio inferior al real importa violar el derecho de propiedad del Vendedor (que lo es recibir un precio injusto), igualmente sería contrario a la ley tener que adquirir la acción a un precio superior al justo, y en tal caso también se tornaría igualmente no operativa la cláusula, ya que de hecho nadie adquiriría algo por valor superior al real, por lo que en ambos casos, de no mediar acuerdo cabe ocurrir a la vía judicial o arbitral.

(B) Volvamos entonces sobre un tema que ya hemos hasta aquí señalado en un par de ocasiones: es usual advertir que los contratos sociales que contienen la regla del art. 214, mayoritariamente no la reglamentan o lo hacen pobremente. Ante esta realidad, recordemos que el art. 1355 del Código Civil establece: "Si el precio fuere indeterminado, o si la cosa se vendiere por lo que fuese su justo precio, o por lo que otro ofreciera por ella, o si el precio se dejare al arbitrio de uno de los contratantes, el contrato será nulo" (concs. arts. 1349 y 1354). Y que, a su vez, los arts. 458/459 del Código de Comercio disponen: "Cuando se entregue la cosa vendida sin que por el instrumento del contrato conste el precio, se entiende que las partes se sujetaron al corriente en el día y lugar de la entrega. En defecto de acuerdo, por haber habido diversidad de precio en el mismo día y lugar prevalecerá el término medio" (458) y "El precio de la venta puede ser dejado al arbitrio de un tercero. Si éste no pudiere o no quisiere hacer la determinación, quedará sin efecto el contrato, salvo pacto en contrario" (459).

(C) Entonces, a la luz de estos textos: ¿la carencia estatutaria de un mecanismo para determinar el precio, la falta de acuerdo sobre el mismo, la inexistencia de personas designadas para laudar o fijar el valor de la cosa, anula la posibilidad de ejercicio de la opción por el interesado en adquirir?



De alguna manera se trata de determinar si en nuestro caso son válidos los contratos con precio a fijar o abierto, frente al régimen de nulidad citado en (B), si el precio fuese supuestamente indeterminado. Recuérdese en tal sentido que ya Zavala Rodríguez, hace muchos años atrás (en su "Código de Comercio Comentado", Depalma, 1965, t. II, p. 64, 1201), reconocía la posibilidad de acordar una compraventa con "precio a fijar" o "a precio abierto", citando algo más adelante como base jurisprudencial de apoyo a su criterio, el fallo de la Suprema Corte de Justicia de la provincia de Buenos Aires, "in re" "Baulíes, B. J. c. Imperiale, J.", 21-7-39 (LA LEY, 15-803. Aludiendo al mismo fallo y en el mismo sentido, puede igualmente verse Fernández, en su "Código de Comercio Comentado", Buenos Aires, 1945, t. II, p. 361, comentario al art. 458). Entonces, a la pregunta del comienzo de este apartado, cabe señalar categóricamente que la respuesta negativa se impone.

(D) Así, en caso de silencio estatutario (o aun mediando cláusula, que lo fije malamente), sólo un precio justo o real es el que debe considerarse como integrando la cláusula de opción de preferencia del art. 214, LSC y como tal la fórmula del art. 13, inc. 5º, LSC, es la aplicable: no es legítimo un precio de la parte del accionista vendedor que se aparte (acotemos que tanto por exceso, como por defecto, ya que la ley no distingue al respecto) de su valor real al tiempo de su efectiva fijación (conc.: Fernández del Pozo y Herrero Moro, "El precio en las cláusulas restrictivas a la libre transmisibilidad de acciones o participaciones", Ed. Civitas, 1994, p. 34; Perdices Huetos, "Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones", Ed. Civitas, 1997, cap. III, 12.1., p. 230).

En el mismo sentido, Halperín ("Sociedades Anónimas", Buenos Aires, 1978, cap. VI, nº 16, p. 288/290) claramente explica que cuando existe derecho de preferencia estatutariamente establecido, "los accionistas existentes — o una categoría de entre ellos— tienen un derecho preferente de adquisición, por el precio que se fije conforme a los estatutos. Este debe ser justo (art. 13, inc. 5º, LS)", agregando que cualquiera de las diversas variables o procedimientos que se apliquen deberán asegurarlo para que se considere que la opción "sea lícitamente ejercida". E igualmente, Garo (op. cit., cap. VII, nº 91, p. 93) apunta que: "La disconformidad de las partes sobre el precio no basta para declarar la inexistencia del contrato, siempre que no se negase la existencia de un acuerdo sobre él, aunque fuese tácito".



Debe entonces quedar en claro que, como ya quedó adelantado, así existiese una regla sobre fijación de precio específica en el estatuto social (lo que no es habitual, aunque debería serlo), si ésta se apartase del criterio impuesto por el art. 13, 5º, LSC, sería en tal caso impugnabile, por lo que cabe concluir que poco importa la disposición del contrato (y aun su silencio en lo que hace a la técnica para la determinación del precio) frente a la norma legal, ya que en cualquier caso siempre deberá ocurrirse a la sede judicial (o arbitral) en caso de discrepancia entre Comprador y Vendedor, fundada en la legitimidad o justicia del precio. Y si ello es así, poco importa que haya existido regla estatutaria concreta al respecto; en todos los casos la operación se perfecciona, sin que el debate sobre el precio pueda considerarse que la afecta y antes de su determinación.

(E) Entonces, volviendo una vez más sobre nuestra nota 1, la opción de venta de acciones del art. 214, en lo que hace a la determinación del precio, se disciplina por el art. 13.5º, que se alinea con la fijación del valor real y que incluso tolera un apartamiento que no sea notable de ese valor al momento del efectivo pago, no al tiempo de su determinación y cuando no coincida con éste. Es lo que la Exposición de motivos de la ley 19.550, cuando aludió al tema, señaló sobre el sentido que debe darse a la inclusión de la voz "notablemente" que referimos en la nota 1. En esa Exposición se señaló que en la materia "se han receptado los principios admitidos por la jurisprudencia comercial, por lo que se ha reemplazado el concepto de justo precio contenido en el inc. 5º del artículo 13 del Anteproyecto, por el del valor real, en la inteligencia de que este concepto vinculado al requisito de la diferencia notable al tiempo de hacer efectivo el precio, permitirá la aplicación de criterios más estrictos y objetivos".

