

Precio y *valor real* en el contrato de opción sobre acciones  
(Con especial referencia al artículo 13.5 LSC)

Por:

**PABLO AUGUSTO VAN THIENEN**

Director

**Colaboradores**

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

# INDICE

I. PROPUESTA .....	4
II. EL DERECHO DE OPCIÓN Y EL FACTOR TIEMPO. ....	4
III. LA NULIDAD POR VICIOS Y LA IMPREVISIÓN COMO CAUSAL DE RESOLUCIÓN DE LOS CONTRATOS... ..	5
IV. LA OPCIÓN COMO CONTRATO: ELEMENTOS. ....	5
a) <i>Opción (Call)</i> .....	6
b) <i>Opción (Put)</i> .....	6
V. EL PRECIO EN EL CONTRATO DE OPCIÓN. ....	6
VI. PRECIO, VALOR E INCERTIDUMBRE. ....	7
VII. PRECIO, VALOR E INCERTIDUMBRE ( <i>Continúa</i> ) .....	8
VIII. ¿APLICACIÓN DEL ARTÍCULO 13.5 LSC A UN CALL O PUT (PARASOCIETARIO)? .....	9
a) <i>Ubicación sistemática</i> .....	9
b) <i>Ratio legis</i> .....	10
c) <i>Régimen de nulidades, caducidad y prescripción</i> .....	10
d) <i>El contrato de opción y el fin económico</i> .....	11
e) <i>Nulidad parcial del estatuto y nulidad del contrato de opción</i> .....	12
IX. LA NOTABLE DISTANCIA ENTRE PRECIO PACTADO Y VALOR REAL. ....	13
X. MÉTODOS DE VALUACIÓN DE ACCIONES Y VALOR REAL. ....	13
XI. ELEMENTOS DE LA NULIDAD DEL ARTÍCULO 13.5 LSC. ....	14
a) <i>El apartamento debe ser notable</i> .....	15
b) <i>Debe existir un valor real</i> .....	15
XII. ARTÍCULO 13.5: ¿NULIDAD OBJETIVA? .....	16
XIII. ARTÍCULO 13.5 LSC Y EL VICIO DE LESIÓN. ....	17
XIV. NULIDAD DEL CALL O PUT POR VICIO DE LESIÓN. Jurisprudencia aplicable. ....	18
a) <i>Orlando c. YPF SA</i> .....	18
b) <i>Zurbano c. Kerner</i> .....	18
XV. ACCIÓN AUTÓNOMA DE REVISIÓN DE PRECIO DEL CALL O PUT. Jurisprudencia aplicable. ....	19
a) <i>Inversora Azucarera SA c. Swift del Plata SA y Deltec SA</i> .....	21
XVI. ARTÍCULO 13.5 LSC Y NULIDAD PARCIAL. ....	21
XVII. ARTÍCULO 13.5 LSC Y LA ACCIÓN DE IMPUGNACIÓN DE PRECIO EQUITATIVO DEL DECRETO 677/01. ....	21
XVIII. CONCLUSIONES. ....	21

## Abstract

Nos proponemos analizar la fórmula de inciso 5º del artículo 13 de la ley de sociedades comerciales aplicada a un contrato de opción sobre acciones.

Este dispositivo establece la nulidad de cláusulas 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.*

Cierta doctrina autoral extiende esta nulidad a contratos de opción sobre acciones. Nos referimos a pactos parasocietarios.

Nosotros creemos que tal temperamento interpretativo no tiene respaldo jurídico: el artículo 13.5 LSC sólo es aplicable a las cláusulas estatutarias. Este dispositivo sólo prevé una nulidad parcial al contrato societario. Pretender extenderlo al negocio de opción implica nulificar el pacto por atacar un elemento esencial del contrato de compraventa: el precio.

Desde la perspectiva de la finalidad económica del contrato de opción, opinamos que la nulidad del inciso 5º no encaja, por la sencilla razón de que este negocio es de especulación. Es elemento natural del contrato de opción la incertidumbre entre precio pactado y valor del activo subyacente: celebrar un contrato de opción (*Call o Put*) implica asumir ese riesgo.

Analizamos la jurisprudencia del fuero que ha rechazado la nulidad por vicio de lesión (art. 954 del Código Civil) y la acción autónoma de revisión (art. 1198 del Código Civil) en contratos de compraventa de acciones.

Creemos que estos antecedentes son aplicables al contrato de opción (*Call*) u opción (*Put*) sobre acciones parasocietarios (o estatutarios).

Esperamos estas reflexiones sean de interés.

## I. Propuesta.

A la ley de sociedades comerciales ("LSC") se le han adosado, con el transcurso del tiempo, unos cuantos fantasmas.

No son pocas las instancias de temor a ciertos riesgos inminentes (léase: nulidad absoluta, insanable e imprescriptible, por ejemplo) que aquellos fantasmas han sabido generar si no se cumplen a pie juntillas con determinada estructura societaria y con preconcebidos modelos de relación jurídica entre socios.

Fantasmas que con el devenir de los años, además de multiplicarse se han fortalecido, han sabido calar en el inconsciente colectivo de una generación y se han transformado en fundamento doctrinario y jurisprudencial de cómo debe ser, necesariamente, aquella estructura societaria y aquel modelo de relación socio-socio. Sin importar, por supuesto, que ello pudiera contradecir el racional jurídico y económico del negocio societario en cuestión.

Numerosas son las situaciones analizables bajo esta óptica. Pero una en especial merecerá nuestra atención en esta oportunidad: "el notable apartamiento del valor real en la transferencia de las tenencias de un socio". Situación referida en el artículo 13 inc. 5° LSC que dispone: "*...Son nulas las estipulaciones siguientes: (...) 5) 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*".

Tal ha sido el énfasis que la doctrina le asignó a esta regla que la misma ha exorbitado el ámbito específico de aplicación, transformándose en un fantasma que acecha a los contratos de opción parasocietarios. Lo cierto es que una disposición de la ley societaria que procura dejar sin efecto una cláusula estatutaria tornándola inoponible a los accionistas en virtud de una nulidad parcial del contrato, pretende ser extendida al ámbito parasocietario derivando sus efectos en una nulidad total del contrato con motivo de atacarse un elemento esencial del negocio de compraventa: el precio.

Tal como veremos seguidamente no sólo se da por sentada la aplicación de aquella norma a acuerdos parasocietarios; sino que, ni siquiera

se cuestiona el sustento jurídico y económico de una pretensión semejante.

Proponemos analizar el inciso 5° del artículo 13 de la LSC a la luz del derecho de opción de compra (u opción de venta) sobre acciones de una SA (o cuotas de una SRL). Repetimos: no nos detendremos aquí en la cláusula de opción inserta en los estatutos sociales sino, en el pacto de opción parasocietario.

El objetivo de estas líneas es indagar si resulta jurídicamente sustentable la nulidad de un pacto de opción de acciones parasocietario, o la revisión equitativa del precio, cuando éste...*se aparte notablemente de su valor real*. En pocas palabras, procuraremos develar si la fórmula del inciso 5° del artículo 13 LSC es un fantasma digno de temer o es sólo producto del imaginario colectivo.

## II. El derecho de opción y el factor tiempo.

Estar obligado a pagar por un bien un precio superior al originariamente estimado es suficiente motivo para poner de mal humor al comprador y ganarle una sonrisa al vendedor. A la inversa, estar forzado a vender a un precio inferior al originariamente estimado provocará similares sentimientos, pero, en sentido opuesto.

Más allá de estas humanas afecciones queremos analizar si el sujeto obligado goza de argumentos jurídicos sólidos como para negarse a cumplir su prestación (a comprar o vender) bajo pretexto de que a la fecha de hacerse exigible la obligación, el precio originariamente pactado no se ajusta al *valor real*.

El lector advertirá que este escenario de incertidumbre (variación de precio del bien en el tiempo) se presenta en los negocios de ejecución diferida. Las compraventas instrumentadas con boleto son un ejemplo de esta modalidad contractual donde aquel instrumento busca minimizar esa incertidumbre sellando un pacto definitivo que incluye la cobertura de dos riesgos: (i) imprevisión y (ii) conductas oportunistas.

Aquí nos referimos a una modalidad contractual diferente donde la ejecución de las prestaciones (comprar o vender) depende del ejercicio de un derecho sometido a un plazo. El contrato de opción de compra y el contrato de opción de venta representan una modalidad contractual donde el factor tiempo; y por ende, la incertidumbre, hacen a la naturaleza jurídica y económica de este

negocio. Podemos afirmar que el factor especulativo es el principal elemento motivador para celebrar una opción.

La incertidumbre, entendida como falta de certeza sobre un acto o hecho futuro, está dada por dos elementos esenciales de este tipo de contratos: (i) el efectivo ejercicio de la opción y (ii) la variación de precio del bien objeto de opción pendiente el ejercicio de esa opción.

