

OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje *iuris* o arbitraje de equidad?

(Análisis de los artículos 30 y 38 del decreto 677/01)

Por:

PABLO AUGUSTO VAN THIENEN

Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. PLANTEAMIENTO.	4
II. EL CONFUSO ARBITRAJE DEL RÉGIMEN DE OFERTA PÚBLICA.	5
III. DETERMINACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO.	6
IV. IMPUGNACIÓN DEL PRECIO EQUITATIVO.	7
a) <i>La caducidad de la acción.</i>	8
b) <i>La doctrina del caso Tacchi c. Peters SA.</i>	8
c) <i>Aceptación de la oferta e impugnación del precio equitativo.</i>	9
V. PRECIO EQUITATIVO Y EQUIDAD. ¿SINONIMOS?	10
VI. ¿ARBITRAJE IURIS O ARBITRAJE DE EQUIDAD?	11
a) <i>Precio equitativo y arbitraje de equidad.</i>	12
VII. APELACIÓN DE LA SENTENCIA	13
VIII. FORMACIÓN DE TRIBUNAL <i>IURIS</i>	14
IX. LA PERICIA ARBITRAL. HONORARIOS Y LOS COSTES TRANSACCIONALES.	14
X. INCORPORACIÓN DE CLAUSULA COMPROMISORIA EN LA OFERTA.	16
XI. CONCLUSIONES.	17

Abstract

Nos proponemos analizar el régimen de impugnación de precio equitativo de una Oferta Pública de Adquisición de acciones bajo el régimen de oferta pública del decreto delegado 677/01 (“Decreto”).

Nos concentraremos en los artículos 30, 32 y 38 del Decreto.

Quien opte por impugnar el precio equitativo de una OPA ante un tribunal arbitral, deberá analizar previamente si el tribunal competente es arbitraje de derecho (arbitraje *iuris*) o de amigable compondores (arbitraje de equidad).

Del análisis del CPCCN, Código Civil, Código Comercial y Ley de Sociedades arribamos a la conclusión de que el tribunal competente para resolver la equidad del precio de una OPA es el tribunal de equidad del artículo 766 CPCCN.

Sospechamos que el oscuro régimen de impugnación diseñado por el Decreto tiene por objetivo convertirlo en una barrera de entrada para los inversores que pretendan cuestionar el precio de una OPA.

En este aspecto creemos que el Decreto luce muy poco transparente si lo comparamos con el régimen de impugnación de precio regulado en el artículo 154 aplicable, por analogía, a la transferencia de acciones de una SA y, remitido por el artículo 30 del Decreto.

Sugerimos incorporar una cláusula compromisoria en la oferta, sometiendo la impugnación a árbitros de equidad; si la emisora desea ofrecer a los inversores una opción de impugnación de precio más eficiente.

I. Planteamiento

La salida del régimen de oferta pública de acciones obliga a la sociedad cotizada lanzar una oferta de compra de sus propias acciones ("OPA"). Este dispositivo - sustituto del receso previsto en el artículo 245 LSC - fue instalado por el decreto legislativo delegado 677/01. La experiencia recogida al día de hoy permite afirmar (con algunas sospechas) que la OPA obligatoria por salida del régimen de oferta pública viene funcionando razonablemente bien.

La OPA por salida del régimen de oferta pública de acciones implica una operación de autocartera. La sociedad cotizada adquiere sus propias acciones con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas libres. De acuerdo con el decreto 677/01 la compra de las acciones no puede afectar la solvencia de la sociedad emisora ni poner en riesgo su liquidez. Si la OPA afectare la solvencia o generase un problema de iliquidez en la emisora adquirente, el sistema autoriza que la OPA pueda ser lanzada por la sociedad controlante, en cuyo caso ésta deberá acreditar ante la Comisión Nacional de Valores (CNV) que la compra de las acciones (inversiones permanentes - art. 31 LSC) no afectará su solvencia y que cuenta con liquidez suficiente para hacer frente al pago del precio¹.

¹ El agregado del decreto 677/01 respecto del artículo 220 de la LSC relacionado con la liquidez y solvencia de la sociedad emisora (o su controlante) para lanzar una OPA merece ser atendido. La liquidez - tal como la entendemos - se refiere al ratio de capital corriente (pasivos corrientes / activos corrientes). Vale decir que este indicador nos informará cuál es la proporción de activos líquidos (o fácilmente liquidables) para hacer frente a las obligaciones de corto plazo. Parece que el decreto 677/01 ha intentado proteger este indicador exigiendo a la emisora informar a la CNV que aquella cuenta con liquidez necesaria para hacer frente al pago del precio equitativo. ¿Es esto así? Comentario aparte merece el indicador de solvencia. El decreto señala que la emisora deberá acreditar que la operación de autocartera no afecta su solvencia. La solvencia - tal como la entendemos - se refiere al ratio (pasivo total /PN). Este indicador nos informará el grado de endeudamiento de la sociedad sobre el total de los activos. Lo cierto es que la operación de autocartera (cualquiera sea la forma de financiarla ya sea liquidando activos o tomando deuda) siempre impactará sobre la

El lanzamiento de una OPA (sea forzosa o voluntaria) exige al comprador cumplir con dos requisitos esenciales: (i) respetar la igualdad de trato entre todos los accionistas y, (ii) fijar un precio por acción que sea "equitativo".

La igualdad de trato no es sólo igualdad de oportunidad e igualdad de información; sino igualdad en las condiciones económicas y financieras de la oferta (*vid.*, expresamente artículo 22.a del decreto 677/01). Estamos hablando de igualdad entre iguales. Todos sabemos que dividir el capital en clases de acciones con derechos políticos o económicos diferentes dará lugar a precios equitativos, también diferentes. No es lo mismo el precio de una acción ordinaria que goza de 1 voto a una acción ordinaria pero con 5 votos. Tampoco dará igual el precio de una acción ordinaria respecto de una preferida (con o sin voto). Y seguro el precio no será el mismo si la acción (ordinaria o preferida) cuenta con cláusula de rescate. Incluso diferirá si el rescate es a opción del accionista o a opción de la emisora y, variará aún más, si el rescate es a fecha cierta o incierta².

La verdad es que el precio de compra de esta clase de activos financieros no se construye sólo y únicamente a partir de los derechos políticos y económicos que representan; sino por la posibilidad real que otorgan a su titular de apropiarse de los flujos de fondos libres generados por los activos corporativos. Esto quiere decir que, para quien es propietario del 100% de los flujos (*One Man Company*) carece de toda utilidad práctica y sentido económico emitir acciones con diferentes derechos. La absoluta propiedad de los *cash flows* hace innecesario e improductivo gastar en abogados que diseñen cláusulas extravagantes.

Para zanjar el inconveniente que causó entre nosotros el derecho de receso valuado por el método de valor patrimonial proporcional (*vid.*,

solvencia de la emisora porque la compra de las acciones es con cargo a resultados no asignados. Por lo tanto, la afectación de la solvencia es inevitable cualquiera sea el camino que se utilice para financiar la OPA. ¿Cómo afirmar que la OPA no afecta la solvencia?

² Esto es tan evidente que por ejemplo las acciones preferidas rescatables a opción del tenedor son consideradas por las normas contables como deuda. Similar criterio sostiene la AFIP-DGI respecto de los intereses privilegiados pagados a titulares de acciones preferidas. Parece entonces que la valuación de una acción preferida bajo estas condiciones de emisión se asimilaría bastante a un título de deuda.

art. 245 LSC), el decreto 677/01 obliga a quien decide salir del régimen lanzar al mercado una OPA comprando las acciones a un precio equitativo.