Queda en claro así que la ley articula un sistema modesto sobre opciones de venta del art. 214, siendo igualmente evidente que esa "escasez" normativa no afecta la cláusula, aun cuando se inserte en el estatuto sin dar mayores descripciones o detalle de procedimiento, porque el cuestionamiento a una regla estatutaria que sólo establezca la preferencia u opción del art. 214, LSC, no la torna por eso cuestionable y de mediar conflictos de procedimiento o sobre fijación de precio, cabe requerir la intervención del Tribunal competente para su solución, sin afectar por ello la regla en sí.

(F) Por lo demás, adviértase que la supuesta insuficiencia apuntada en (E), no es la única que se advierte en la materia. No son pocos los supuestos que regulan



cuestiones similares (algo adelantamos más arriba, en el cap. II). En todos ellos, de índole mercantil (bien se puede decir que también por ello es que ocurre así), la tal supuesta insuficiencia no afecta la posibilidad de transferir acciones o partes sociales.

Es de destacar que, con similar escasez a la hasta aquí apuntada, diversos supuestos de nuestra legislación mercantil aluden a la determinación del precio de acciones o partes sociales cuando no medie estipulación de partes o cuando la ley la establece compulsivamente, sin nunca afectar por ello la operación de que en cada caso se trate. Recordemos algunos de ellos.

F.1. Un supuesto notoriamente similar al que nos ocupa, es el de art. 223, inc. 1, LSC, en que se prevé la amortización total o integral de las acciones integradas, por resolución asamblearia "que fije el precio justo", situación que según Halperín (op. cit., cap. VI, 6.31.4.c, p. 322) "puede autorizar la impugnación judicial del monto determinado", pero sin que ello permita dejar sin efecto la operación.

F.2. De modo también asimilable al expuesto también resuelven cuestión semejante los arts. 25, inc. a), 27 párrafo 2º, 28 párrafo segundo, 30 y 32 inciso d, del decreto delegado 677/2001, supuesto nominado como de venta residual obligatoria en la norma, también reglada por la legislación belga de similar modo. En estos artículos se fija el que se denomina como "precio equitativo" de las acciones, como pivote del sistema establecido para determinados casos de compra o venta decidida por una parte que se convierte por imperio de la ley en obligatorio para la otra (este punto ha sido impugnado por inconstitucionalidad, al igual que el decreto en sí, por provenir de autoridad sin delegación expresa para reglar el tema) (6); derecho que se da para adquirir, a quien hubiese obtenido una mayoría titular del 95% accionario, el 5% remanente ("participaciones residuales"); con el correlativo derecho de dicha minoría de imponer una oferta de compra a quien propusiere o hubiere logrado el porcentual del 95% referido.

En tal caso el decreto establece que "El trámite de la impugnación (del "precio equitativo") no altera la transmisión de pleno derecho de las acciones", que queda perfeccionado antes de haberse fijado.

F.3. Igualmente nos encontramos en el dec. 677/2001, art. 31, con otro ejemplo similar a los ya citados, el del retiro voluntario de la cotización, decidido el cual el accionista se encuentra facultado legalmente para hacer uso del derecho de separación con el consecuente pago del precio "equitativo" de sus acciones, a determinar conforme las mismas las pautas recién referidas (art. 31, d).



F.4. La fijación por precio "de plaza" o pericial en su caso, se regula cuando se trata de aportes en especie, en los arts. 51, primer párrafo y 53, LSC.

F.5. En materia de receso (art. 245, LSC), caso que no es ciertamente igual a los que aquí estamos trayendo al análisis, una vez tomada por el accionista la decisión de cesar en su calidad de tal y desprenderse de sus acciones, la misma no tiene retorno, así se discrepe sobre el valor de las acciones; por lo que en caso de cuestionarse el valor que surja del último balance cabría también la acción judicial para determinar el justo precio (7), aun cuando y como se dice en el fallo citado en la nota 9, "Cladis de Menéndez c. E. Daneri ICSA s/ sumario", "no se da unidad de criterio respecto de lo que debe entenderse por tal, ni sobre los parámetros a aplicar para determinarlo". Es que en esta figura, el precio está ligado al "último balance", esto es que un valor contable de ejercicio técnicamente correcto en el caso equivaldría a justo precio, aunque pudiera apartarse del art. 13.5º, LSC (contra: "Tacchi c. Peters", LA LEY, 1994-A, 384). Sobre este tópico, el valor real o justo constituye aun un debate inconcluso, lo que no es tema sólo propio del derecho nacional.

F.6. También en el ya citado art. 154, LSC, sobre SRL, se alude a la necesidad de invocar un precio "ajustado a la realidad".

F.7. Saliendo de la legislación societaria y como un ejemplo más, nos encontramos con el caso denominado "supuestos especiales" o "cram down" del art. 48, inc. 3, de la ley de concursos y quiebras, donde se establece como criterio para la valuación judicial de cuotas o acciones representativas del capital social de la sociedad concursada que no obtuvo las conformidades previstas para el acuerdo preventivo, la del "real valor de mercado", frase que encierra una contradicción notoria, puesto que tal tipo de valuación supone la existencia de una empresa en marcha, situación en la que resulta difícil — sino imposible— encuadrar a la empresa en quiebra o en trance de caer en ese estado y por tanto valorarla como actuando en el mercado (véase VII. A, segundo párrafo; además Vítolo, "Valuación de la empresa y precio de transferencia...", en LA LEY, 2003-C, 1001, cap. IV; Lauletta, "La función del evaluador en la ley de Quiebras", en LA LEY Actualidad, 30/05/2006, p. 1).

Los supuestos descriptos, sin perjuicio del texto general ya citado del art. 13, inc. 5º, LSC, todos ellos propios del derecho mercantil, presentan notorias similitudes con el instituto en tratamiento y ninguno de ello ha merecido objeción fundada en las recién citadas — en B) de este mismo capítulo— reglas del Código de Comercio



y del Código Civil.