Siendo esto así: ¿el destinatario de la opción tiene derecho a negarse a cumplir su prestación (comprar o vender) invocando una notable desproporción entre el precio pactado y el valor real?

Intentaremos responder a este interrogante.

### III.

#### **La nulidad por vicios y la imprevisión como causal de resolución de los contratos.**

Antes de intentar esbozar alguna respuesta no queremos dar un paso más sin dejar de señalar que nuestro régimen contractual prevé, en relación con el tema, dos principios básicos:

Principio A: en los contratos bilaterales conmutativos el sujeto obligado sólo puede dejar de cumplir su prestación si ésta se torna excesivamente onerosa. A tal efecto el perjudicado deberá demandar judicialmente la resolución del vínculo contractual; ahora bien, la contraparte podrá continuar el vínculo contractual si ofreciere un reajuste equitativo.

Principio B: en los contratos bilaterales conmutativos el sujeto obligado podrá dejar de cumplir su prestación solicitando la nulidad del vínculo contractual a causa de vicios en el consentimiento (*vgr.*, simulación, lesión, fraude, dolo) o vicios en los elementos esenciales del negocio (*vgr.*, sujeto, objeto, causa y forma).

Vale decir, salvo imprevisión o nulidad por vicios del acto jurídico los pactos nacen para ser cumplidos *...como si fueran la ley misma*. El contrato de opción no escapa a este racional jurídico y económico (*vid.*, artículos 953, 954, 1137, 1197, 1198 y otros del Código Civil).

### IV.

#### **La opción como contrato: elementos.**

El derecho a ejercer una opción presupone una oferta aceptada. El titular de la opción es quien podrá ejercer el derecho de comprar o vender; de allí su nombre: *opción*.

El contrato de opción se define desde el sujeto titular del derecho; es decir, estaremos frente a una opción (*Call*) si el titular tiene el derecho de comprar y estaremos frente a una opción (*Put*) si el titular tiene derecho a vender.

En la opción (*Call*) el titular del derecho no tiene las acciones en su poder; mientras que en la opción (*Put*) el titular de la opción posee las acciones. Está claro que aquí nos referimos a una modalidad contractual específica: las *Delivery Options*. En ambos negocios la oferta aceptada es irrevocable quedando sellado un vínculo definitivo e irrevocable para las partes (*vid.*, artículo 1144 s.s. y concordantes del Código Civil). En consecuencia, aceptada la oferta, no puede ser retractada (*vid.*, art. 1150 Código Civil).

En este contrato la parte lanzadora de la oferta se denomina concedente de la opción y la parte aceptante se denomina beneficiario o titular de la opción.

El derecho de opción también puede incorporarse a otros negocios jurídicos societarios más allá de la simple compraventa de participaciones. El derecho de opción también puede verse en casos de: (i) conversión de acciones ordinarias en acciones preferidas, (ii) conversión de capital en deuda según régimen de reducción voluntaria, (iii) conversión de acciones de un voto en acciones de voto plural, entre otras múltiples cláusulas contractuales y condiciones de emisión que prevén el derecho de opción; ya sea a favor del tenedor del título o de la sociedad emisora<sup>1</sup>.

Tan importante es este derecho (de optar) que, para nuestros colegas contadores, la emisión de acciones preferidas con cláusula de rescate a exclusiva opción del tenedor (a tasa fija o variable) califican como pasivo exigible y no como recurso propio. Así lo indica expresamente la Resolución

<sup>1</sup> Las Normas de la CNV prevén las acciones rescatables a opción de la sociedad o del accionista pudiendo ejercerse ese derecho en una fecha determinada o en cualquier momento dentro de un plazo fijado.

Técnica 17 de la FACPCE. Para nosotros: un verdadero dislate contable y jurídico<sup>2</sup>.

a. *Opción (Call)*

La opción de compra implica para el concedente la obligación de vender al precio pactado. Esto quiere decir que ejercida la opción por el beneficiario el concedente debe cumplir con la prestación comprometida (enajenar) y el titular de la opción con la obligación de pagar el precio pactado bajo la modalidad acordada. La Opción (*Call*) otorga el derecho a comprar.

b. *Opción (Put)*

La opción de venta implica para el concedente la obligación de comprar al precio pactado. Esto significa que, ejercida la opción por el beneficiario, el concedente debe cumplir con la prestación comprometida (adquirir) pagando el precio. La Opción (*Put*) otorga el derecho a vender.

Tanto en la opción de compra como en la de venta la parte concedente es quien tiene a su cargo la obligación: comprar (en caso de conceder un *Put*) o vender (en caso de conceder un *Call*). Está claro que el sujeto beneficiario tiene en su haber una opción y por lo tanto no asume responsabilidad alguna por el no ejercicio de ese derecho. Ahora bien, una vez ejercido, nace la obligación del concedente de cumplimiento la prestación comprometida: comprar o vender.

Entonces nos preguntamos nuevamente:

¿Tiene derecho, el concedente de la opción, a negarse a cumplir la prestación comprometida alegando que el precio de compra pactado en el contrato de opción posee una notable desproporción con el valor real?

¿Tiene derecho, el concedente de la opción, a solicitar el reajuste equitativo del precio

<sup>2</sup> Aún cuando la acción preferida pueda ser rescatada en cualquier momento a opción exclusiva de su tenedor, tal opción de rescate no significa mutar la naturaleza del aporte realizado y eximirlo del riesgo empresario asumido. Sin duda nos encontramos frente un híbrido financiero; ahora bien esa calificación de híbrido no implica convertir en deuda lo que jurídica y genuinamente es capital de riesgo.

pactado?, ¿podría hacerlo aún antes de que la opción sea ejercida?

¿Tiene derecho, el concedente, a demandar la resolución del contrato de opción por considerarlo nulo?

¿Tiene derecho, el titular de la opción, a cuestionar el precio?

Responder estos interrogantes no será tarea sencilla.

Es preciso entonces definir qué relación existe entre precio y valor; y como funciona esta ecuación en el marco de un contrato de opción. Veamos:

## V.

### El precio en el contrato de opción.

No hay duda que entre precio del bien y ejercicio de la opción existe una perfecta relación de equivalencia. Está claro que el titular de un *Call* tendrá incentivos para ejercer dicha opción si a la fecha de ejercicio el precio pactado es igual o inferior al *valor real*. Inversamente, el titular de un *Put* tendrá los incentivos para ejercer su opción si a la fecha de ejercicio el precio pactado es igual o superior al *valor real*.

Es precisamente esta *incertidumbre* entre precio y valor lo que lleva a las partes a celebrar los contratos de opción, asumiendo el concedente el riesgo de perder comprando un activo por un precio superior al valor real (si concedió un *Put*), o vendiendo por un precio inferior (si concedió un *Call*). El titular de la opción no asume riesgo económico alguno. El negocio está en sus manos; él decide comprar, él decide vender. Su única contingencia será la pérdida de la prima de opción (si hubiere pagado) para el supuesto de no ejercer el derecho<sup>3</sup>.

Un ejemplo basta para clarificar el concepto:

Ticio desea comprar una finca cuyo precio de mercado es *U\$S 100.000*. Lamentablemente Ticio no cuenta con los fondos para pagar al contado y acuerda con el propietario una opción de compra por el plazo de 6 meses. Por esa opción Ticio paga al propietario una prima de *U\$S 2.000*. De manera tal que a los 180 días de la firma del contrato Ticio

<sup>3</sup> Muchas veces la prima tiene por función incentivar el ejercicio de la opción actuando como cláusula penal.

tendrá la opción de comprar la finca al precio acordado U\$S 100.000. Ejercida la opción, nace para el propietario la obligación de venderla al precio fijado en el contrato de opción<sup>4</sup>.

Si durante el plazo de la opción el valor de la finca supera o es igual al precio pactado en la opción, Ticio contará con incentivos para ejercer la opción (*Call*); en cambio si el valor de mercado sufre una notable reducción, es de esperar que Ticio deje pasar el plazo para el ejercicio de la opción perdiendo la prima de U\$S 2.000. Está claro que para no ejercer la opción el valor de mercado debe haber bajado algo más de U\$S 98.000, y que la expectativa de que aquel precio rebote en un futuro próximo debería ser remota o muy incierta. Las expectativas juegan un rol vital en este tipo de contratos; precisamente por el factor incertidumbre.

Una forma habitual de neutralizar la incertidumbre que genera la eventual diferencia entre precio de la opción y valor del bien consiste en celebrar contratos de opción cruzados conocidos como *swaps* o *forwards*. De esta forma ambas partes de la relación asumen la misma incertidumbre compartiendo el riesgo. De no ser así, está claro que el tomador del riesgo será la parte concedente obligada a vender o comprar, según la opción que hubiere concedido.