No hay duda que este mecanismo contractual de oferta – aceptación ha sido un avance cualitativo en la protección de los derechos patrimoniales de los inversores. Con este mecanismo se rompió el viejo paradigma debiendo la sociedad emisora ofrecer el rescate de sus acciones si quiere salir del régimen. Decimos que se ha roto el paradigma porque en aquellos previos al decreto, muchas sociedades cotizadas optaban por lanzar una OPA. Por aquellos días la OPA era sólo voluntaria.

Este progreso hacia la protección de los derechos patrimoniales de los inversores (*flying to quality* según la jerga de la city) se ve consagrado por la opción que tienen los inversores para cuestionar, ahora, la equidad del precio de compra. Podríamos afirmar sin que nos tiemble el pulso, que esta acción es un real privilegio de uso pocos puesto que en rigor de verdad; salvo condiciones leoninas, abuso de derecho, lesión subjetiva o imprevisión, todos los mortales debemos sujetarnos a lo pactado: *pacta sunt servanda*.

Si usted lector nos vende acciones de su empresa y nosotros las compramos, parece inevitable aceptar que el precio pactado es tal, aún cuando hayamos advertido días más tarde que el precio de las acciones es 30% superior al precio real³.

Si un inversor opta por vender sus acciones en la bolsa, podrá impugnarlo posteriormente si considera que el precio no es equitativo.

Frente a este importante avance (exclusivo del régimen de oferta pública) se nos opone la oscura redacción del régimen de acción de impugnación de precio equitativo.

³ Sólo podríamos intentar – con escasa probabilidad de éxito – una nulidad fundado en el artículo 13.5 LSC: ¿nulidad?, ¿30% es n porcentaje que nos permita concluir que se aparta notablemente del valor real? La acción *quantum minoris* y la acción autónoma de revisión han sido rechazadas por nuestros tribunales en casos de compra de acciones. Vid., “Compañía Azucarera SA c. Cía Swift del Plata y Delteq SA” y “Inversiones & Servicios SA c. Estado Nacional”.

Esa oscuridad tiene tanta fuerza que nos empuja, viene en contra, nos choca y nos coloca en el mismo lugar de largada: no vale la pena cuestionar el precio de la OPA.

O sea, si usted es inversor más vale pájaro en mano ... que andar tentando fortuna en los tribunales, o quizás mendigando una pequeña diferencia. La realidad es que como inversor lo que pierda aquí, lo recuperará más allá.

Este modo de resolver el costo de oportunidad se conoce en el mercado como efecto de *atomización del riesgo*. Este efecto es muy conocido por los *Insiders* y de él buscan sacar, siempre, alguna tajada.

Pero el tema a debatir aquí no es el coste de oportunidad de impugnar o no, sino; y esto es lo más grave, cuál será el arbitraje que debe resolver la acción de impugnación del artículo 30 del decreto 677/01: ¿arbitraje de derecho o arbitraje de equidad?

Buscaremos responder este interrogante. Los invitamos a compartir estas breves reflexiones.

II.

El confuso arbitraje del régimen de oferta pública

Apenas se comienza a transitar el decreto 677/01 advertimos sin mayor esfuerzo que el capítulo de arbitraje luce inarmónico, confuso y contradictorio, lo que produce una sensación de absoluta anarquía por el desorden conceptual y metodológico de este instituto. Parece llamativo que algo tan sensible al mercado de capitales y su régimen de transparencia haya sido tan mal tratado.

Nos referimos a la anarquía como lo opuesto al orden. Lo cierto es que la confusión que se genera en el intérprete a partir de los artículos 30, 32 y 38 lo conduce necesariamente a soluciones opuestas, contradictorias con resultados caóticos. Estamos hablando del instituto del arbitraje en la acción de impugnación de precio equitativo en la oferta pública. Un poco de orden y coherencia normativa nos hubiera venido muy bien y, tal vez le evitaban a usted tener que leer estas reflexiones.

La anarquía a la que hacemos referencia luce patente cuando hacemos el ejercicio de comparar el arbitraje del decreto 677/01 con las claras

normas del proceso arbitral talladas en nuestros digestos decimonónicos: Código Procesal Civil y Comercial de la Nación, Código Civil y Código Mercantil. A éstos me referiré más adelante.

El escueto capítulo X del decreto 677/01 expresamente dice lo siguiente: *“Quedan comprendidas en la jurisdicción arbitral todas las acciones derivadas de la ley 19.550, incluso las demandas de impugnación de resoluciones de los órganos sociales y las acciones de responsabilidad contra sus integrantes o contra otros accionistas, así como las acciones de nulidad de cláusulas de los estatutos o reglamentos. (...) También quedan sometidas a la jurisdicción arbitral establecida en este artículo las personas que efectúen una oferta pública de adquisición respecto de los destinatarios de tal adquisición”*.

Este capítulo, integrado por tan sólo un artículo (el 38) alude al “arbitraje” como sistema de resolución de conflictos forzoso para las sociedades cotizadas, y optativo para los inversores; pero diremos más, este capítulo alude expresamente al arbitraje societario (admitido por la Inspección General de Justicia para las sociedades cerradas).

Está claro el objetivo: encauzar los conflictos intra y para-societarios hacia tribunales especializados. El legislador confía en que los jueces árbitros cuentan con mayor idoneidad y capacidad para entender y resolver los complejos vericuetos de la oferta pública (*State Of The Art*). Todavía no entendemos porqué el arbitraje debe ser imperativo para uno y optativo para el otro: ¿reconocimiento de las ineficiencias de los tribunales estatales?, ¿acción social de responsabilidad sometida a arbitraje vs acción de nulidad sometida a los tribunales estatales?, ¿porqué?

El artículo 38 del decreto 677/01 buscó derivar a la justicia privada la solución de conflictos societarios quedando incluidos dentro de su competencia *“... todas las acciones derivadas de la ley 19.550”*. Para no dejar lugar a dudas cita - a modo de ejemplo - que quedarán sometidas al arbitraje las acciones de nulidad de asamblea, de nulidad de directorio, la acción social e individual de responsabilidad contra directores y síndicos; la impugnación de balances, convocatorias, nulidad de cláusulas estatutarias y reglamentos, acción de daños derivada de voto en interés contrario, acción de

daños contra los socios que votaron favorablemente una asamblea anulada, entre muchas otras acciones *“... derivadas de la ley 19.550”*.

Nada dice el artículo 38 a qué tipo de arbitraje quedarán sometidas estas controversias.

Una rápida lectura indicaría que el tribunal arbitral competente debe ser de *iuris*. Nos preguntamos: ¿arbitraje *iuris* o *ex aequo et bono*?

Nada impide en nuestro sistema jurídico que una controversia en materia societaria pueda resolverla un tribunal de equidad; máxime cuando éstos tienen jurisdicción y competencia para resolver en todas las materias susceptibles de transacción⁴.

El último párrafo del artículo 38 aclara que: *“También quedan sometidas a la jurisdicción arbitral (...) las personas que efectúen una oferta pública de adquisición respecto de los destinatarios de tal adquisición”*.