(G) De la Convención de Viena (1980) sobre Compraventa Internacional de Mercaderías

No parece necesario insistir que lo establecido por la ley mercantil y lo que pudiera haber determinado el estatuto social configuran el plexo normativo sustancial que permite determinar la existencia implícita de un mecanismo para la fijación del precio justo o real de las acciones. Perfeccionada la operación con la aceptación de la oferta de vender conforme el estatuto, no cabe más que determinar el precio, modo y forma de pago. Sí, en cambio, es interesante ocurrir a las reglas contenidas en la Convención sobre Compraventa Internacional de Mercaderías de Viena de 1980 (la "Convención", ratificada por ley 22.765) para advertir su afinidad con lo que venimos exponiendo sobre el tema y, por tanto, poder concluir sobre la universalidad de la solución de la cuestión, tal como aquí postulamos.

El art. 55 de la "Convención" establece que cuando el contrato se haya celebrado válidamente, pero no se haya señalado el precio expresa o implícitamente (o estipulado un medio para determinarlo), se considera que las partes han hecho referencia al precio generalmente cobrado en el momento de la celebración del contrato por tales mercaderías, vendidas en circunstancias semejantes en el tráfico mercantil de que se trate. El principio de "razonabilidad" contenido en la Convención, en el caso de cuestionarse la validez de un contrato internacional, hace que se privilegien los criterios de conservación del contrato y la restricción en las causales de resolución del mismo, por lo que, en los casos en que no se aludiera a un precio preciso, "no existiría propiamente falta u omisión en la fijación del precio, sino más bien un tácito acuerdo — implícito en la oferta y aceptación de los contratantes— de referirse al sistema de fijación del precio que determina el art. 55 en análisis" (Muguillo, Roberto, "Compraventa a precio abierto o a fijar precio", en *Revista Jurídica de Mar del Plata*, año 2002, n° 4, b, p. 81; Barrera Graf, "La convención de Viena y el derecho mexicano", en *R.D.C.O.*, año XV, 1982, p. 325).

"Cuando las partes no han efectuado ninguna previsión sobre el precio y la intención de concluir un contrato es clara, el defecto de determinar el precio ausente en el mismo no perjudica el contrato, siendo implícito el price generally charged, lo que cierra definitivamente el debate y mantiene vigente y ejecutable el contrato" (Honold, "Derecho Uniforme sobre Compraventas Internacionales", Madrid, 1986, p. 326, n° 326, p. 1, citado por Muguillo, op. cit., p. 82/4) (8).



"Para concluir este análisis de los contratos 'a precio abierto' a la luz de nuestro derecho interno, entendemos que por vía de los arts. 1197, 1198 — integrados en aquellas pautas del art. 1047— llegamos a la conclusión que la compraventa aun sin mediar entrega es plenamente válida operando — tanto el art. 1354 Cód. Civil como el art. 458 del Cód. de Com.— como normas integradoras y supletorias de la voluntad y silencio de las partes, determinando ambas disposiciones un "precio implícito", "tácito", presumido legalmente, haya habido o no entrega de la cosa" ... "Es así válido y legítimo afirmar que los contratos de compraventa de cosas muebles acordados a fijar precio o a precio abierto, son legalmente válidos se haya hecho entrega o no de la cosa, pues es asimilable al caso de simple duda en el precio pactado, no existiendo incompatibilidad alguna en las disposiciones de nuestro derecho local. Dicha validez devendrá naturalmente como consecuencia de estar el precio implícito, tácito o presumido por ambos sistemas normativos, en un caso por vía del art. 55 y en otro por la vía del propio art. 1354 del Cód. Civil con correlativo sustento en el principio de conservación del contrato y en los arts. 1047, 1197, 1198 y 1354 Cód. Civil, arts. 218 inc. 3) y 6) del Cód. de Comercio" (Muguillo, op. cit., ps. 88/89).

VIII. Sobre precio justo

Como hemos adelantado en VII. A. y D., párrafo final, la venta de acciones en los estatutos en los que se ha generado la opción del art. 214, LSC, así se haya incluido una cláusula especial estableciendo un mecanismo para la determinación del precio, es obvio que no se aplicará si se apartase de lo establecido en el art. 13.5°, LSC. En este supuesto esta cláusula o parte de la cláusula carecerá de eficacia, sin afectar en lo demás el contrato, como que la norma en cita alude a la sola nulidad de la estipulación (conf. Zaldívar y otros, "Cuadernos de Derecho Societario", t. 1, p. 100/103, cap. II, n° 5.6.2., Ediciones Macchi, 1973). De allí la importancia relativa que tiene establecer un método para determinar el precio en la cláusula estatutaria, su carencia no afectará la aplicación de la cláusula estatutaria. En consecuencia, en cualquier caso, de no mediar acuerdo de partes, el precio se fijará por la vía judicial, o arbitrariamente si así se hubiese pactado. Y, como también señalásemos en VII. D, el precio a fijarse será el justo o real y el criterio al respecto será el aplicable tanto para el Vendedor como para el potencial Comprador (ver



supra, V.2°).

Por lo que, como se viene exponiendo, si el contrato societario contuviese la sola regla del art. 214, LSC, sin reglamentarla siquiera mínimamente, no por ello se afectará su aplicación, no pudiendo ser impugnada de nulidad. Va de suyo que será conveniente para las partes establecer reglas que colaboren con la determinación en caso de desacuerdo, pero lo que cabe destacar es que la carencia de regla contractual sobre fijación de precio no afecta la aplicación del artículo citado, tanto si existe procedimiento estatutario concreto, como si no lo hay o es parcial o escueto; de otro modo se consagraría una desigualdad constitucionalmente cuestionable (conf. supra, VII. D.). Téngase en cuenta que en materia societaria la solución es específica, propia del derecho especial que ésta integra y que debe culminar con la fijación del precio justo o real o equitativo.

El criterio del justo precio es consustancial a toda transferencia a título oneroso de participaciones societarias y por ello es exigido como subyacente condición de validez impuesta por la ley mercantil societaria, conforme el ya citado art. 13. 5°, LSC.