Quien concede una opción asume el riesgo de que a la fecha de ejercicio el precio pactado difiera con el valor real del activo subyacente. Es por ello que quien concede un *Put* habitualmente solicita contar con un *Call* sobre idénticos bienes. De esta forma neutraliza el riesgo de pérdida<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Está claro que si Ticio es un hombre racional no ejercerá la opción si no cuenta con el dinero para pagar el precio; ahora bien, Ticio podría ejercer la opción aún cuando al momento de ejercerla no tuviera un duro, pero contara con un tercero dispuesto a pagar esa cifra. En cuyo caso Ticio cederá sus derechos y el propietario le venderá el inmueble a ese tercero.

<sup>5</sup> Ejemplo de esto que decimos son los *Non Delivery Forward* sobre divisa. El lector interesado puede consultar los casos: CNCom., sala A, 06/02/2007, *Johnson & Jonson de Argentina SACI c. Citibank N.A. Sucursal Buenos Aires*, LL 2007-C, 538; CNCyComFed., sala I, 03/10/2006, *Johnson y Johnson de Argentina SACI c. Deutsche Bank SA*, Lexis N° 35004509; CNCom., sala D, 30/04/2007,

¿Cómo funciona la incertidumbre en el contrato de opción?

## VI.

### Precio, valor e incertidumbre.

Está claro que el precio es el hecho jurídico detonante para el ejercicio de una opción, sea ésta de compra o de venta. También está claro que la relación precio - valor es la principal incertidumbre que asumen quienes contratan bajo esta modalidad donde el factor tiempo juega un rol esencial. A mayor plazo para ejercer la opción mayor será la incertidumbre entre precio y valor; y a menor plazo, menor será aquella incertidumbre.

Todos sabemos que una cosa es el precio pactado y otra muy diferente el valor de un bien; aún cuando ambos puedan coincidir al momento de ejercerse la opción. Aquí nos referimos al valor de plaza o valor de mercado. Vale decir, cuando aquí aludimos al *valor real* -tal como lo indica el inciso 5° del artículo 13 LSC- nos referimos al valor de mercado (*Fair Market Value*)<sup>6</sup>.

En los contratos a término la falta de equivalencia entre precio pactado y valor de mercado es la principal incertidumbre. Fijar el precio en el contrato de opción postergando la decisión de comprar o vender implica asumir el riesgo de que el precio pactado no refleje el *valor real*.

Nuestro codificador estuvo atento y advirtió esta posible incertidumbre permitiendo a las partes pactar el precio *según lo que la cosa valga en el día al corriente de plaza* (*vid.*, art. 1353 Código Civil). En el marco de un contrato de opción parece que ésta es la alternativa más eficiente. Con esta fórmula se elimina el factor incertidumbre puesto que no se corre el riesgo de quebrar la equivalencia de las prestaciones. En definitiva, a la fecha de ejercicio de la opción el precio no será otro que el *valor real*.

En igual sentido el artículo 458 del Código de Comercio dispone que *cuando se entregue la cosa vendida sin que por el instrumento del contrato conste*

---

*Fiat Crédito Cía. Financiera c. Poder Ejecutivo Nacional*, CNCom., sala D, 30/04/2007, ED 224, 483.

<sup>6</sup> Para una noción sobre *Fair Market Value* y su relación con acciones de compañías, el lector interesado puede consultar VAN THIENEN, Pablo A - DI CHIAZZA, Iván, *OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje iuris o arbitraje de equidad?*, Working Paper N° 20, CEDEF Law & Finance.

*el precio, se entiende que las partes se sujetaron al corriente, en el día y lugar de la entrega; en nuestro caso, el día del ejercicio de la opción.*

El artículo 1354 del Código Civil prevé un dispositivo similar: *si la cosa hubiere sido entregada al comprador sin determinación de precio, o hubiere dudas sobre el precio determinado, se presume que las partes se sujetaron al precio corriente del día (...) de la entrega de la cosa.* Sin imaginar al contrato de opción, Vélez intuyó la incertidumbre con claridad.

Otra alternativa aceptada por nuestro codificador es la fijación de precio por un tercero. En este caso la estimación realizada por el valuador profesional será definitiva, irrevocable e inapelable. Así lo ordena el artículo 1351 y 1352 del Código Civil. Dicho precio así estimado será considerado precio cierto (*vid.*, art. 1349 Código Civil).

Entonces parece que la fórmula más eficiente para neutralizar el factor incertidumbre es evitar fijar un precio en una suma determinada pactando mecanismos que permitan acercarlo al valor de mercado. De esta forma el concedente del *Call* venderá a un precio de mercado y el concedente del *Put* comprará, también, a precio de mercado<sup>7</sup>. Fijar el precio en una suma determinada es la manera más eficaz de tomar toda la incertidumbre.

Ahora bien, el riesgo es para los negocios mercantiles lo que la savia es para la flora. El fin de lucro expresamente previsto en el artículo 8 del Código de Comercio invita a participar de las ganancias, pero también invita a absorber las pérdidas. Pretender no hacerse cargo de las pérdidas cuando se concluyen malos negocios es una conducta reprochada por nuestro sistema jurídico.

Si las partes al contratar la opción eligieron fijar el precio en una suma determinada (o mediante un procedimiento específico para su determinación) han elegido una fórmula de precio válida. No olvidemos que para nuestro codificador *el precio (en una compraventa) será cierto cuando las partes lo determinen en una suma que el comprador debe pagar.*

<sup>7</sup> En opciones bajo esta fórmula de precio el ejercicio de la opción no está motivada por un móvil especulativo de toma de ganancia, sino por otras razones. Simplemente entrar o salir de una inversión.

Si las partes al contratar eligen una fórmula de valuación que, al momento de ejercer la opción, no refleja el valor real de las acciones, han elegido una fórmula de fijación de precio válida; equivocada, quizás, pero han elegido una de entre las múltiples alternativas disponibles.

¿Qué ocurre cuando aquel precio se aparta notablemente del *valor real*?

Está claro que si el precio pactado *se aparta notablemente del valor real* el sistema jurídico ofrece al perjudicado la posibilidad de cuestionar la licitud del pacto, y para ello, le quedan no demasiadas alternativas: (i) invocar la nulidad por vicio de la voluntad, del consentimiento, o por vicios en los elementos esenciales del contrato (sujeto, objeto, causa y forma) o, (ii) solicitar la resolución por excesiva onerosidad sobreviniente. Son éstas las únicas vías disponibles para que los mercantiles puedan neutralizar el riesgo de pérdida frente a un negocio ruinoso, inequitativo o ilícito. Caso contrario estaremos sólo ante un mal negocio donde los tribunales estatales no pueden intervenir. Punto y aparte.<sup>8</sup>

Reiteramos: la incertidumbre es un factor decisivo en el contrato de opción.

## VII.

### **Precio, valor e incertidumbre. Continúa...**

Está claro que fijar el precio implica asumir toda la incertidumbre siendo aconsejable buscar mecanismos que permitan neutralizarla.

Es evidente que el mayor riesgo se concentra en la fórmula de fijación de precio, aunque también puede encontrarse en otras fórmulas más sutiles.

No puede pasar inadvertido un dato: para nuestro codificador el precio puede consistir en tres variantes: (i) una suma cierta y determinada, (ii) el valor de plaza o, (iii) el precio fijado por un tercero. Entonces, elegir la fórmula de fijación de

<sup>8</sup> Decimos tribunales estatales pues nada impide someter la discusión del precio de una opción al laudo de arbitadores amigables componedores o perito arbitadores siempre y cuando exista cláusula compromisoria en el contrato de opción. El lector interesado puede consultar VAN THIENEN, Pablo - DI CHIAZZA, Iván, *OPA. Impugnación de precio equitativo: ¿arbitraje iuris o arbitraje de equidad?* Working Paper N° 20, CEDEF Law & Finance.

precio implica tomar el riesgo, trasladarlo o compartirlo. Esa toma de riesgo es coherente con el resto del sistema en el sentido de que si elegí asumirlo no puedo luego cuestionarlo; salvo, vicio o imprevisión.

Sin embargo, a pesar del régimen jurídico general que sólo admite volver sobre los pasos en caso de nulidad o imprevisión, la LSC prevé un dispositivo que autorizaría dejar sin efecto la cláusula de precio cuando éste no se ajuste al *valor real*. Se trata de la norma contenida en el art. 13.5 LSC. Pero, ¿cuál es el real alcance de tal regla?

Esta norma suena muy seductora: bastaría probar el dato objetivo (diferencia entre precio pactado y valor de mercado) para negarse a cumplir la prestación. Con la fórmula del inciso 5° se evitaría al tomador del riesgo la carga de probar los vicios o la excesiva onerosidad quedando allanado el camino para cuestionar el precio, y así, anular un mal negocio.