En este último supuesto nunca más acertado decir: *“che, no aclares que oscurece”*. Es que este último párrafo más que aclarar confunde pues el negocio de autocartera - aún cuando se instrumente mediante una oferta pública de compra - es en esencia un negocio jurídico societario; por lo tanto, cualquier acción vinculada a la compra de acciones vía autocartera derivará, forzosamente, de la ley 19.550 (y su decreto delegado 677/01)⁵. Este agregado es redundante; salvo que la OPA sea lanzada por el socio controlante, en cuyo caso, la compra de las acciones escapará del régimen de autocartera (art. 220.2 LSC).

Podemos decir que el artículo 38 es el dique de contención a la cual fluyen otras disposiciones.

En el supuesto de una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición de la totalidad del capital remanente, los accionistas residuales (titulares de menos del 5% del capital social) podrán impugnar el precio equitativo. El

⁴ Esto indicaría que las acciones de daños, de responsabilidad de directores, de nulidades relativas, entre otras, pueden ser laudadas por amigables componedores.

⁵ La OPA como cualquier otra operación de compra de acciones propias es un negocio jurídico derivado del contrato social; o sea de la ley 19.550 y, por remisión, del artículo 848.1 Cod. Com.

artículo 27 nos reenvía al artículo 38. Entonces me vuelvo a preguntar: ¿arbitraje de derecho o arbitraje de equidad?

El artículo 30 que regula la acción de impugnación del precio equitativo nos remite al artículo 38. Me vuelvo a preguntar: ¿tribunal *iuris* o tribunal *ex aequo et bono*?

Parece entonces que la impugnación del precio equitativo de una OPA o de una Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición debe someterse al régimen arbitral del artículo 38. Está claro que no dará igual impugnar una cláusula estatutaria, o promover una acción de responsabilidad a impugnar el precio equitativo.

Parece que los dos primeros ejemplos nos ponen frente a evidentes cuestiones de derecho (licitud de una cláusula, responsabilidad por daños), mientras que en la impugnación del precio equitativo la materia objeto de controversia es una clara cuestión de hecho: la valuación de la acción.

Aún cuando la materia disputada en todos estos casos puede ser objeto de transacción y por ende sometidas a arbitraje de equidad; la distinción entre una acción y otra salta a la vista como para afirmar que la dos primeras corresponden a un arbitraje *iuris* y la valuación de las acciones a un arbitraje *ex aequo et bono*.

Si estamos de acuerdo con esta distinción –admitámoslo cuanto menos preliminarmente– nos preguntamos: ¿corresponde el arbitraje *iuris* para resolver la acción de impugnación de precio equitativo, o corresponde el arbitraje *ex aequo et bono*?

Esta es la cuestión.

III. Determinación del precio equitativo

El decreto 677/01 traza algunas pautas orientadoras para que el oferente fije <el> precio equitativo. A tal efecto autoriza ponderar y considerar los siguientes criterios o métodos de valuación de acciones: (i) valor patrimonial proporcional según balance especial; (ii) flujo de fondos descontados a valor

presente y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables; (iii) valor de liquidación, (iv) cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de retiro; (v) precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna OPA respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones según corresponda, en el último año, contado desde la última fecha de solicitud de retiro del régimen.

El artículo 32 expresamente dispone que estos criterios pueden ser ponderados sin que pueda descartarse la utilización de otros que sean aceptables; y diríamos, generalmente aceptable por la comunidad financiera para la valuación de activos de mercados emergentes con baja o nula liquidez, alta volatilidad y escaso nivel de transparencia⁶.

Vale decir que los métodos que deben aplicarse para fijar el precio equitativo son los indicados en el artículo 32 (pauta imperativa); y quien pretenda sacar los pies del plato aplicando otros métodos deberá informarlo al mercado y explicar la aceptabilidad del criterio como método probado por la comunidad financiera para la valuación de acciones.

De las fórmulas conocidas y estudiadas por la comunidad académica y científica, y de las fórmulas aplicadas por la comunidad financiera internacional para valuar activos, nuestro legislador optó por los cinco métodos indicados en el artículo 32; obviando otros.

Ajustarse a estos criterios no solo será imperativo para la sociedad oferente, sino también para el accionista que busque impugnar el precio, para el tribunal (estatal o privado) que deba dictar sentencia, y para el perito que deba emitir opinión.

La CNV – como órgano responsable del régimen de transparencia – tiene la facultad de observar el precio de compra. Ahora bien, su falta de observación no surtirá más efecto que

⁶ El precio equitativo - conforme las pautas del artículo 32 – debe estar presente en todas las ofertas públicas de acciones sea la OPA voluntaria o forzosa, para la toma de control, para incrementar el control, para salir del régimen o para llevar a cabo una adquisición forzosa de accionistas residuales.

conformar administrativamente el precio, sin que ello implique emitir un juicio de valor sobre su equidad. El no ejercicio de esta facultad no perjudicará la acción de impugnación; como así tampoco el hecho de que la CNV observe o cuestione la equidad del precio. O sea, para el mercado carece de efectos jurídicos concretos la posición activa o pasiva que adopte la CNV frente al precio⁷.

IV. Impugnación del precio equitativo

Si la CNV observara el precio de compra, la emisora podrá impugnar la resolución administrativa convirtiéndose en parte actora de la acción de impugnación. Ahora bien, el derecho a impugnar la equidad del precio fue diseñado para el inversor disconforme situación que presupone (sí o sí) el previo *placet* de la CNV respecto del precio de compra. Está claro que hasta tanto no se obtenga el visto bueno del órgano de contralor la sociedad no podrá lanzar la OPA.

La acción de impugnación se encuentra confusamente regulada en el decreto de emergencia, precisamente en el artículo 30. Tal como dijimos antes, esta acción es autónoma y no deriva de ninguna otra acción de la ley 19.550. La acción de impugnación de precio es una nueva acción procesal creada por el decreto 677/01 para quienes participan en el mercado de valores⁸.

Quien desee atacar el precio tiene como única salida recurrir a esta acción de impugnación tentado fortuna ante los tribunales estatales o ante la jurisdicción arbitral (*vid* art. 38, último párrafo)⁹.

Para no dejar lugar a entredichos sobre la naturaleza jurídica de esta acción, el artículo 30 expresamente indica que la impugnación del precio equitativo sólo tiene por objeto *cuestionar la valuación (sic)*. Vale decir que el inversor

insatisfecho podrá impugnar: (i) el criterio de valuación utilizado entre los cinco mencionados en el artículo 32.d, (ii) proponer un precio según el mismo criterio propuesto por el oferente o, en su defecto, aplicando otro criterio aceptable, (iii) cuestionar la tasa de descuento utilizada para los flujos de fondos proyectados, cuestionar la tasa interna de retorno para obtener el valor actual neto de esos flujos, cuestionar la beta que integra la TIR, el plazo proyectado, la perpetuidad, el valor de las acciones de empresas similares, la prima de control, el "*Minority Discount Approach*", supuestos "AS IF" entre muchas otras cuestiones relacionadas con valuación de activos.

O sea, el actor podrá moverse con soltura dentro de este ámbito de discusión; más le estará vedado atacar otros aspectos de la oferta. Esto quiere decir que la impugnación debe focalizarse en la valuación. Punto y aparte.

Planteada la contienda el tribunal nombrará peritos tasadores, dictará sentencia y fijará el precio equitativo definitivo.