Una interpretación armónica de la ley mercantil en materia de transmisión de acciones por cualquier razón, causa o motivo, debe compatibilizarse con el ordenamiento general que predica el precio justo en toda hipótesis de valuación de la empresa (véase las citas hasta aquí hechas, particularmente supra, VII. F y arts. 1788 Cód. Civil, 22, 92 inc. 1 y concs., LSC y art. 516, CPCC).

La valuación de acciones se realiza en virtud de plurales criterios (ver infra, X. 2°). Como es obvio, establecer el valor justo o real de las acciones transmitidas o a transmitir es un objetivo legal, como que según se explicó aparece en diversos textos legales, porque ello incluso hace a la tutela de derechos constitucionales (véase VII. A).

En cuanto al valor a fijarse, además es de particular interés analizar lo que hace al valor control para determinar si debe ser motivo de inclusión en la valuación al momento de las transferencias que aquí tratamos (sobre el tema, volvemos en X.3°).

Francia, señera en Europa sobre el tema, desde un antiguo fallo viene aludiendo al "justo precio" de reembolso de la acción en supuestos como el que analizamos (Corte Suprema, 9/feb/1937, en Rec. Dalloz, 1937, I, 37, comentada por Besson); en esa línea invariable de pensamiento desde entonces, el apartamiento de este criterio constituye abuso de derecho y, consecuentemente, causal de nulidad.



España tiene establecido en el Reglamento del Registro Mercantil, art. 123.6, que la cláusula sobre fijación de precio en estos casos debe ser completa y asegurar al accionista obtener el valor real de las acciones, si se pretende que obligue, pudiendo el Registrador — en ejercicio de su función calificadora— rehusar la inscripción si se advirtiesen "restricciones estatutarias que impidan al accionista obtener el valor real de las acciones".

Amén de lo apuntado al respecto en la nota 1 del presente, cabe acotar además que en la mayoría de las legislaciones de los distintos estados de los EE.UU. se alude a la fair value, respecto de cuyo correcto significado existe un debate doctrinario, pues en tanto algunos autores entienden que la expresión no es sinónimo de valor real, otros en cambio afirman que los términos diversos usados son sinónimos (fair cash, fair value, etc.) (9).

Se sostiene en doctrina que el valor de una acción no constituye un hecho en sí mismo, sino un "juicio" cuya circunstancia difícilmente importe una ciencia exacta. Se atiende por cierto a principios básicos, pero el mecanismo, los detalles, los distintos cálculos, el tiempo en que se efectúen, resultarán complejos e incluso objetables. Seguramente ello explique que la mayoría de los ordenamientos, más allá de algunas peculiaridades, lleven — en caso de desacuerdo— en última instancia a la determinación del valor en sede judicial; tal como — por caso— ocurre en EE.UU., Francia, Canadá, Inglaterra (10), España (11) (Perdices Huetos, op. cit., cap. III, n° 12, p. 230, quien apunta que la calificación registral no admite la inscripción de cláusulas estatutarias de fijación de precio que se aparten del principio del "valor real o precio justo").

Bien puede afirmarse entonces, en el sentido que venimos exponiendo, que el valor real se asimila en cierto modo a precio lícito, dejando a salvo las peculiaridades que la cuestión plantea en los EE.UU. y que hemos apuntado, tanto entre nosotros como en general, se advierte en el derecho comparado (conf.: nota 1).

IX. Sobre el momento de determinación del precio (El "corte")

Otro de los aspectos a considerar es el de la fecha en que se debe valorar la acción (la fecha de corte). Pensamos que la valuación debe hacerse al día en que la aceptación de la oferta es notificada fehacientemente al vendedor, tal el día de corte. Ello no significa que el precio no deba ajustarse al día del pago, pero tal



como quedó expuesto más arriba, en VII. E, de otro modo se estaría obligando al oferente a aceptar propuestas de menor valor, por el temor que el curso del tiempo deprecie la suma a percibir. En el caso, el vendedor debe tener el derecho a litigar para cuestionar en justicia el valor ofrecido, tal como acabamos de exponer; y las costas estarán a cargo de quien haya ocurrido sin derecho a la jurisdicción (o de quien haya estado más lejos en su pretensión compensatoria), que en estos juicios suele ser de alto costo.

En ese sentido es clara en el receso (instituto que — como se dijo— no es exactamente asimilable a nuestro tema) la multiplicidad de soluciones que se ofrecen: el momento en el que se aprobó por decisión asamblearia el balance, que así actúa como base para determinar el valor; aquel en que se emitió la decisión de receder; el día de la notificación de esta última. Pero adviértase que en nuestro supuesto el último balance no es pauta para la fijación del justo precio, técnica propia del receso y por ello fundada en razones propias que no son del caso desarrollar aquí.

El derecho comparado es pródigo en soluciones diversas. Así, en Inglaterra, Holanda y Australia, el valor queda librado a la determinación judicial, oscilando las soluciones entre la fecha del acuerdo, la de la demanda, el laudo arbitral o la sentencia judicial o aquello que el Tribunal en definitiva determine, atendiendo las particularidades del caso.

Por eso es que como venimos afirmando, es exacto afirmar entonces que "De esta forma podríamos decir que al ejercerse la opción en sentido afirmativo el convenio se transformará automáticamente en el contrato de compraventa de acciones. Ello, sin perjuicio de la facultad que tendrán las partes de renegociar sus cláusulas una vez llevadas a cabo las auditorías legal y contable, y eventualmente, suscribir algún que otro documento adicional" (Jiménez Herrera F., op. cit., p. 1027).

De allí la aseveración que al respecto formulamos en el primer párrafo de este capítulo, que concuerda con alguna doctrina que encontramos en materia de receso, más allá de las diferencias que apuntamos (Nissen, LA LEY, 1983-D, 584; García Caffaro, LA LEY, 1984-A, 814 y Dasso, conforme citas de la nota 9) y que hacemos para mejor abarcar el panorama al respecto.