La doctrina autoral se ha visto tentada en aplicar este dispositivo a contratos de opción parasocietarios<sup>9</sup>. Así, por ejemplo sostiene ROVIRA que “...el problema que se plantea en las opciones es el de compatibilizar dicho acuerdo con el art. 13, inc. 5, de la LSC... Si éste (el precio) se apartara notoriamente del precio real al tiempo de hacerse efectiva la opción, el elemento más importante quedaría singularmente afectado y podría hacer nula la opción”. O sea, al cuestionarse un elemento esencial del contrato (el precio) no quedaría otro camino que declarar la nulidad del negocio.

Este autor sigue diciendo: “...aquel convenio que contemple una cláusula de opción de compra o venta por un precio que se aparte notoriamente del precio real al tiempo de hacerla efectiva, tendrá validez, pero esa cláusula será nula (art. 13, inc. 5, LSC)”<sup>10</sup>. De esta forma se pretende asignar al artículo 13.5 LSC los mismos efectos de nulidad parcial sobre un contrato de opción completamente ajeno a los estatutos sociales.

No compartimos tales apreciaciones. En nuestra opinión, la fórmula del artículo 13.5 de la LSC no es aplicable a los contratos de opción parasocietarios. Incluso nos parece exagerado pretender trasvasar una norma societaria a un contrato parasocietario aún cuando nada diga el estatuto al respecto; o sea, careciendo aquel de cláusula específica.

### VIII. ¿Aplicación del artículo 13.5 LSC a un *Call* o *Put* (parasocietario)?

El artículo 13.5. LSC establece, como consecuencia jurídica, la nulidad de las estipulaciones 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. ¿A qué tipo de estipulaciones se refiere?, ¿cuál es el origen de las estipulaciones comprendidas?, ¿sólo las societarias o también las extra o parasocietarias?

La doctrina que acepta la extensión de dicha norma a los acuerdos parasocietarios entiende que la norma se refiere a cualquier origen, incluyendo en consecuencia, el parasocietario. Al respecto afirma ROVIRA que el art. 13.5 LSC castiga con la nulidad *cualquier cláusula contractual*<sup>11</sup>.

No participamos de una proyección semejante. No resulta comprendida en la norma del art. 13.5 LSC *cualquier* cláusula contractual, sino sólo cláusulas contractuales de carácter societario. La LSC cuenta con un ámbito de aplicación específico y no comprende, por cierto, a las relaciones contractuales fuera de su ámbito aún cuando estemos hablando de negocios sobre acciones.

En efecto, el artículo 13.5 LSC utiliza el término *estipulaciones* y con tal expresión alude a *cláusulas estatutarias* en virtud de las cuales surgiera un precio notablemente alejado del valor real, o un procedimiento para su determinación que lleve a ese mismo resultado<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Cfr. ROVIRA, *op. cit.*, pág. 342.

<sup>12</sup> Esto es, no sólo se ataca el precio fijado contractualmente en una suma determinada; sino, además, cualquier fórmula bajo la cual se termine fijando un precio que se aparte notablemente del *valor real*. Interesa señalar que dicha cláusula estatutaria sólo será considerada nula para las transferencias realizadas entre socios, más no, en aquellas donde el vínculo contractual sea socio – sociedad como son los casos de receso, reembolso, rescate de acciones o amortización del capital (*vid.*, arts. 220.2, 223, 235 y 245 LSC). En

<sup>9</sup> *Vid.*, ROVIRA, Alfredo L., *Pactos de socios*, Ed., Astrea, Bs. As., 2006; ZAMENFELD, Víctor, *Restricciones a la transmisión de acciones. Limitación del artículo 214 de la ley de sociedades*. LL, 2007-C-944; GIOVENCO, Arturo, *Las opciones en la transferencia de acciones*, LL, 2007-E-1262.

<sup>10</sup> ROVIRA, *op. cit.*, pág. 294 y 342.

Sabido es que las *cláusulas contractuales* podrían ser *societarias* y *extra* o *parasocietarias*. Las primeras son aquellas que tienen su fuente en un estatuto o contrato social. Las segundas, en cambio, tienen su origen en un contrato entre socios ajeno a la sociedad (extra o para societario).

No cabría duda en incluir bajo la órbita del artículo 13.5 LSC a las *cláusulas contractuales societarias*. En cambio, se plantea el interrogante acerca de la aplicabilidad con respecto a las *cláusulas contractuales extrasocietarias*. Sobre el particular afirma CABANELLAS DE LAS CUEVAS que “...el artículo 13, inciso 5, de la LSC, no indica si las estipulaciones allí previstas deben encontrarse en un contrato social, para caer bajo la prohibición dispuesta en ese inciso. La cuestión no es fácil...”<sup>13</sup>.

Para nosotros en cambio y tal como decíamos anteriormente, la cuestión sí es fácil. Dicha norma sólo resulta aplicable a cláusulas contractuales societarias.

Pretender que el artículo 13.5 LSC se aplica a los contratos de opciones sobre acciones fuera de los estatutos carece de suficiente rigurosidad jurídica y vulnera el racional económico de todo acuerdo de opción.

A continuación nuestros fundamentos:

*a. Ubicación sistemática*

El ámbito de aplicación delimitado de la LSC son las relaciones jurídicas societarias específicas y no cualquier relación contractual aún cuando la misma pudiera tener alguna vinculación con una sociedad comercial (*vgr.*

---

estos casos la nulidad va por cuerda separada debiendo debatirse dentro del ámbito asambleario (*vid.*, art. 251 LSC). Ejemplo de ello es el *precio justo* del artículo 223 LSC que debe ser fijado por asamblea extraordinaria. Si el precio se apartara notablemente del valor real, el accionista amortizado deberá promover acción de nulidad de asamblea dentro del plazo de caducidad del artículo 251 LSC quedando fuera de discusión el artículo 13.5 LSC; aún cuando la asamblea fije precio basada en una fórmula estatutaria.

<sup>13</sup> CABANELLAS DE LAS CUEVAS, Guillermo, *Derecho Societario. Parte General. El contrato de sociedad*, Buenos Aires, Heliasta, 1994, pág. 725.

por ser el objeto de las prestaciones acciones o cuotas).

Las relaciones jurídicas societarias específicas son aquellas que encuentran su causa en el contrato social, entre las que cabe comprender a aquellas que refieren a la constitución, funcionamiento y extinción de la persona jurídica, sea que involucren a los órganos societarios entre sí o con sus miembros, o a estos últimos entre sí.

Para nosotros, el artículo 13.5 LSC contempla una norma cuyo ámbito de aplicación son los estatutos sociales quedando excluidos los acuerdos de socios, y por añadidura los pactos de opción.

En efecto, la LSC -al igual que cualquier otra ley- presenta cierto ámbito objetivo y subjetivo de aplicación. El primero refiere al objeto -*actos jurídicos*- comprendidos en su órbita de regulación. El segundo refiere a los *sujetos* cuya constitución, vida y extinción regla la ley. En el caso de la LSC, el objeto comprendido es el estatuto social y los sujetos son las sociedades comerciales (nacidas de aquel estatuto) y sus socios en cuanto tales y en función, pura y exclusivamente, de los derechos y obligaciones emergentes del estatuto social.

Fuera de tal contexto, la LSC carece por completo de aplicabilidad o efectividad jurídica. Un acuerdo parasocietario no se halla alcanzado por la LSC dado que el mismo se encuentra fuera del ámbito objetivo y subjetivo de dicha ley. Aplicar una norma de la LSC a un contrato parasocietario implicaría exorbitar el ámbito propio y específico de la ley societaria. Todos sabemos que así como los pactos son inoponibles a la sociedad, a la inversa, las normas de la ley societaria es inoponible al pacto.

El orden societario (propio del estatuto social) y el orden parasocietario (propio de un convenio de accionistas) son absolutamente independientes entre sí. Se trata de dos ámbitos normativos diferentes y autónomos<sup>14</sup>. Pretender lo contrario, implicaría tanto como propiciar un menoscabo del

---

<sup>14</sup> Si así no fuera, no sería válido incluir la mayor parte de las cláusulas usuales en los convenios de accionistas que regulan ciertos derechos y obligaciones de los socios en sentido contradictorio con determinadas normas de la LSC. Desde luego ello no ocurre ni podría -legítimamente- ocurrir dado que la entidad jurídica de cualquier convenio o pacto parasocietario es de naturaleza eminentemente contractualista y por ende resulta ajeno a las limitaciones y/o prohibiciones que pudiera establecer la LSC.

principio liminar de la autonomía contractual que gobierna a todo contrato y por supuesto, al contrato de opción<sup>15</sup>.

Un contrato de opción parasocietario no encuentra su causa en los estatutos sociales, aún cuando el objeto sean acciones. El contrato de opción está fuera de la LSC y se encuentra reglado por la autonomía contractual (*vid.*, artículos 1137 y 1197 CCiv.), y por las normas supletorias del régimen comercial y civil. Siendo esto así aquel convenio no resulta alcanzado por el artículo 13.5 de la LSC.