Ahora bien, la sentencia (o el laudo arbitral) será apelable; así lo dispone el artículo 30. La posibilidad de apelar la sentencia arbitral (laudo) ha despertado una aguda crítica del profesor Jaime Anaya¹⁰. Sobre esto volveré en el punto VII.

Interesa analizar ahora, la caducidad de esta acción.

a) La caducidad de la acción

La acción de impugnación del precio equitativo está sometida a un plazo de caducidad de tres meses. Así lo ordena el art. 30. No resulta claro a partir de qué momento o fecha se computa este plazo puesto que el artículo 30 nos reenvía directamente al artículo 28 que menciona a la publicación realizada en el boletín del mercado autorregulado, en el Boletín Oficial y en uno de los diarios de mayor circulación de la República Argentina; ahora bien, todo ello, dentro del marco de una Declaración de Unilateral de Voluntad de Adquisición; situación que nada tiene que ver con una OPA (sea voluntaria u obligatoria)¹¹.

⁷ Sólo podrá servir como elemento de juicio para el tribunal.

⁸ Tampoco se asemeja a la impugnación de precio del artículo 154 LSC.

⁹ Si el impugnante fuera la sociedad emisora por no compartir las objeciones levantadas por la CNV, el arbitraje se torna obligatorio.

¹⁰ ANAYA, Jaime. "Arbitraje societario". LL, 2007-C-10125

¹¹ La Declaración Unilateral de Voluntad de Adquisición no es una oferta en términos contractuales; sino una manifestación unilateral realizada por el accionista

¿La acción de impugnación de precio equitativo de la OPA por salida del régimen de oferta pública – en sustitución del receso de la ley 19.550 – caduca a los 3 meses?

La respuesta podemos encontrarla en la doctrina del caso “Tacchi”. Veamos:

b) *La doctrina del caso Tacchi c. Peters Hnos SA*

La sala E de la Cámara Nacional Comercial tuvo oportunidad de expedirse, hace algunos años, en un caso donde tuvo que resolver sobre una demanda de impugnación de valor de receso por salida del régimen de oferta pública de Peters Hnos SA.

La sala E descolló en aquella ocasión gracias al brillante voto del juez preopinante Dr. Felipe Cuartero. El tribunal estatal tuvo que resolver sobre una acción de impugnación de precio promovida por un accionista disconforme con el valor de liquidación del receso calculado según la fórmula de VPP previsto en el artículo 245 LSC: valor patrimonial proporcional resultante del último balance aprobado.

En aquella ocasión el actor solicitó el auxilio jurisdiccional estatal por considerar que los balances de Peters Hnos SA no reflejaban el real valor de algunos activos intangibles (marcas autogeneradas) situación que impactaba negativamente en el valor de las acciones y por ende, en el valor final del receso. En opinión del Sr. Tacchi el valor del receso no representaba el valor real de las acciones; o sea, estaba discutiendo (tal vez sin advertirlo) el precio equitativo que debía pagar Peters Hnos SA si quería desprenderse de socios minoritarios y salir del régimen de oferta pública.

Para lograr la impugnación de aquel valor al acto no le quedó otro camino que demandar la rectificación de los estados contables de Peters Hnos SA. El tribunal de primera instancia consideró que el actor había equivocado el camino puesto que debió

impugnar la asamblea aprobatoria de los estados contables, único medio jurídico habilitado para obtener la corrección y rectificación de las cuentas de un balance y, por ende, lograr el ajuste al valor de receso (*vid.*, art. 251 LSC).

Con esta misma línea argumental Peters Hnos SA opuso a la acción la excepción de caducidad. La demandada entendió que el plazo de tres meses del artículo 251 LSC para promover la acción de impugnación de la asamblea que consideró y aprobó los estados contables había vencido; y como estábamos dentro del ámbito de las nulidades relativas, había operado la caducidad.

El tribunal *ad quem* (la sala E) reprochó esta línea de pensamiento con un muy bien fundado y sólido argumento: la acción de impugnación de balance (en el caso de impugnación de precio de receso) no es la acción social y autónoma prevista en el artículo 251 LSC que tiene por objeto tutelar intereses mixtos (sociales y particulares de los socios); sino una acción exclusivamente personal y subsidiaria vinculada a la acción de cobro del precio equitativo del valor del receso.

Desde este lugar el juez Felipe Cuartero dictó veredicto resolviendo lo siguiente: *la caducidad del artículo 251 LSC no se aplica al caso porque la acción de impugnación del precio del receso no es una acción social, ni mixta; sino una acción particular y subsidiaria a una acción de cobro.*

Bajo la doctrina del caso “Tacchi” la acción de impugnación del valor del receso quedaba alejada de la acción de impugnación y caducidad derivada de la ley 19.550, para convertirse en una acción subsidiaria a la acción de cobro del receso derivada, lógicamente, del contrato social.

El legislador de emergencia no dudó en tomar nota de esta doctrina sellando las puertas a cualquier intento por impugnar el precio equitativo más allá del plazo de caducidad trimestral¹².

controlante de la subsidiaria casi totalmente controlada que tiene por efecto la transferencia forzosa de las acciones a nombre del accionista controlante.

¹² A partir de la doctrina del caso “Tacchi” podría concluirse que la acción de impugnación del valor del receso estaba sometida al plazo de prescripción de tres años previsto en el artículo 848.1 del Código de Comercio: *“prescriben por tres años las acciones que deriven del contrato de sociedad y de las operaciones sociales ...”*

Nos surge otra duda: ¿tiene el decreto competencia delegada para innovar en materia de caducidades?

Quien acepta la oferta ¿puede luego impugnar el precio?

c) *Aceptación de la oferta e impugnación de precio equitativo.*

No puede pasar por alto que el lanzamiento de la OPA y su correspondiente aceptación por el accionista termina formalizando un contrato de compraventa de acciones en los términos y con los efectos del artículo 1144, 1323 y concordantes del Código Civil¹³.

Tampoco puede pasar inadvertido que la percepción del precio equitativo sin reserva alguna puede perjudicar el derecho del accionista a impugnar posteriormente el precio percibido. Basta hacer una interpretación laxa del artículo 624 del Código Civil, o aplicar de una manera más o menos sensata la doctrina de los propios actos para tomar conciencia de esta grave contingencia¹⁴.

Esto que afirmamos nos recuerda el caso "Allona Horacio c. José Allona SA". Aquí, un accionista disconforme intentó impugnar un aumento de capital social omitiendo aquel ejercer el derecho de preferente suscripción.

¹³ Nótese que si la OPA se financia con cargo a reservas libres y ganancias líquidas y realizadas manteniendo la sociedad las acciones en cartera (art. 220.2 reformado por el decreto 677/01), si no la enajena en el plazo del artículo 221 por un precio igual, mayor o menor al precio de adquisición, deberá cancelarlas sin reducción de capital. Siendo esto así, la compraventa resultante de la OPA podría considerarse civil conforme el artículo 452.2 del Código de Comercio: "No se considerarán mercantiles los objetos destinados a consumo del comprador. ¿acciones canceladas es sinónimo de consumidas?"

¹⁴ Si bien los intereses son los frutos del capital, por vía de analogía podría interpretarse que la diferencia entre el precio equitativo impugnado y el precio equitativo definitivo equivalen a intereses. Lo cierto es que la diferencia entre el capital invertido orginarriamente (al comprar las acciones) y el precio equitativo es –desde un punto de vista financiero – renta del capital = intereses. Esta tesis podría funcionar bien bajo *Discounted Cash Flow approach*.