X. Criterios para la valuación. El valor control



(1º) Sobre algunos criterios y métodos de valuación. Vítolo, op. cit., p. 518, III.1., alude a diversos criterios valuatorios: valor real de mercado; valor de inversión; valor intrínseco; valor libros; siendo su preferido el intrínseco, que sería el que comprende (a) los activos físicos, técnicos e intangibles, (b) las ganancias futuras esperadas, (c) la posible política futura de dividendos; d) el crecimiento esperado (conc.: Dasso, op. cit., nota 9. Es igualmente interesante al respecto el detallado capítulo titulado "Sistemas de fijación del precio", de la obra citada de Fernández del Pozo y Herrero Moro. Adviértanse asimismo los criterios que detalla Molina Sandoval, que hemos transcrito en V, segundo párrafo).

(2º) La designación de un Banco de Inversión para evaluar las acciones a adquirir y ofrecer un precio justo suele ser un procedimiento recomendable, cuando la envergadura del bien a evaluar lo justifica; así lo señala, por caso, Fernández Madero (op. cit., cap. III, in fine). Por supuesto que el perito árbitro de común acuerdo es la solución ideal, pero es menester el acuerdo de las partes para aplicar esa solución, al igual que la del Banco. Por eso en general la cuestión termina en la sede judicial.

En cuanto a metodologías para la determinación del valor terminal (VT o valor de realización) (12), señalaremos someramente algunos aplicables a las empresas de magnitud, aun cuando buena parte de tales criterios, por universales, así sea en forma parcial y limitada es de aplicación a las demás empresas, según fuese la dimensión de la que se trate de evaluar. Por supuesto que en general se atiende a las expectativas de futuro, el ramo de la actividad, el desenvolvimiento general de la economía del país y su inserción en el mundo.

El decreto 667/2001 refiere, sin por ello agotar el elenco, en su artículo 32, inciso d, algunos criterios que permiten determinar un precio "equitativo" (valor patrimonial según balance especial, valor según criterio de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a sociedades o negocios comparables, valor de liquidación).

La valuación por flujo de fondos se realiza mediante proyecciones elaboradas en función de cifras estimadas por un lapso que razonablemente pueda cubrirse como previsión de futuro. La valuación incorporará entonces un VT determinado en base a distintos criterios, que pueden ser:

Perpetuidad: se asume que la compañía permanece en manos de sus accionistas y éstos continúan percibiendo los mismos dividendos a perpetuidad.



Liquidación: se considera que la compañía deja de funcionar y sus activos se venden como unidades separadas.

Comparables: se estima que la empresa en marcha podría venderse a terceros en proceso competitivo, estableciéndose el "valor real" de la misma en base a valores comparables. En este punto, la utilización de índices o "ratios" provenientes de otros mercados deben hacerse con precaución. Por ejemplo, los que establecen valores a partir de la relación entre monto de ventas y capitalización de mercado (empresas de cotización pública) sólo tienen sentido en sectores donde existen procesos de consolidación (es el caso de aquellos países donde existen múltiples compradores compitiendo entre sí para adquirir empresas semejantes, a efectos de absorberlas, aumentando así el valor creado por la transacción). Normalmente, los compradores no pagan por estos procesos, si pueden evitarlo; y lo hacen sólo si están forzados a hacerlo, esto es, cuando existe competencia.

Los tres criterios son adecuados y deberían conducir a un resultado semejante; aun cuando el de liquidación es el más complejo de estimar, pues requiere una valuación separada de todos los elementos del bien a valorar.

Entonces, si la utilización del parámetro de "perpetuidad" resultase notablemente inferior a los de "liquidación" o "comparables", esto indicaría que sus titulares están incurriendo en un elevado costo de oportunidad y que existe un grave error en los mismos, pues no es razonable pensar que continúen operándola para obtener de ella una rentabilidad muy inferior a la que lograrían liquidándola o vendiéndola de inmediato (porque la realización de sus activos sería mucho más rentable que la explotación que con ellos se desenvuelve).

Sin embargo, si se trata de una sociedad bien manejada, de buena rentabilidad, la discrepancia señalada más bien puede indicar otra cosa, por caso que se ha introducido en la metodología de valuación una expectativa de VT para terceros a un precio irrealizable en el contexto actual. Es que la valuación finalmente no puede depender de un VT determinado sobre variables seleccionadas discrecionalmente, sino a través de proyecciones cuidadosamente elaboradas y discutidas línea por línea.

Solamente en mercados en procesos de consolidación podrán encontrarse compradores dispuestos a pagar precios vinculados al monto de ventas, sin priorizar los resultados de las compañías. Allí no existen procesos de consolidación claros y la competencia a nivel compradores-vendedores es baja, los comparables por ventas dejan de ser un factor relevante para la valuación pues los compradores



(más cautos, escasos u oportunistas) analizan con más detalle los resultados, ya que prevén que las condiciones de mercado les permitirán hacer prevalecer esa posición en una negociación de compra.

En resumidas cuentas, parece más razonable entre nosotros, para la determinación del VT, utilizar múltiples inferidos de compañías comparables, si ello fuese posible, o en su defecto ocurrir a la generación de caja operativa (Ebitda) (13). A su vez, cuando proceda la utilización de valuaciones provenientes de mercados maduros del exterior, ellas deberán ajustarse por el riesgo del país de la empresa respecto de la cual se haga la valuación.

En las sociedades, principalmente anónimas que no cotizan en mercados, es donde se presenta la fijación del precio por vendedores y compradores en la venta compulsiva de acciones. Como hasta aquí quedó expuesto, fijar o acordar un precio justo a dichas acciones, al limitarse la libre posibilidad de decisión en por lo menos una de las partes, lo habitual es ocurrir a la Justicia o al arbitraje, ya que lamentablemente entre nosotros no es ser usual que se ocurra a peritos o mediadores profesionales expertos, cuando tal sería el método más recomendable. Esta característica hace que se imponga tener en cuenta algunos de los criterios básicos del VT, que son el del flujo de los ingresos actuales producido por la sociedad emisora (caja operativa), la ya citada relación de ratios de endeudamiento (comparables) y el de liquidación como referencia que no distorsiona la venta a realizar.

Finalmente cabría agregar que no sería apreciado como precio justo la determinación de un valor que, según los casos, no guardase relación o referencia razonable con el VT de las acciones ofrecidas (que nunca podrá superar el 10%, en más o en menos) al momento de la efectiva transferencia compulsiva.