Por otra parte, la ubicación sistemática del artículo 13 en el texto de la LSC, esto es, a continuación inmediata del contenido esencial del contrato social (art. 11 LSC), y de los efectos de sus modificaciones no inscriptas (art. 12 LSC), son prueba elocuente de esto que afirmamos. Más aún, el artículo 13 forma parte, en la LSC, de la *Sección II - De la forma, prueba y procedimiento* y particularmente el primer artículo de dicha sección, el 4, establece que “...el contrato por el cual se constituya o modifique una sociedad, se otorgará por instrumento público o privado”, lo cual pone en evidencia que toda esa sección gira en torno del instrumento constitutivo, es decir, el contrato de sociedad que regula la constitución, funcionamiento y extinción de la persona jurídica.

En nuestra opinión, quien pretenda hacer uso del artículo 13.5 necesita poner en práctica lo siguiente: (i) forzar la inclusión de aquel pacto reformando los estatutos o (ii) incorporarlo *ab initio*; caso contrario, el pacto de opción es *res inter alios* para la sociedad y los terceros.

#### b. *Ratio legis*

En punto a la *ratio legis* cabe destacar que la regla del inciso 5º busca proteger el derecho de propiedad del socio para el supuesto de que aquel pudiera resultar afectado por maniobras abusivas. La doctrina especializada identifica a las cláusulas del artículo 13 como cláusulas leoninas reforzando la idea del carácter tuitivo de este dispositivo. Incluso están quienes

<sup>15</sup> Caso contrario, no existiría una verdadera y efectiva autonomía de la voluntad contractual pues todo convenio parasocietario debería sujetarse a la LSC, cuando en verdad, la única pauta objetiva a la que se debe sujetar la autonomía contractual es el artículo 953 del CCiv. referido al objeto de los actos jurídicos.

justifican la razón del artículo 13 en la defensa a los principios configuradores del tipo: (i) evitar que un socio no soporte las pérdidas, (ii) permitir que un socio tome toda la ganancia, o (iii) asegurarle al socio la renta del capital. Se aprecia entonces la *ratio legis* de estas estipulaciones nulas. Esta norma busca evitar que se desvirtúe el tipo societario mediante cláusulas incompatibles; *ratio* que es absolutamente ajeno al inciso 5º, donde sólo está en juego la defensa de un derecho privado patrimonial: el valor real de la participación del socio.

En razón de lo anterior, es que no tenemos la menor duda de que el artículo 13.5 LSC refiere a *cláusulas estatutarias* ya sea que estén pactadas al momento de la constitución del ente o mediante posterior reforma estatutaria. En el primer supuesto cabe presumir la unanimidad de consentimiento; en el segundo, entra a jugar la regla de la mayoría.

#### c. *Régimen de nulidades, caducidad y prescripción*

El artículo 13 castiga la estipulación con una nulidad expresa conforme lo prevé el artículo 1038 del Código de Vélez; o sea, la estipulación se reputa nula aunque su nulidad no haya sido juzgada. Ahora bien, ¿a qué clase de nulidad se refiere el inciso 5º?

Teniendo en cuenta que la fórmula del inciso 5º procura evitar despojos patrimoniales está claro que el interés jurídico tutelado es el derecho de propiedad (manifestado en el valor de la participación accionarial). El fin tuitivo de la norma es claro: brindar al accionista una herramienta que le permita cuestionar el valor real de su participación en el patrimonio social.

Considerando que el derecho de propiedad en cuanto manifestación del interés privado por excelencia es renunciable y prescriptible, resulta evidente que la fórmula del inciso 5º sólo es aplicable en la medida en que el accionista afectado no hubiera participado positivamente en la toma de una decisión en sentido contrario (sea en etapa de constitución del ente societario o en etapa de reforma estatutaria). En este caso, el accionista afectado habría renunciado explícitamente al derecho que le concede la norma de la LSC en consonancia con el artículo 872 del Código Civil.

Por otra parte, si la cláusula de precio fuera incluida por reforma estatutaria, los accionistas afectados contarían con la posibilidad de impugnar el precio o la fórmula de valuación dentro del perentorio plazo de tres meses (artículo 251 LSC). Si aceptamos que la fórmula del inciso 5º alude a la protección de intereses patrimoniales transables fácil es concluir que en modo alguno dicha acción de impugnación sería imprescriptible dado que no se aprecia ningún interés que trascienda del mero provecho privado patrimonial de dichos accionistas presuntamente afectados. En este caso, se trataría de un supuesto de renuncia implícita, como consecuencia del vencimiento del plazo legal para el ejercicio de la impugnación del acto jurídico colegiado.

Teniendo en cuenta que el precio de compra de acciones hace al derecho de propiedad y, como tal, es manifestación del interés privado patrimonial, aquel derecho y las acciones judiciales tendientes a protegerlo son esencialmente renunciables, confirmables y prescriptibles. Siendo esto así resulta evidente que la nulidad de la estipulación del inciso 5º no puede ser otra que *relativa*.

Negamos a la estipulación del inciso 5º el carácter de cláusula nula de nulidad absoluta, imprescriptible e inconfirmable. Estamos en presencia de la protección de derechos esencialmente patrimoniales y que nada tienen que ver con los principios configuradores del tipo<sup>16</sup>.

La incorporación de la cláusula de precio al estatuto constitutivo implicará someter la acción de nulidad al plazo de prescripción del artículo 848.1 del Código de Comercio. Ahora bien, si la cláusula es incorporada vía reforma estatutaria observamos que el régimen de impugnación cambia correspondiendo anular la decisión asamblearia debiendo reclamarse la nulidad de un acto jurídico colegiado dentro del plazo de caducidad del artículo 251 LSC<sup>17</sup>.

La incorporación de la cláusula de precio sin que el accionista ejerza la acción de nulidad en el correspondiente plazo de prescripción o de caducidad implica el saneamiento del vicio por el transcurso del tiempo y la renuncia a un derecho transable y disponible (arts. 868, 873, 4020 del C. Civil y art. 251 LSC).

Enfocando el planteo desde otro ángulo cabe advertir que la cláusula de precio de un contrato de opción parasocietario no está alcanzado por el artículo 13.5 de la LSC por la sencilla razón de que la acción de nulidad no está sujeta a los plazos de caducidad ni de prescripción analizados; sino, por el plazo de prescripción de cuatro años del 847.3 del Código de Comercio<sup>18</sup>.

#### d) *El contrato de opción y el fin económico*

No obstante el particular régimen de nulidades al que puede estar sometida la cláusula de precio (ya sea vía reforma de estatuto o por su incorporación al momento de la fundación del ente) para nosotros todo contrato de opción involucra un riesgo: incremento o disminución del valor de las acciones en relación con el precio pactado.

Este es el negocio que las partes han tenido en miras al contratar y, éste es el riesgo que las partes han decidido asumir. Vale decir, éste es el interés económico del contrato.

Dicho esto podríamos afirmar que el contrato de opción es, en esencia, un contrato de riesgo. Por lo tanto, las partes están dispuestas a asumir la incertidumbre derivada de la mayor o menor variación del valor real respecto del precio pactado. Ergo, para nosotros se torna absolutamente inaplicable la fórmula del inciso 5º artículo 13 LSC por más apartado que esté el precio de la opción del *valor real*. Sea la opción estatutaria o parasocietaria.

#### e. *Nulidad parcial del estatuto y nulidad del contrato de opción*

Está claro que la sanción prevista en el inciso 5º del artículo 13 alude a una nulidad relativa, manifiesta y parcial. Esto último significa que la nulidad de la cláusula estatutaria en nada perjudica al contrato asociativo permaneciendo válido y vinculante para

<sup>16</sup> En contra: GIOVENCO, Arturo, *op.cit.*

<sup>17</sup> La nulidad manifiesta del artículo 13 no implica alterar el régimen de caducidad del artículo 251 LSC. Sobre esta cuestión el lector puede consultar la doctrina del caso *Sánchez c. Banco de Avellaneda* (CNCom., sala C, 22.09.1982, *Sánchez, Carlos c. Banco Avellaneda SA*, LL 1983-B, 257).

<sup>18</sup> *Vid.*, DI CHIAZZA, Iván – VAN THIENEN, Pablo, *Prescripción y caducidad societaria*, en “*Tratado de la prescripción liberatoria*”. Buenos Aires, LexisNexis, t. II, 2007, pág. 860 y s.s.

los socios. Los efectos del inciso 5º implican que dicha cláusula *se tendrá por no escrita* para las partes que celebren el contrato de compraventa de acciones que fijaron el precio remitiéndose a la fórmula pactada en los estatutos.