Al final del pleito el actor terminó sin el pan y sin la torta. Fue vencido en la impugnación y el tribunal le reprochó no haber ejercido el derecho de preferencia "bajo reserva". A criterio del tribunal nada le impedía hacerlo.

En verdad, algo de sentido común indicaba que el socio no debía ejercer la preferencia si al mismo tiempo estaba cuestionando el aumento de capital. El ejercicio de aquel derecho podía ser interpretado en su contra como una confirmación del acto atacado. Ejercer el derecho de preferencia con expresa reserva, fue el nudo gordiano del caso Allona. Vale su lección.

Ante el silencio del decreto 677/01 y ante ciertos antecedentes jurisprudenciales, parece aconsejable dejar reserva de derechos tanto al aceptar la oferta como en el recibo de pago; aún cuando sabemos que dentro del régimen de oferta pública y mercados de valores resulta muy complicado dejar constancias de estas reservas a través de los agentes bursátiles, intermediarios y Caja de Valores SA.

¿Qué quiso decir el legislador con precio equitativo?

V. Precio equitativo y equidad: ¿sinónimos?

El precio equitativo del decreto alude, sin lugar a disimulo, al "*Fair Value*" de la legislación, doctrina y jurisprudencia norteamericana. No sorprende esta tendencia a copiar conceptos importados de otras latitudes en temas donde mercados más transparentes y desarrollados nos llevan varios cuerpos de ventaja. Ante nuestro lamentable retraso cultural parece insoslayable copiar algunos conceptos o institutos que podemos presumir acertados y probados por la práctica consuetudinaria de aquellos mercados. De esta forma ganamos algo de tiempo perdido, hacemos más eficaz nuestra comunicación con el mundo civilizado coordinando y unificando conceptos y lenguajes y buscamos ponernos a tono con el mundo.

Sin embargo en nuestro entorno jurídico societario encontramos otra versión: *el precio justo*. El artículo 223 LSC sobre régimen de amortización de acciones refiere expresamente a esta noción: precio justo.

¿Estamos ante un problema gramatical?

Definitivamente no.

Justo precio y precio equitativo, justicia y equidad: ¿son equivalentes?

Una cosa es el precio justo o equitativo y otra es hacer justicia o equidad. La respuesta a ambos interrogantes la podemos encontrar nuevamente en el fallo "*Tacchi c. Peters Hnos SA*" antes mencionado.

En efecto, en aquella ocasión el tribunal estatal dictó un fallo acertadamente ajustado a derecho, o sea, un fallo justo; pero en nuestra opinión, claramente inequitativo. El tribunal no se apartó un ápice del criterio de valuación fijado en la ley 19.550 tomando así los balances de Peters Hnos SA como base de cálculo para justipreciar el valor del receso¹⁵. Es más, el tribunal no podía hacerlo bajo pena de nulidad de sentencia.

El accionista recedente percibió el precio de sus acciones a VPP (conforme el último balance de la sociedad cotizada), cuando del resultado de la pericia contable se determinó que las marcas autogeneradas podían tener, en efecto, un valor de mercado de hasta \$8.000.000 (*Fair Market Value*) encontrándose activadas en el balance por un valor residual neto de amortizaciones de \$110.000 conforme normas legales y reglamentarias del Consejo Profesional en Ciencias Económicas: ¿precio equitativo?

¹⁵ Es muy ilustrativo transcribir parte del voto del juez Cuartero en este punto: "... las valuaciones contenidas en un balance resultan de pautas usuales y generalmente aceptadas, que pueden tener desviaciones respecto de los valores de mercado teóricos, o bien de los valores de mercado reales (...) no parece que al legislador se le haya escapado una realidad tan evidente. Empero, el legislador optó por el último balance aprobado según normas legales o reglamentarias. El legislador aceptó la liquidación del valor del reembolso ajustado a tal estado contable (...) aceptando los defectos y posibles apartamientos de los estados contables con la realidad. (...) el legislador asumió como inevitable dato de la realidad ciertos defectos que usualmente se presentan en la confección de estados contables producidas por el sistema de amortizaciones y que no coinciden con la realidad económica (...) la ley societaria ha dispuesto que en hipótesis como las de autos debe estarse al último balance ..."

Esto es un ejemplo de que precio justo no es igual a precio equitativo; como así también, de que la justicia no comprende la equidad.

Aún cuando la *equidad* sea un concepto difícil de abordar existe un claro consenso en la comunidad jurídica: la equidad está por encima de lo justo.

Con esto queremos desterrar la idea dogmática de que lo equitativo es igual a lo justo, o que ambos son conceptos sinónimos, o que lo justo presupone equidad; puesto que puede haber justicia conforme a derecho sin equidad (situación de ruptura de equilibrio); y por el contrario, puede haber equidad sin hacer justicia conforme al derecho positivo (situación de recomposición del equilibrio). El artículo 766 del CPCCN es prueba evidente de esto que decimos.

Es notorio, pero el artículo 1198 del Código Civil permite al juez recurrir a la *equidad*, pero sólo en el supuesto excepcional de ruptura imprevista del equilibrio de las prestaciones. Si esa ruptura imprevista no se produce no puede haber ajuste equitativo de las prestaciones comprometidas: *pacta sunt servanda*.

Si esto es así, parece que el precio equitativo va más allá del justo precio, aún cuando nos sintamos tentados por zanjar este debate estéril diciendo que precio justo o equitativo son términos que quieren significar algo tan simple como "precio real" o "precio de mercado".

Si esa hubiera sido la intención del legislador, aquel pudo optar por expresarlo con mayor simpleza diciendo, simplemente, *precio real de mercado*¹⁶. Sin embargo, optó por referirse a precio equitativo evitando la noción de justo precio. ¿Error formal?

¿Aludir al precio equitativo significa que el tribunal competente debe ser de equidad?

Nosotros creemos que no. Sin embargo, existen fundamentos para creer que sí.

¹⁶ Es notorio pero el artículo 154 LSC (que refiere a la impugnación de precio) en una opción preferente, hace expresa referencia al *precio ajustado a la realidad*. Vade decir, el legislador de emergencia debió conocer esta noción, pero sin embargo, optó por un concepto más esquivo: el *precio equitativo*.

Veamos:

VI. ¿Arbitraje *iuris* o arbitraje de equidad?

La acción de impugnación puede promoverla el accionista ante los tribunales estatales o privados. Si aquel optara por el arbitraje deberá preguntarse previo a todo trámite: ¿corresponde recurrir al árbitro *iuris* para fijar el precio equitativo?

Repasando algunos artículos de nuestros Códigos se advierte con claridad cristalina que en cuestiones de hecho prácticamente idénticas a la que estamos aquí tratando el legislador optó por el camino del arbitrador de equidad. Bastó leer los artículos 476, 491, 573 del Código de Comercio y el artículo 516 del CPCCN para darnos cuenta de que el arbitraje *ex aequo et bono* es el juez predilecto para zanjar diferencias en cuestiones de hecho; como son: la determinación de un precio, de una calidad o de una cantidad¹⁷.

Aún sin hacer mención expresa a los *arbitradores* (entendidos como árbitros de equidad conforme el artículo 766 del CPCCN), hemos observado que los artículos 1627 y 1781 del Código Civil permiten zanjar diferencias sobre cuestiones de hecho recurriendo, también, al arbitraje¹⁸.