(3º) El valor control. A todo lo cual se debe agregar el valor, precio o prima de control. Ese control a que nos referimos, no es otro que el que define el art. 33, primer párrafo, LSC, por lo que se trata de determinar cómo incide en la fijación del valor de las acciones en el caso que analizamos.

Cuando se ceden acciones con las cuales se pueda formar mayoría u obtenerla "per se" sólo con las que se transmite esa predominancia se sostiene que se está transmitiendo un mayor valor que el intrínseco que ellas tienen, en particular porque su tenencia permite disfrutar de determinadas ventajas o beneficios a quien la obtenga, y de alguna manera esa prima retribuye el mayor riesgo de la



inversión, los deberes fiduciarios para con los demás socios y el peso de las tareas de gobierno y dirección. Esto es que, consecuentemente, sería distinto y proporcionalmente mayor el precio de la empresa cuyas acciones se vendan cuando con ellas se obtiene o alcanza la mayoría, que cuando se venden simples acciones de minoría. Voces en contra se alzan sosteniendo que reconocer un mayor valor a las acciones de minoría viola el principio de igualdad en la participación de las ganancias (va de suyo que la equiparación con este supuesto se dará cuando se transmita en forma conjunta el cien por ciento de las acciones). Contra éstos se alzan quienes sostienen que la realidad se encarga de demostrar que en las ventas libres de restricciones se paga siempre un plus por acciones de mayoría, revelando de tal modo que el principio de igualdad — indiscutible en los sistemas políticos democráticos— no es tal en materia mercantil, lo que bien se advierte — entre otros momentos— en las asambleas sociales, donde se decide lo que resuelva la mayoría; por lo que la fijación judicial o arbitral no podrá desconocer esa realidad cuando de tasación de oficio se trate.

Entonces, para determinar el precio justo de las acciones transmitidas: ¿deberá considerarse ese valor control?; ¿es lo mismo adquirir la mayoría, que obtenerla por la venta de un paquete minoritario que unido al propio alcanza a conformarla; o que comprar simplemente acciones en minoría?

Es indiscutible que el plus valor "control" existe. En los hechos se advierte materialmente. Qué se deba pagar o no en los casos de restricción estatutaria a la libre transmisión es otra cosa.

La doctrina francesa lo ha tratado reiteradamente (14), igual aunque en menor número la italiana (15) y española (16). La jurisprudencia inglesa valora sin prima ni descuento, guiándose por criterios de equidad fundados en la conducta de los accionistas y tutelando — cuando cabe— el interés de la minoría (17). Difícil es encontrar en la jurisprudencia de los EE.UU. un criterio uniforme al respecto (18); en los casos de venta de paquetes mayoritarios se dispuso en ocasiones la distribución de la prima de control proporcionalmente, pero va de suyo que — aun compartiéndose este criterio— eso es posible cuando lo que se vende es la totalidad de las tenencias. Pero eso es una simplificación, pues así no se solucionan las cuestiones que aquí planteamos en la mayoría de los casos, básicamente centradas en los supuestos en que lo que se transmite conforme el art. 214, es la parte minoritaria de un paquete accionario y no la totalidad de las acciones de la sociedad anónima (19).



A ese interrogante debemos agregar que en las sociedades anónimas cerradas, titulares de pequeñas y medianas empresas, no existe la protección reglamentaria que se da al accionista de minoría en las cotizantes, particularmente en los supuestos de cambio de control. Por lo que se diría que el interrogante formulado dos párrafos más arriba aparece como limitado a las que no cotizan. Va de suyo que esto sólo merece hasta aquí como respuesta a nuestro alcance — de lege ferenda se han expuesto algunas soluciones satisfactorias— la necesidad de regular, cuando estatutariamente se introduzca la fórmula que el art. 214 LSC permite, el mecanismo de aplicación a todo el sistema de opción, incluyendo la valuación de las acciones a transmitir y — dentro de él— el método de aplicación a cada caso del valor control. Es que si la ley admite la restricción al principio general de la libre transferencia de las tenencias, las partes al crearla deberían tomar noticia de la importancia de equilibrar esa restricción generando un método razonable de tutela a los derechos de los accionistas, cuando se torne operativa la regla estatutaria (20). Va de suyo que nuestra solución suple la carencia legislativa, que en verdad es a la que se debería en definitiva apuntar.

Entonces, tal como nos encuentra la legislación vigente, no mediando pacto de opción con un desarrollo preciso sobre el tema en el estatuto, que se limita a incluir el supuesto del art. 214 de modo genérico, pensamos que para la valuación de la empresa, en caso de adquisición de paquete minoritario conforme el tema de nuestro trabajo, se deberá estar a su valoración atendiendo al precio justo o real, considerando como tal el que no incluya valor control alguno, prima que sí se incluirá cuando de lo que se trate sea un paquete de control directamente adquirido en bloque o que indirectamente se conforme como tal con tenencias anteriores con más las que se adquieran.

XI. El Proyecto de Reforma de la ley societaria

En el texto del proyecto de reforma societaria elaborado por la Comisión creada por resolución MJ y DH 102/02, aparecen dos artículos, el 15 y el 35. El primero, bien inspirado en su tercer párrafo, refiere que toda controversia a que den lugar las valuaciones de las participaciones sociales, cuotas o acciones, salvo que el contrato o estatuto prevea otras reglas, se resolverá por árbitros o peritos (este es, de algún modo, el criterio de la legislación societaria española actual). Pero el cuarto párrafo,



en cambio, es difícil de comprender, pues alude a la posibilidad de retirar la compra o la venta ofrecida, según los casos, cuando la pericial se aparte en más o en menos, según los casos, de la pretensión. Es que si medió oferta aceptada parece difícil dirimir así (extinguiéndola) una operación de compra-venta de precio abierto o a fijar.