Si el precio pactado en el contrato de compraventa se fija conforme la cláusula estatutaria cualquiera de las partes podrá solicitar la revisión judicial del precio invocando su notorio apartamiento del valor real. Siendo esto así, quien reclame la inoponibilidad de la cláusula deberá probar aquel notable apartamiento pudiendo el juez reajustar el precio. O sea, no se persigue la nulidad del contrato de compraventa sino un reajuste equitativo del precio.

Ahora bien, una cosa es la nulidad parcial del contrato asociativo tornando inoponible la cláusula de precio, y otra muy distinta es pretender extender los efectos del inciso 5º del artículo 13 LSC a un contrato de compraventa de acciones o contrato de opción haciendo uso de una pseudo analogía que nuestro sistema jurídico no autoriza.

Pretender aplicar la nulidad del artículo 13 LSC a un contrato de opción no es otra cosa que pretender la nulidad del pacto por vicio de lesión, o el reajuste equitativo de las prestaciones. Ahora bien, para lograr ese objetivo no es de aplicación el artículo 13.5 LSC sino, los artículos 954 y 1198 del Código Civil.

La inaplicabilidad de la nulidad del artículo 13.5 LSC al contrato de opción (*Call*) u opción (*Put*) se funda en las razones jurídicas expuestas. Interesa analizar otros aspectos controvertidos que sirven de apoyo para fundar nuestro argumento.

## IX.

### La notable distancia entre precio pactado y valor real.

El artículo 13.5 no menciona cualquier apartamiento sino que éste debe ser *notable*. No sabemos cómo ni bajo qué parámetros objetivos se produce esa notoriedad: ¿será un 10%, un 20%, un 50%, un 100%, etc.). Está claro que no basta con una mera discrepancia respecto al valor de las acciones (o la metodología empleada para su cálculo). Parece que el dato debe ser suficientemente *notable* como para

demostrar (por sí sólo) su irrealidad o mala fe contractual.

En segundo lugar, tal apartamiento debería serlo con respecto a un valor *real*, único y objetivo. Dice el artículo 13.5 que son nulas las estipulaciones 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.

Es evidente que con el empleo del singular el legislador ha tenido en vista la existencia de un único y objetivo valor al que llamó *real*. Pero este valor (asumiendo que existe) no es único ni mucho menos objetivo cuando se trata de la transferencia de acciones o de contratos de opción<sup>19</sup>.

Sin perjuicio de destacar la dificultad para precisar un determinado valor real teniendo en cuenta las diferencias que pueden resultar de aplicar distintos métodos de valuación y presuponiendo la existencia teórica de tal valor real, lo cierto es que dicha noción es harto diferente para los regulados por el art. 13.5 LSC y para el caso de un acuerdo parasocietario de opción.

En el marco de una transferencia de acciones libremente pactada en una opción es muy complejo determinar un valor real pues adquieren relevancia consideraciones de tipo subjetivo que tienen que ver, por ejemplo, con motivaciones personales (*idiosyncratic value*)<sup>20</sup>, con diferencias en las expectativas de la rentabilidad futura de la empresa, de su posición en el mercado y sobre

---

<sup>19</sup> “...Desde el punto de vista de la economía, no existe un precio justo o equitativo como proporcionado a la cosa ya que, en la realidad de los hechos, lo único que existe es el precio de mercado, o sea, un precio efectivo. En la noción de precio justo, dice el mencionado autor, se debe ver solamente un aspecto moral, que sirve para significar que no se debe pagar un precio odioso y, en otro sentido, que no debe pagarse un precio irrisorio (conf. Messineo, F., *Manual de derecho civil y comercial*, t. V, p. 66, Buenos Aires, 1955). Criterio este último con el que coinciden Henri y Jean Mazeaud al decir que la fijación de un precio justo es más una regla moral que jurídica (conf. Mazeaud, H. et Mazeaud, J., *Leçons de Droit Civil*, t. III, p. 130, n° 877, París, 1974).” CNCom, Sala D, 03.10.2007, Ruberto, Guillermo M. c. Atanor S.A.

<sup>20</sup> Vid. DI CHIAZZA, Iván G. – VAN THIENEN, Pablo A., *El derecho de compra preferente como restricción a la transferencia de acciones. Análisis económico y jurídico*, Working Paper CEDEF – law & finance. También puede consultarse RDCO 2006-B, 707.

todo con la posibilidad o no de ejercer cierto control en los órganos sociales (prima de control).

En el escenario de un acuerdo de transferencia de acciones el valor real resulta sujeto a múltiples variables. El valor real no refiere a determinado y preciso valor cierto y único posible. Al contrario, el valor real será aquel que plasme realmente las previsiones económicas de las partes.

Así entonces pueden existir diferentes valores reales en función de diferentes circunstancias: (i) el método de valuación, (ii) la instancia de negociación, (iii) naturaleza de la sociedad (cotizada, cerrada, familiar, etc.), (iv) condiciones del mercado, (v) industria donde se desenvuelve la empresa, (vi) existencia de otros potenciales compradores y competidores, y sobre todo, de los mayores o menos intereses que en determinado momento y contexto puedan evidenciar las partes.

El valor real no es único, sencillamente, porque las partes cuentan con un margen o brecha, más o menos flexible para encontrar el equilibrio de sus pretensiones económicas (traducidas como costes y beneficios) y en función de ello asignarle determinado valor a las acciones en el marco de la negociación de una opción de compra para adquirir acciones a futuro.

De modo que el valor real es potencialmente múltiple, puede desplazarse conforme sea la brecha de negociabilidad que configuran los intereses contrapuestos del comprador y el vendedor.

En este contexto: ¿cuál sería el valor notablemente apartado del valor real? ¿Cómo inciden los métodos de valuación?

## **X. Métodos de valuación de acciones y valor real.**

Para estar en condiciones de establecer aquel *notable* apartamiento resulta necesario, primero, entender cuál es el *valor real* que debe tomarse como punto de referencia. Vale decir, la fórmula del inciso 5º obliga fijar un punto y, desde allí, medir la distancia entre *valor real* y *precio*. Tomando esa distancia, y midiéndola con precisión, el juez estará en condiciones de entender si es notable o no.

La primera impresión que se tiene apenas uno intenta comprender la fórmula del artículo 13.5 es que el legislador no ha entendido la complejidad de los métodos de valuación de acciones, lo que hace muy volátil aquel punto de referencia: el *valor real*.

No hay duda que para medir aquella distancia, aquel punto debe permanecer estable; y sólo desde allí podremos darnos cuenta si la distancia es notable o insignificante.

Sabido es que al aplicar los diversos métodos de valuación los resultados pueden variar sensiblemente, no sólo entre cada método sino en el marco del cálculo de un mismo método en razón de diferentes variables<sup>21</sup>.

¿Cómo valorar una acción para obtener su valor real?, ¿qué es el valor real? Apreciando la variedad de métodos posibles para la valuación de acciones y la consecuente diferencia en sus resultados resulta evidente que el presupuesto objetivo del artículo 13.5 LSC pierde entidad.

En efecto, sabido es que existen diversos métodos para la valuación de acciones. En términos generales se encuentran los métodos basados en el Valor Patrimonial (como el valor contable, el valor contable ajustado o el valor de liquidación), los métodos basados en la rentabilidad como el *Price Earnings Ratio* o ratio precio-beneficio (PER) que indica el múltiplo del beneficio (dividendo) que paga la acción y los métodos basados en el descuento de flujos de fondos (*Discounted Cash Flows*) que tratan de determinar el valor de las acciones por medio de la estimación de los flujos libres de caja que la empresa generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa según el riesgo de dichos flujos (DCF). Sabido es también, que los resultados pueden variar sensiblemente no sólo entre cada método sino en el marco del cálculo de un mismo método en razón de diferentes variables tenidas en cuenta. Tal por ejemplo en el caso del PER que puede diferir según la magnitud y la previsibilidad del beneficio que se utilice al efecto.

<sup>21</sup> Prueba de ello es el caso Atanor (CNCom, Sala D, 03.10.2007, *Ruberto, Guillermo M. c. Atanor S.A.*) en el que se calcularon nada más y nada menos que seis precios distintos con un 500 % de diferencia entre el más bajo y el más alto. *Vid.*, VAN THIENEN, Pablo - DI CHIAZZA, Iván, *Salida del régimen de oferta pública. OPA. Precio equitativo, prima de control y el dilema del prisionero. (Análisis de caso Atanor SA)* Working Paper N° 22 CEDEF Law & Finance.

En función de la precisión del valor real y como mera aproximación se puede citar el artículo 32.d del decreto 677/01 cuando refiere al precio equitativo, y para su determinación, entre otros criterios aceptables, indica: (i) valor patrimonial de las acciones; (ii) valor de la compañía valuada según criterios de flujos de fondos descontados y/o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables; (iii) valor de liquidación de la sociedad; (iv) cotización media de los valores durante cierto lapso de tiempo; (v) precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones.