¹⁷ Art. 476 Cod. Com. “*Los vicios o defectos que se atribuyen a las cosas vendidas, así como las diferencias en la calidades, serán siempre determinadas por peritos arbitradores ...*”. Art. 491 Cod.Com. “*Las dificultades que se susciten sobre la inteligencia de las cartas de crédito o de recomendación, y de las obligaciones que ella comporte, serán siempre decididas por arbitradores*”. Art. 573 Cod. Com. “*El depositario puede exigir por la guarda de la cosa depositada, una comisión estipulada en el contrato, o determinada por los usos de plaza. Si ninguna comisión se hubiere estipulado, ni se hallare establecida por los usos de plaza, será determinada por arbitradores.*”

¹⁸ En efecto, el art. 1627 del Cód. Civ. expresa: “*El que hiciere algún trabajo, o prestare algún servicio a otro, puede demandar el precio, aunque ningún precio se hubiere ajustado, siempre que tal servicio o trabajo sea de su profesión o modo de vivir. En tal caso, entiéndase que se ajustaron al precio de costumbre para ser determinado por árbitros.* Art. 1781 Cód. Civ. “*Si la prestación de los socios*

No podemos negar que en toda cuestión de hecho subyace, necesariamente, una cuestión de derecho (*virg.*, la fijación de un precio, la determinación de una calidad, la fijación de una cantidad, etc), sin embargo está claro que la existencia de un derecho subyacente no significa que el laudo deba ser, forzosamente, de derecho. Parece que la determinación del precio equitativo, o si se quiere, la impugnación a la valuación, es una clara e indiscutida cuestión de hecho; aún cuando tras bambalinas sepamos que se está discutiendo un derecho de crédito. Nadie va a impugnar un precio si no es a cambio de creer que podrá obtener una diferencia a su favor. La existencia de un derecho creditorio subyacente no puede movernos a creer que la acción de impugnación de precio equitativo deba, necesariamente, ser dirimida por un tribunal arbitral *iuris*.

El convencimiento sobre la predilección que nuestro legislador decimonónico tuvo sobre el arbitraje de equidad nos va ganando en tamaño y fuerza a medida que advertimos que el juicio de arbitradores amigables componedores está expresamente alentado, promovido y recomendado desde el mismo Estado Nacional acompañado por algunos estados provinciales. En efecto, el artículo 766 CPCCN señala el camino con suma claridad y dice: *cuando las partes nada han pactado en el compromiso arbitral sobre si el arbitraje será de derecho o de equidad, se entenderá que es de equidad.*

Pero esto no termina aquí, el mismo artículo agrega: *si se ha autorizado a los árbitros a decidir la controversia según equidad, se entenderá que el arbitraje de amigables componedores.* En esta material el legislador no ha dejado espacio para el entredicho¹⁹. Ante el silencio de la cláusula compromisoria, el propio Estado ve con optimismo y buenos ojos que las partes resuelvan sus diferencia vía arbitraje de equidad sujetándose al leal saber y entender del juez árbitro.

Repetimos: aún cuando la materia objeto de disputa sea un derecho.

capitalistas fuese de partes desiguales, la parte de ganancia del socio industrial será fijada por árbitros ...”

¹⁹ Mismo temperamento adoptó el Reglamento General de Arbitraje de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Recurrir al tribunal arbitral para impugnar el precio de compra de acciones nos viene dado por una disposición legal: el decreto 677/01. El problema es que la fuente es confusa, está muy mal redactada y desorienta.

El artículo 30 en su interpretación literal, genera en nosotros la certeza de que el tipo de arbitraje al que debe someterse la acción de impugnación genera duda.

Buscando una interpretación superadora del mero texto literal del artículo 30, la doctrina especializada encontró una respuesta sensata a este interrogante: *la determinación de cual tribunal debe entender cuando no ha sido claramente especificado, deviene principalmente de la naturaleza de la cuestión (y de la mayor o menor importancia de ésta en la pretensión perseguida).*

El profesor Alsina agrega: *“Si prima la cuestión de derecho, se deberá entender que se trata de árbitros iuris; en cambio, si prima una cuestión de hecho se entenderá que son arbitradores (amigables componedores o de equidad)”*.

Está claro que estas enseñanzas se refieren a la interpretación de la voluntad de las partes al omitir el tipo de arbitraje al cual deberán someter la disputa. Estamos plenamente convencidos que igual razonamiento podemos aplicar al artículo 30 del decreto 677/01.

Aquella doctrina nos ayuda a encontrar una salida razonable y sensata al oscuro artículo 30 puesto que siendo el precio equitativo una clara cuestión de hecho (aún cuando los criterios y métodos de valuación sean de derecho) podemos concluir sin temor a equivocarnos de que el tribunal competente para resolver la equidad del precio de una OPA es un tribunal de amigables componedores. O sea, el tribunal nombrará peritos tasadores dictará sentencia (laudo arbitral) fijando el precio equitativo según su leal saber y entender (combinación del artículo 30 decreto 677/01 y artículo 766 CPCCN).

Aún cuando arribamos a esta conclusión de una manera lógica y natural, nos volvemos a topar con el remanido artículo 30. Esta norma nos dice: *la sentencia podrá ser llevada a la alzada mediante recurso de apelación.*

Todos sabemos que los laudos de arbitradores de equidad sólo pueden ser atacados vía acción de nulidad y por recurso extraordinario ante la Corte, más no por vía de apelación ordinaria; precisamente porque dichos laudos no están fundados en derecho sino en el leal saber y entender de los jueces árbitros (*vid.*, art. 769 CPCCN)²⁰. Ergo, al reconocer el artículo 30 el derecho de apelación debemos interpretar que el legislador descartó expresamente el arbitraje de equidad.

Para nosotros ese razonamiento no funciona. Pensamos que el agregado de dicha palabra no puede conmovir los cimientos del arbitraje de equidad, especialmente previsto en el derecho codificado para resolver cuestiones de hecho.

En nuestra opinión el artículo 30 contiene una *contradictio*: por un lado refiere a la *apelación* de la sentencia, y por otro nos dice que la acción de impugnación de precio equitativo sólo podrá referirse a la *valuación dada a las acciones (sic)*. A esta altura no cabe la menor sospecha de que con esta fórmula el legislador tuvo la clara intención de acotar el objeto de controversia: el precio.

Vale decir estamos ante una evidente cuestión de hecho susceptible de ser transada y por lo tanto objeto de arbitraje de amigables componedores.

Si bien el caso *Tacchi* despertó nuestro interés por la forma descollante de resolver la excepción de caducidad de una acción de impugnación de valor de receso; el caso se nos presenta como el paradigma de la ineficacia de los tribunales estatales: someter una cuestión de hecho a un tribunal *iuris*. El resultado: sentencia dictada conforme a derecho (sentencia justa), pero con profundos vicios de un inocultable inequidad²¹.

²⁰ La fórmula del “*leal saber y entender*” no significa tener rienda suelta para dictar laudos arbitrarios. Si así fuera la acción de nulidad está disponible, como lo está para cualquier sentencia arbitraria. La fórmula del leal saber y entender implica que el juez arbitrador de equidad puede dictar sentencia sin aferrarse necesariamente a normas de derecho, aún cuando su laudo de equidad pueda transitar un esquema de razonamiento basado en normas de derecho positivo.