A su vez, el art. 35 modifica el art. 214, estableciendo un plazo duración, que se limita a tres años desde la constitución de la sociedad o de la introducción de la modificación, con opción en este último caso de poder vender libremente durante los primeros seis meses de la reforma, criterio que se puede compartir, más allá de que — en II, párrafo final y X— hayamos postulado una solución distinta, en parte compatible con ésta. En cambio es criticable y confuso el párrafo segundo del mismo texto, que permite que la sociedad se entrometa en la operación ofreciendo adquirirlas o introduciendo un tercero "que ofrezca su valor", en cuyo caso no operarán las restricciones estatutarias estipuladas (21). Además, se agrega que en las subastas judiciales se aplica el mismo régimen para la sociedad y el tercero que aquélla presente. Tampoco se comprenden las razones que se tuvieron en cuenta para introducir semejante régimen a la compraventa de acciones, pues violenta lo que las partes libremente puedan haber pactado en una sociedad en la que la persona del socio no es decisiva como en los restantes tipos y a cuyo respecto no existe interés a tutelar que justifique la intervención del Estado al extremo expuesto, que es lo que esta reglamentación importaría, de haberse establecido tal como se expone (véase igualmente III, párrafo final).

Lamentablemente la reforma ha desestimado esquemas más actuales en la materia, a que nos hemos referido, planteadas por la doctrina y respondidas por reciente legislación comparada con mayor felicidad, lo que torna recomendable en un futuro intento estar alerta a la temática en análisis, para darle una mejor respuesta.

XII. A modo de cierre

No fueron casuales las citas y propuestas con que encabezamos este trabajo, que queda así abierto, no por imposible de abarcar sino por la forma con que viene creciendo esta negociación típica de la sociedad anónima, porque estamos convencidos de que terminada la tarea, la institución ha crecido, tal vez se ha



modificado. Esto es propio de la actividad mercantil y por tanto del derecho que la rige.

Más allá de esto, aunque hasta aquí no hayamos aludido a ella, debería flotar sobre el texto, la idea de que para su debida aplicación, más allá de las regulaciones legales y contractuales, el criterio de la buena fe y la lealtad debe imperar en las relaciones entre las partes para el más eficaz desenvolvimiento del comercio y para acompañar así, de alguna manera, el despegue que lento, pero ojalá inexorable, se está produciendo en nuestra economía, pretendiendo muy modestamente colaborar — de alguna manera— en el mejoramiento de las relaciones mercantiles.

En cuanto a la buena fe, implica "un estado subjetivo presumido sobre la base de un comportamiento y con referencia a un sujeto. El comportamiento — acción u omisión— debe realizarse en una forma debida de acuerdo a las condiciones y circunstancias del acto sometido a examen" (Etcheverry, "El standard de buena fe en el derecho mercantil", LA LEY, 1987-E, 900) y esa conducta, esa actuación, nunca puede ser neutra. Sobre lealtad, aunque podríamos escribir muchas páginas, bastará con señalar por todos, con Halperín (op. cit., cap. VIII, nº 47, p. 449), que "es el resultado de la vinculación de confianza que inspira la (toda) designación y la tarea de administración de bienes ajenos... La falta de lealtad resulta del simple conocimiento del carácter abusivo o fraudulento del hecho que se juzga, en la época que éste se concreta, sin adoptar las medidas necesarias para impedirlo".

La buena fe, por supuesto, debe estar presente en todo acto, en todo texto, en toda propuesta de cambio que se formule, del mismo modo que, apenas hecha, ella misma genere la necesidad de pugnar por su mejoramiento, que aunque parezca tarea menor en verdad nunca lo es, por ser la auténtica compañera del progreso, en el sentido más amplio, generoso y abarcativo que pueda contener el término, de sustancia tan deseada y por momentos aparentemente inalcanzable. ♠

NOTAS:

(1) Algo más adelante, en los capítulos VII y VIII, nos referimos a distintas formas bajo las cuales el legislador se refiere a lo que en este trabajo llamamos "valor real"; "precio equitativo"; "ajustado a la realidad", "real de mercado". A su vez, en el art. 13.5., aparece la voz "notablemente", pero referida a un eventual apartamiento de ese concepto, al momento del efectivo pago del "valor real". Se diría entonces que este supuesto postula un precio real al momento de su determinación y un mayor o menor valor que no responda estrictamente a aquello que la realidad impone al día del efectivo pago, siempre que la diferencia no sea notable. Es un método de ajuste relativo, creado en tiempos de muy alta



inflación y acorde con doctrina y jurisprudencia por entonces imperante, aplicable una vez ya fijado el valor de la participación, esto es ex post. Pero no puede plantearse que, de tal modo, nuestro legislador se haya aproximado siquiera al criterio del derecho de sociedades de los EE.UU., que reconoce al juez un margen que le permita determinar la equidad o justicia de la cláusula en cada caso concreto que se plantee, sin admitir por tanto situaciones irrazonables o injustificadas, es decir ex ante. "La validez de una restricción de la transmisibilidad no se asienta en ninguna noción abstracta sobre la justicia intrínseca del precio"... , tampoco puede privarse al accionista de sus derechos sustantivos limitando injustificadamente su derecho de venta" (Corte Suprema de N. York, "Allen c. Baltimore Tissue", 1957; en el mismo sentido "Groves v. Pickett", 1970. Conf.: "Model Business Corp. Act Annotated", vol. 1, Prentice Hall Law & Business, 1993, p. 432 y siguientes).

(2) "El derecho de compra preferente de acciones constituye un útil mecanismo de protección de los socios frente a la incorporación de terceros, ajenos a la sociedad"; para que se pueda ejercer debe insertarse en el estatuto social, no en acuerdo por separado, de modo de resultar oponible no sólo a los accionistas, sino a terceros. "Al formalizárselas de ese modo, las estipulaciones que se incluyan en el estatuto social cuentan con menor posibilidad de ser observadas por la autoridad de aplicación al solicitarse la inscripción ante el Registro Público de Comercio de la jurisdicción correspondiente. Y el resultado final no será menos importante: las mismas serán oponibles a terceros que contraten con la sociedad y sus accionistas. ... Así, resultara más eficaz un derecho de compra preferente de acciones incluido en el estatuto e inscripto en el registro Público de Comercio, que aquel que exista sólo en el convenio de accionistas. Mientras en el primero, la limitación se reputa conocida por todos, en el segundo resulta inoponible a los terceros (conf. art. 12 ley 19.550) y conocido además por el Registro Público de Comercio al tomarse razón de la cesión de cuotas (en una SRL, art. 152 ley 19.550)" (FERNANDEZ MADERO, "El derecho de compra preferente de acciones...", en ED, 199-582, capítulos VII y II, in fine y nota 6). A su vez, sobre inoponibilidad en materia de acuerdos de accionistas, aplicable por analogía al supuesto en análisis, puede verse ZAMENFELD, "Oponibilidad y contrato de sindicación de acciones", en "Derechos Patrimoniales", t. II, p. 841, Ed. Ad Hoc, 2001).