Nuevamente entonces, y como se decía anteriormente, es obvio que las valuaciones resultantes de los distintos medios pueden (y suelen) diferir, e incluso notablemente y ello permite apreciar que el valor real (o equitativo en el léxico del decreto 677) no es único.

Veamos los dos elementos del artículo 13.5:

## **XI. Elementos de la nulidad del artículo 13.5 LSC.**

### *a. El apartamento debe ser notable*

Es necesario precisar un poco más la noción de notable apartamento. ¿Qué significa? No lo sabemos. Sólo estamos seguros de una cosa: es un dato 100% subjetivo. Depende de lo que el juzgador considere notable según su sana crítica puesto que el perito valuador no tiene facultad ni competencia para emitir opinión sobre este punto.

Así, será notable aquel apartamento que luzca desproporcionado, grosero, irracional, contrario al principio de la buena fe, abusivo, leonino, etc. Entonces parece que aquella fórmula termina recalando en los principios generales del derecho contractual donde la ruptura del sinalagma se produce como consecuencia de vicios o por desequilibrio inequitativo de las prestaciones. Si esto es así, el inciso 5º no tendría razón de ser en la LSC puesto que los artículos 953, 954 y 1198 servirían de sustento suficiente para invocar la nulidad o el reajuste de las prestaciones.

Ahora bien, la jurisprudencia del foro viene reaccionando de manera desfavorable a este

tipo de planteos negando la revisión judicial del precio de compra de acciones. Esta jurisprudencia, a la cual luego nos referiremos, es harto relevante a la hora de analizar la aplicación del inciso 5º del artículo 13 a un contrato de opción.

### *b. Debe existir un valor real*

Encontrar aquel valor es definitorio.

Sin ese valor de referencia no podremos medir la distancia con el precio pactado. La tarea para encontrar aquel valor no es fácil por la sencilla razón de que es muy complejo valorar acciones de compañías.

Si las partes acordaran el método de valuación hoy más utilizado en el mercado de valuación de acciones (DCF) se pueden llegar a resultados sensiblemente diferentes dependiendo de las variables de cálculo aplicadas por cada valuador. Bastará modificar el componente *Beta* de la fórmula para llegar a resultados diferentes. Bastará considerar escenarios futuros diferentes para que también difieran las expectativas de flujos, bastará proyectar una tasa de riesgo país para que los flujos sean otros, bastará modificar algunos gastos operativos (EBITDA) para que la utilidad del negocio aumente o disminuya. En fin, éstos son sólo algunos ejemplos.

Es decir si dentro de un mismo método podemos llegar a resultados diferentes, pensemos qué pasaría si las partes utilizan métodos diferentes. Por ejemplo: DCF v EBITDA, DCF v VPP, EBITDA v DCF, entre otras muchas combinaciones posibles. ¿Podríamos afirmar que el criterio de valuación por método de VPP se aparta notablemente del valor real?

En definitiva, ya sea que el precio esté determinado en una suma fija o surja de una fórmula de valuación el valor real no puede ser otro que el pactado en el contrato de opción. De esta manera respetamos el pacto honrando los artículos 1197 y 1198 del Código Civil donde los contratos deben celebrarse, ejecutarse e interpretarse de acuerdo con lo que las partes entendieron o debieron entender obrando con cuidado y previsión; o sea, obrando con la diligencia propia de todo aquel que participa de una mercantil.

Quien pretenda cuestionar el precio de una opción deberá recurrir a la nulidad parcial del acto por

vicios o, solicitar la recomposición del vínculo a causa de un hecho imprevisto.

¿Implica el artículo 13.5 apartarse de este principio?

## XII.

### Artículo 13.5: ¿nulidad objetiva?

Una lectura desatenta de esta norma podría llevarnos al convencimiento de que aquella fija una suerte de nulidad contractual *objetiva*. Es decir, ocurrida la notoria distancia entre precio pactado y valor de mercado corresponde decretar la nulidad del pacto. Se produce una presunción legal: la notable diferencia prueba el carácter abusivo del negocio jurídico.

En esta corriente de pensamiento se enrola ZAMENFELD. Este autor sostiene que “...*debe entonces quedar en claro que (...) así existiese una regla sobre fijación de precio específica en el estatuto social (...) si ésta se apartase del criterio impuesto por el artículo 13.5 LSC sería en tal caso impugnabile, por lo que cabe concluir que poco importa la disposición del contrato (...) poco importa que haya existido regla estatutaria concreta al respecto...*”<sup>22</sup>.

Para nosotros esta forma de pensar desconoce el acuerdo de voluntades subestimando la autonomía negocial por la sola circunstancia de que el precio de compra pactado se aparta notablemente del *valor real*.

Insistimos una vez más, los pactos privados sólo pueden ser revisados judicialmente en dos supuestos: (i) nulidad por vicio y (ii) desequilibrio inequitativo de las prestaciones.

El autor citado continúa diciendo “...*la opción (...) se disciplina por el artículo 13.5 que se alinea con la fijación del valor real...*”<sup>23</sup>, adhiriendo a la tesis que considera aplicable a un contrato de opción parasocietario el artículo 13.5 de la LSC; aún cuando sabemos que la aplicación de dicha norma al contrato de opción no guarda racional jurídico y económico alguno. Por su parte, tal como hemos visto, ROVIRA comulga con similar pensamiento<sup>24</sup>.

Retomando el análisis efectuado por ZAMENFELD éste afirma: “...*va de suyo que el elemento esencial de esta operación (se refiere a la opción) es la existencia de un precio justo, real y de mercado (...)*”<sup>25</sup>. Esta afirmación alude expresamente a la nulidad del pacto por cuestionarse un elemento esencial del negocio jurídico. Ahora bien, para nosotros esta postura merece la siguiente crítica: el elemento esencial del contrato de opción es el precio y no un precio justo.

Nadie puede negar que todos los ciudadanos que habitamos el suelo patrio tenemos derecho a recibir un precio justo por la venta de nuestros bienes; el punto en cuestión es que si hemos pactado un precio y luego nos arrepentimos (por alto o por bajo) el sistema legal exige al arrepentido demostrar los vicios del pacto; o en su defecto, imprevisión. Es decir, no es elemento esencial del negocio de opción (*Call o Put*) la existencia de un precio justo, sino la existencia de un precio; cosa bien distinta.

Por último, el autor citado remata diciendo “*Se trata de un derecho esencial del accionista, afectarlo es violar su derecho de propiedad, constitucionalmente tutelado*”<sup>26</sup>.

Todos los habitantes de este suelo tenemos el derecho constitucional a recibir por nuestros bienes el precio justo, real y de mercado; este derecho no es esencial del accionista ni patrimonio exclusivo de aquel como sujeto participe de una mercantil. *Ergo*, no logramos ver qué circunstancias tan particulares hacen que el accionista tenga derecho a gozar de una especial protección jurídica bajo el falso argumento de que si el precio de la acción se aparta notablemente del valor real, el pacto debe ser anulado o el precio reajustado.

Bajo esta fórmula convertimos al artículo 13.5 LSC en una suerte de nulidad objetiva no prevista en nuestro derecho. La prueba de la notable desproporción entre precio pactado y el precio de mercado dará lugar a la sanción de nulidad. Vale decir, partimos para castigar el acto de un mero dato objetivo: la notable diferencia de precio.

Si creemos que el artículo 13.5 encierra un supuesto de nulidad del pacto de opción un ejemplo bastará para darnos cuenta de que a través de esta norma se busca dotar al accionista de una

<sup>22</sup> ZAMENFELD, *op. cit.*

<sup>23</sup> *Ídem.*

<sup>24</sup> Cfr. ROVIRA, *op. cit.*

<sup>25</sup> ZAMENFELD, *op. cit.*

<sup>26</sup> *Ídem.*

protección jurídica especialísima ajena al principio general de nulidad de los contratos del Código Civil.

Veamos otro ejemplo con nuestro amigo Ticio:

Ticio es accionista titular del 2% de una sociedad familiar y decide vender sus acciones a uno de los socios ejerciendo a tal efecto una opción (*Put*) que había firmado en un convenio de accionistas, y cuyo precio estaba pactado en la suma de \$10.000. Ticio sabía perfectamente que al momento de ejercer la opción sus acciones tenían un valor estimado de \$20.000 (según método de VPP), \$15.000 (según método EBITDA) y \$55.000 (según método DCF). Ticio se encuentra atravesando por un momento difícil y en aprietos económicos. Por esta razón decide también vender su casa en U\$100.000 sabiendo que el valor de mercado rondaba los U\$150.000, y su auto en U\$10.000 cuando el valor real era de U\$25.000.