²¹ Mientras las marcas contabilizadas en Peters Hnos SA tenían un valor residual neto de amortizaciones de \$116.000, el perito las habría valuado entre un piso de \$4.000.000 y un techo de \$8.000.000 (estos valores

Basta preguntarnos si un tribunal de amigables componedores hubiera resuelto el caso como lo hizo la sala E para tomar conciencia de aquella falla. O sea, el fallo falló.

Es verdad que someterse al *imperium* del leal saber y entender de un tercero es un riesgo que puede crispar el ánimo de cualquiera de nosotros. Los tribunales arbitrales institucionales, como es el de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y tantos otros cuentan con la solvencia moral y la idoneidad profesional suficiente como para permitirnos confiar en el leal saber y entender de sus integrantes. No es menos cierto que si optamos por la justicia estatal, aquel riesgo se mantiene latente puesto que al final de cuentas, nuestra fortuna dependerá también, del leal saber y entender (jurídico) de los jueces estatales. La diferencia entre unos y otros radica en el tiempo de espera para dictar veredicto.

Para nosotros la fijación del precio equitativo de la OPA corresponde al tribunal arbitral de equidad. Veamos:

a) Precio equitativo y arbitraje de equidad

Tomando la enseñanza del profesor Alsina, consideramos corresponde el arbitraje de equidad resolver sobre el precio de una OPA por los siguientes fundamentos:

1. La controversia sobre la valuación de las acciones es una clara cuestión de hecho, diríamos más, de puro hecho.

2. Nuestro legislador priorizó el arbitraje de equidad por sobre el arbitraje de derecho frente a dos situaciones bien concretas: (i) cuando haya silencio de las partes sobre el tipo de arbitraje o, (ii) cuando las partes autorizaran a los árbitros a decidir la controversia según equidad (*vid.*, art 766 CPCCN).

3. Siendo el arbitraje del decreto 677/01 un arbitraje de fuente legal, el legislador vino a reemplazar la voluntad de las partes siendo por lo tanto aplicable por analogía la norma residual del artículo 766 del CPCCN: *ante el*

están expresados en el fallo en Australes y los expongo en Pesos al sólo efecto didáctico).

silencio sobre el tipo de arbitraje se entenderá que las partes optaron por el arbitrador de equidad.

4. Teniendo en cuenta que la materia debatida en una controversia de esta naturaleza no puede ir más allá de sus reducidos límites: cuestionar la valuación de las acciones no queda otra salida que concluir que el régimen de arbitraje de amigables componedores es el más ajustado a la materia debatida. El laudo es inapelable (salvo recurso extraordinario por arbitrariedad) permitiendo así una resolución rápida y equitativa a una cuestión de hecho bien concreta²².

5. Desde una perspectiva del análisis económico no cabe duda que el arbitraje de equidad responde a principios de eficiencia del derecho y mayor transparencia para el mercado de capitales pues logra reducir los costes transaccionales implícitos de una acción de impugnación del precio equitativo²³.

6. Si el decreto se refiere al *precio equitativo* evitando la noción de *precio justo* o *precio ajustado a la realidad*, (*vid.* artículos 223 y 154 LSC) es porque ha buscado alejar la controversia de una noción de justicia aferrada al derecho positivo, para acercarlo más a una noción de equidad basada en el legal saber y entender de los arbitradores, que no será otro que el sentido común jurídico que tenemos todos los mortales.

Volvemos sobre la maltrecha apelación.

VII. Apelación de la sentencia

Para nosotros aquella alusión a la apelación no puede pasar de ser un mero *lapsus calami*. A continuación los fundamentos:

- (i) Si el arbitraje es de derecho, todos sabemos que sus laudos son recurribles, con lo que la mención del artículo 30 sobra, es repetitiva y redundante.

²² Está claro para mí que la solución más eficiente a la impugnación del precio equitativo de una OPA está en el arbitraje pericial o pericia arbitral.

²³ Esto tiene que ver con la celeridad del proceso donde el valor del reclamo (diferencia del precio equitativo) tendrá un mayor VAN en la medida que se pueda cobrar en plazos razonables. La tasa de interés negativa en mercado inflacionarios hace que el “tiempo sea dinero”.

- (ii) Si el arbitraje es de equidad, todos sabemos que dichos laudos son inapelables y sólo pueden ser atacados vía acción de nulidad (o mediante recurso extraordinario por arbitrariedad), por lo tanto la mención del artículo 30 decididamente sobra.
- (iii) Si el arbitraje es de amigables compondores su laudo es inapelable, aún cuando el artículo 30 del decreto diga “*la sentencia es apelable*”, puesto que al dictarse fallo de equidad basado en el legal saber y entender de los jueces, no corresponde la apelación ordinaria. Así lo ha entendido pacíficamente la doctrina y jurisprudencia del fuero mercantil y no vemos bajo qué autoridad un decreto delegado legislativo de emergencia podría torcer la doctrina, jurisprudencia, y la causa fin del tribunal arbitral: precisamente que sus laudos sean de equidad para no ser pasibles de apelación.
- (iv) Debemos interpretar con suma restricción la facultad del legislador de emergencia para modificar el CPCCN. Todos sabemos las críticas que ha merecido el decreto 677/01 desde la visión de su cuestionada y dudosa constitucionalidad.

Ergo, si la sentencia de un tribunal *iuris* (estatal o privado) es esencialmente apelable, y la sentencia de un tribunal *ex aequo et bono* (privado) es inapelable, hemos probado que aquella frese sobra, nada agrega y peor, confunde.

Compartimos con el profesor Anaya las críticas al artículo 30 por su pésima redacción; sin embargo discrepamos con tan autorizada doctrina en que esa mala técnica legislativa no lleve a crear un monstruo de tres cabezas en una suerte de arbitraje *sui generis* (*sic*) mezcla de amigable composición, pericia arbitral y arbitraje de derecho.

Semejante conclusión significa darle a un error formal una trascendencia desmedida con efectos inciertos atentando contra el propio fin social y económico de la administración de justicia (pública o privada).

Es jurisprudencia veterana, reiterada y pacífica del más alto tribunal de la Nación que en el ejercicio intelectual de interpretar las leyes debe prevalecer aquella interpretación que permita armonizar su significado con todo el sistema jurídico positivo. Por lo tanto bastará hacer el ejercicio intelectual de eliminar la frase *la sentencia será apelada* para darnos cuenta que esas palabras son huecas y sobran.²⁴

¿Puede el tribunal arbitral constituirse en tribuna *iuris*?

VIII.

Constitución de tribunal de *iuris*

Nuestro convencimiento llega tan hondo en este tema que si el tribunal arbitral optara por constituirse en tribunal de derecho, cualquiera de las partes podrá solicitar al presidente y secretario del tribunal revocar esa decisión exigiendo la constitución de un tribunal arbitral *ex aequo et bono*. Esa resolución debe ser de aplicación forzosa para las partes e inapelable²⁵.

Aún resta analizar la pericia arbitral como mecanismo procesal de excelencia para resolver cuestiones iguales a las de un precio equitativo.

IX.

La pericia arbitral. Honorarios y costos transaccionales

No hay duda que la pericia arbitral (art. 773 CPCCN) brilla por su ausencia en el decreto 677/01²⁶. Este mecanismo de arbitraje científico con fuerza de sentencia definitiva e inapelable ha sido completamente dejado a un costado por la norma de emergencia. El artículo 30 se refiere a los peritos en su calidad de auxiliares, más no al arbitraje pericial, cuestión bien diferente. Esto ha sido claramente advertido por el profesor Anaya.