(3) En la opción "si el destinatario de la propuesta la aceptase en las condiciones establecidas, el contrato definitivo quedará automáticamente perfeccionado sin necesidad de ningún otro trámite, ni requerimiento (FONTANARROSA, op. cit., cap. II, n° 29, p. 29/30) ", no pudiendo ya ser revocada.

(4) Es el caso de los arts. 170, inc. 3, en correlación con el 173, LSC.

(5) Aceptada la oferta, el Comprador no puede arrepentirse de su aceptación, ni siquiera invocando que el precio — en el caso de tener que fijarse ulteriormente— resulta elevado para sus pretensiones; precisamente porque no puede condicionar su aceptación al precio cuando éste no fue definido sino al llegar al final del procedimiento aquí descrito, en VI. Es tal, la solución de la doctrina y jurisprudencia francesa (Corte de Casación, 13/oct/1993, Revue des sociétés; 1993, p. 578 y sigtes; MERLE, "Refus d'agrement et droit de repentir dans les SARL", en RDJA, 1993, p. 3).

(6) Sobre el tema puede verse nuestro trabajo, "El art. 38 del decreto delegado 677/01. Aplicación y Alcances", presentado al IV Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa", t. II, pág. 593, ed. Universidad Nacional de Rosario, 2001.



(7) Al respecto puede verse VITOLLO, Daniel, "Marchas y contramarchas en los criterios legales para la fijación del valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso", en "Cuestiones actuales de Derecho Empresario" (Errepar, 2005, p. 218).

(8) Luis DIEZ-PICAZO y PONCE de LEON, en el prólogo de "La compraventa internacional de mercaderías" (Ed. Civitas, Madrid, 1998, p. 12), obra de diversos autores que coordinase, apunta que "La Convención es ciertamente importante en la medida en que contiene un nuevo Derecho de la compraventa, pero lo es también en cuanto contiene normas ... que arrojan luz decisiva sobre muchas cuestiones generales del Derecho de contratos ...". En el mismo texto es interesante para nuestro tema consultar el análisis que del art. 55 de la Convención hace CABANILLAS SANCHEZ, Antonio, p. 467 y sigtes. Sobre el mismo punto véase igualmente: GARRO, "La Convención de las Naciones Unidas sobre los contratos de compraventa internacional de mercaderías: su incorporación al orden jurídico argentino", LA LEY, 1985-C, 941 a 944.

(9) DASSO, Ariel A., "Comentario al caso Cladis de Menendez c. E. Daneri ICSA s/sumario", ED, 181-428/460. Igualmente, del mismo autor, "El gobierno corporativo. Adquisición y valuación de participación residuales. Justo precio", en "Cuestiones actuales de Derecho Empresario", Errepar, 2005, p. 218) y la nota 1 de este trabajo.

(10) DASSO, Ariel A.: "La impugnabilidad del último balance en caso de receso", LA LEY, 1994-A, 380/404; también el trabajo del mismo autor, citado en la nota anterior, pág. 231.

(11) PERDICES HUETOS, op. cit., cap. III, nº 12, p. 230, quien incluso apunta que la calificación registral no admite la inscripción de cláusulas estatutarias de fijación de precio que se aparten del principio del "valor real o precio justo".

(12) Se desprende, como se viene manifestando hasta aquí, que el VT, o valor elegido para la determinación del precio, será el de realización como acto de disposición en un determinado momento (esto es, lo que es justo pagar un día preciso, por compradores que actúan sin especulaciones coyunturales).

(13) EBITDA significa, para cualquier período relevante, las ventas netas de la empresa, según sea el caso, menos: (i) el costo de las mercaderías vendidas y de los servicios prestados, (ii) los gastos de administración, los gastos de comercialización, y (iii) cualquier otro gasto operativo ordinario; todos dichos términos determinados sobre una base consolidada para dicho período de conformidad con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en la República Argentina, excluyendo los gastos de depreciación y amortización contenidos en los rubros anteriores, según resulte aplicable según el caso en cada uno de los tres puntos (i, ii y iii) precedentemente descriptos.

(14) PAILLUSEAU, "La cesión de control", JCP, 86, I, p. 3224; ETTIJANI, "La toma de control de una sociedad por la vía de la cesión de acciones", Masson, 1980; PAILLUSEAU y CONTIN, "La cesión de control de una sociedad"; entre otros.



(15) COLOMBO, "La cesión del paquete de control: consideraciones para una discusión", en Rivista delle società, 1978, p. 144; IUDICA, "El precio en la venta de participaciones accionarias", misma revista, 1991, p. 759.

(16) EMBID IRUJO, "Grupo de sociedades y accionistas minoritarios", exposición sobre derecho comparado del tema. Min. De Just., 1987, p. 52.

(17) FOX BOWEN, "The law of private companies", 1991, cap. XIV.

(18) CLARK, "Corporate Law", Boston, 1986.

(19) En general hemos seguido en este párrafo el ya citado texto de Fernández del Pozo y Herrero Moro, ps. 125 y sigtes.

(20) En el mismo sentido ODRIOZOLA, Juan M., "Compraventa accionaria y take over", en "Negocios parasocietarios", nº 2, p. 142 y sigtes., Ad-Hoc, Buenos Aires, 1994), quien sugiere cláusulas a introducir en los estatutos constitutivos en previsión de tomas de control.

(21) Como es obvio, lo que resulta apropiado para la SRL, no puede extenderse sin límite alguno a todo tipo social (véase más arriba, cap. V, tercer párrafo).