²⁴ Me adhiero a las críticas del profesor Jaime ANAYA pero con una salvedad. No comparto con el distinguido profesor que el artículo 30 no presente un arbitraje *sui generis*. Semejante conclusión significa asignarle a la oscura, confusa y mala redacción del artículo 30 una innecesaria trascendencia con potencia para modificar más de cien años de uso del arbitraje de equidad y de derecho. *Vid.*, por todos “*Arbitraje societario*”. LL 2207-C-1012.

²⁵ *Vid.*, “Telearte SA c. Telefó SA”

²⁶ *Vid.*, ANAYA, Jaime. “*La olvidada pericia arbitral*” ED, 134-605

Es notorio que mientras el régimen de oferta pública omite toda referencia a este tipo de juicio pericial, el proyecto de reforma a la ley de sociedades incluyó expresamente en el artículo 245 LSC la posibilidad de someter a una pericia arbitral la diferencia entre el valor contable de las acciones (VPP) y el valor real (*Market Value*), (*vid.*, art. 15 proyecto de ley).

Suponiendo que algún día este proyecto de a luz, surgirá el natural inconveniente de precisar qué norma prevalecerá frente al claro conflicto: ¿la pericia arbitral bajo el receso de la ley 19.550 (t.o. refundido), o el confuso arbitraje del decreto 677/01?, ¿convendrá aceptar la oferta o lanzar el receso?, ¿quién pega primero?

Es muy probable que por nuestra falta de cultura arbitral el legislador de emergencia haya olvidado la figura del árbitro perito. Pero, es también altamente probable -desde una visión menos ingenua- que aquel sabe muy bien de qué estamos hablando y percibió al arbitraje pericial como una amenaza para los intereses de los *Insiders*. El camino de la impugnación sería demasiado corto y de fácil tránsito para quienes desearan impugnar el precio de una OPA²⁷.

Está claro que la opción de la pericia arbitral reduce dramáticamente los costes transaccionales de promover la acción de impugnación. Basta comparar los costes de una pericia arbitral con los de un arbitraje *iuris* o con los de un juicio de conocimiento ante la jurisdicción estatal para darnos cuenta de ello.

Sin duda la eficiencia del procedimiento y los reducidos plazos que tienen los árbitros peritos para dictar laudo operan como incentivo para elegir este tipo de proceso frente a otras opciones menos eficientes.

Las eficiencias que genera la pericia arbitral (plazos reducidos, bajos costes, informalidad, etc) tiene por efecto eliminar barreras de entrada para la promoción de la acción de impugnación incentivando el arbitraje (beneficio para el inversor). Ahora

bien, dicho de otra manera, el proceso arbitral de *iuris* o el juicio de conocimiento ante un tribunal estatal será una clara barrera de entrada para desalentar la acción de impugnación (beneficio para los *Insiders*).

Quien deba impugnar deberá evaluar previamente los costes transaccionales de un juicio largo, chicanero y costoso. Mientras el juicio de conocimiento ante un juez estatal o el arbitraje *iuris* se convierten en un peregrinaje plagado de escollos, formalidades, plazos, ritos, etc la pericia arbitral se presenta como el sendero corto y de fácil tránsito; aún para los legos. Decididamente uno y otro juegan a favor de intereses bien opuestos.

La barrera de entrada para la acción de impugnación está dada precisamente por los costes de recurrir al tribunal estatal o arbitraje *iuris*. En efecto, cuánto más alto sean los costes transaccionales implícitos para cuestionar el precio equitativo, mayor deberá ser el valor actual neto del precio equitativo cuestionado; o sea, mayor deberá ser la cantidad de acciones para lograr incentivar la impugnación del precio justificando económicamente los costes (honorarios, tasas, impuestos, sellados, etc).

Este es el aspecto que mencionábamos al principio de estas reflexiones respecto de la llamada *atomización del riesgo*. Quien posea un reducido número de acciones no contará con los incentivos suficientes para impugnar el precio de la OPA pues la ganancia esperada será sólo proporcional al capital invertido y, los costes transaccionales deberán ser absorbidos por esa diferencia.

Para evitar absorber estos costos (vrg., el de los peritos de oficio según el decreto), el inversor deberá impugnar el precio equitativo asumiendo un techo: nunca reclamar más del 30%. Si entiende que la diferencia entre el precio equitativo y el precio propuesto por él supera ese porcentaje correrá el riesgo de absorber las costas periciales si el tribunal considera que el precio equitativo es igual o parecido al ofrecido en la OPA (*vid.*, combinación del artículo 30 del decreto con el art. 154 LSC).

La clara omisión de la pericia arbitral encierra un mensaje: nuestro régimen de transparencia no quiere poner a disposición de los inversores herramientas que permitan discutir y resolver a bajo costo el precio equitativo.

²⁷ *Vid.*, CAIVANO, Roque. “La pericia arbitral y una muestra de la falta de cultura arbitral”. JA, 2001-I-134.

Una vez más el decreto 677/01 se muestra en deuda con el mercado²⁸.

X.

Cláusula compromisoria incorporada a la oferta

La falta de una expresa previsión en el decreto 677/01 no impide recurrir al arbitraje pericial vía convención autónoma. Incorporar la cláusula compromisoria en la oferta permitiría convertirla en ley para las partes (art. 1197 Cod.Civ), una vez aceptada por su destinatario (el inversor).

En idéntico sentido nada prohíbe a la sociedad incorporar a la oferta de compra una cláusula compromisoria por medio de la cual quede pactado (oferta aceptada) que en caso de procederse a la impugnación del precio equitativo de una OPA, si el accionista optare por la vía del arbitraje, el tribunal arbitral se constituirá en árbitro de equidad en los términos y con los alcances y efectos del artículo 766, 769 y concordantes del CPCCN.

En idéntico sentido puede incorporarse igual cláusula a los estatutos sociales de la emisora: ¿cuál será la percepción del mercado sobre una cláusula semejante? No tengo dudas: ayudará a crear valor a todos los accionistas ante la baja percepción de potencial expropiación de derechos²⁹.

XI.

Conclusiones.

²⁸ Vid. VAN THIENEN, P. Augusto “*La declaración de adquisición en la sociedad anónima cotizada ...* ED, 5.03.2004; “*OPA obligatoria (optativa) por cambio de control ...*” ED, 13.09.2006; “*Fiscalización de la gestión en la sociedad anónima cotizada ...*” ED, 10.06.2003; “*Control de gestión en la SA cotizada nacional ...*” ED, 9.09.2003;

²⁹ Un ejemplo de la expropiación de derechos a la que aludo puede verse claramente en la OPA lanzada por Camargo Correa SA para la compra del capital flotante de Alpargatas SA -luego de la adquisición del control- gracias a la cláusula de los estatutos sociales de Alpargatas SA por el cual ésta no se adhirió al régimen estatutario optativo de OPA obligatoria violando, además, el principio de paridad de trato.

Conforme los artículos 30, 32, 38 del Decreto 677/01 y 766 del CPCCN corresponde resolver sobre la equidad del precio equitativo de una OPA al tribunal arbitral *ex aequo et bono* quedando descartada la opción de la pericia arbitral.