Está claro que Ticio tomó estas decisiones forzado por las circunstancias y empujado por un evidente estado de necesidad. Obró de una manera impulsiva, irracional y sin medir las posibles consecuencias económicas de su decisión. Aquel estado de necesidad lo llevó a tomar decisiones con un elevado costo de transacción.

En todas las ventas se observa un apartamiento entre precio pactado y valor de mercado; ahora bien, si Ticio quisiera volver sobre sus pasos e impugnar las ventas observamos que en el caso del precio de las acciones la impugnación difiere, al resto de los bienes. En efecto, mientras en la venta de las dos propiedades (la casa y el automóvil) Ticio tendrá la carga de probar ante el juez la nulidad a causa del vicio de lesión debiendo conmovier al tribunal a partir de su estado de necesidad (*vid.*, art. 954 Código Civil); en la venta de las acciones Ticio sólo tendría que acreditar la diferencia entre precio de la opción y valor de mercado.

¿Cuál será el valor real de las acciones cuando sabemos que aquel puede oscilar entre \$15.000, \$20.000 o \$55.000 dependiendo del método de valuación?

¿Subyace en la fórmula del inciso 5 el vicio de lesión?, ¿subyace una acción de revisión por reajuste equitativo de precio? Vemos:

### XIII.

#### Artículo 13.5 LSC y el vicio de lesión.

El artículo 954 del Código Civil consagra en nuestro sistema legal la posibilidad de demandar la nulidad del acto jurídico cuando: (i) una de las partes se aprovecha de la ligereza, necesidad o inexperiencia de la otra, (ii) para obtener una ventaja patrimonial (a) desproporcionada y (b) sin justificación; consagrándose así un negocio ruinoso y lesivo para quien se encuentra en alguno de tales supuestos.

Para que se configure ese vicio del consentimiento -según (i) y (ii) anterior- el artículo 954 requiere la concurrencia de dos elementos, uno de carácter objetivo traducido en la notable diferencia de valores entre las prestaciones y, otro, de carácter subjetivo manifestado en la explotación de uno de los contratantes aprovechándose de su estado de necesidad, ligereza o inexperiencia.

Ahora bien, esta norma dispone que “*se presume, salvo prueba en contrario, que existe tal explotación en caso de notable desproporción de las prestaciones*”. Ergo, resulta innecesario probar el aprovechamiento (elemento subjetivo) cuando existe una grosera desproporción entre las prestaciones. O sea, si Ticio no puede probar su estado de necesidad (elemento subjetivo) y quiere anular la venta de la casa y del rodado, deberá probar que la diferencia entre precio y valor es manifiesta.

La doctrina autoral ha dicho que para que prospere el vicio de lesión, la *evidente desproporción* significa que debe ser *manifiesta, perceptible, que nadie puede dudar, chocante y considerable*.

Volviendo a nuestro amigo Ticio el concedente de la opción debió consultar las razones o el porqué del ejercicio de la opción al precio pactado de \$10.000 cuando el valor real de las acciones oscilaba entre \$15.000 y \$55.000 (demostración de buena fe contractual). Lo cierto es que en este caso el concedente no precisa hacer dicha indagación (ni probar buena fe alguna) pues el precio se encuentra pactado en el contrato de opción: este es, precisamente, el riesgo asumido por Ticio y que hace al fin económico del contrato de opción.

La nulidad por vicio de lesión del artículo 954 del Código Civil impone dos reglas:

*1º regla:* cuando la diferencia de precio no sea notable quien pretenda anular el acto deberá

acreditar los extremos objetivos (notable desproporción) y subjetivos (estado de inferioridad) antes señalados.

*2da regla:* cuando la diferencia de precio es notable quien pretenda anular el acto sólo deberá acreditar el elemento objetivo pues de este dato la ley presume el abuso. El demandado podrá desvirtuar la presunción probar la inexistencia de estado de inferioridad.

Repetimos: ¿subyace en la fórmula del inciso 5° el vicio de lesión?

La respuesta no es sencilla. Parece que el inciso 5° toma la segunda regla del artículo 954 del Código Civil. Es decir, frente al notable apartamiento entre precio y valor real (elemento objetivo) correspondería presumir abuso y decretar la nulidad.

Parece entonces que el inciso 5° del artículo 13 supone un abuso y la ruptura del sinalagma contractual cuando existe una notable diferencia entre precio pactado y valor de mercado, rescatando para sí, la segunda regla del artículo 954 del Código Civil. Ahora bien, corresponde hacer una salvedad: no permite romper la presunción y que la contraparte pruebe la inexistencia de lesión.

Si creemos que el artículo 13.5 LSC incorpora una nulidad por vicio de lesión, o sea, vicio en el consentimiento, quien pretenda anular el acto deberá acreditar haber obrado en estado de inferioridad; esto es, con ligereza, inexperiencia o necesidad.

Tengamos presente que reciente jurisprudencia del foro -a la cual seguidamente nos referiremos- ha negado el vicio de lesión subjetiva en el marco de una compraventa de acciones, siendo deber de conducta del accionista obrar con diligencia al incorporarse al contrato asociativo; diligencia que tiene íntima relación con el pacto de precio de compra de sus acciones (*vid.*, artículos 512 y 902 del Código Civil).

#### XIV.

#### **Nulidad del Call o Put por vicio de lesión. Jurisprudencia aplicable.**

La jurisprudencia ha dictado veredicto sobre algunos intentos que han buscado cuestionar la validez del pacto de compraventa de acciones;

siendo estos antecedentes de aplicación al contrato de opción sobre acciones. Veamos:

##### *a. Orlando c. YPF SA*

La CNCiv. y Com. Fed. rechazó el reclamo de un empleado de YPF SA por el mayor valor de sus acciones. El actor se había desvinculado laboralmente y percibió la suma de casi \$ 9.200 por sus acciones del Programa de Propiedad Participada ("PPP"). Poco tiempo después se dispuso la venta anticipada de las acciones clase C de YPF SA encuadrando como sujetos vendedores a los empleados que adhirieron al PPP y por esa operatoria los accionistas percibieron sumas que oscilaron en \$ 80.000.

Desde luego, el actor reclamó la diferencia y fundó su pretensión en el vicio de lesión subjetiva (artículo 954 CCiv.) y en vicios del consentimiento (artículos 923, 931 y 936, CCiv.).

El Tribunal consideró que no se veía en la causa elemento alguno que sirviera de base a un caso equiparable al de la lesión subjetiva o al de una voluntad viciada por el error, el dolo o la violencia.<sup>27</sup>

##### *b. Zurbano c. Kerner*

La CNCom., resolvió un conflicto entre socios que giraba, precisamente, sobre el valor de cuotas sociales transferidas.

En este caso, un socio minoritario que había cedido sus cuotas sociales a un determinado precio solicitó, en los términos del artículo 954 CCiv., su reajuste con sustento en que con posterioridad a la cesión, los socios mayoritarios enajenaron la totalidad de las cuotas a un precio muy superior al de aquella cesión. El planteo giró en torno de la figura de la lesión que consagra la normativa civil pero no se ha recurrido al artículo 13.5 LSC ni mucho menos al 1198 del CCiv. todo lo cual da cuenta de la limitación de alcances de aquellas normas teniendo en vista los presupuestos de hecho en los que se basan (notable apartamiento del valor real y excesiva onerosidad sobreviniente, respectivamente) hartamente difíciles de acreditar.

En el precedente Zurbano el juez de primer instancia rechazó la demanda, apelada la sentencia

<sup>27</sup> CNCiv. y Com. Fed., sala III, 27.10.2005, *Orlando, Carlos Alberto c. Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos e YPF SA*, ED, 217-222.

la Cámara la confirmó el decisorio en lo sustancial. Para así decidir consideró que “...es improcedente reajustar, en los términos del artículo 954 del Código Civil, el precio que los demandados le pagaron al socio minoritario por la transferencia de sus cuotas sociales, pues si bien éstos con posterioridad enajenaron la totalidad de las cuotas a un precio muy superior al que aquél consideraba como valor del patrimonio societario, no se configura la alegada notoria desproporción de las prestaciones, en tanto el valor de mercado que pudiera extraerse del precio efectivamente pagado por el total del capital social puede variar según el grado de control de la sociedad y de la percepción de los adquirentes sobre su capacidad de generar ganancias en el futuro.”<sup>28</sup>

Como se puede apreciar a pesar de la existencia de casos que en teoría podrían enmarcarse en la norma del artículo 13.5 LSC no se ha recurrido a ella lo cual da cuenta del limitado alcance de sus efectos a situaciones parasocietarias, como eran precisamente, las planteadas en estos supuestos.

## XV.

### **Acción autónoma de revisión de precio del Call o Put. Jurisprudencia aplicable.**

Suponiendo que Ticio tiene derecho a ejercer una opción (*Put*) por \$10.000 (que es el precio pactado en el contrato de opción) sabiendo que las acciones tienen un valor real que oscila entre \$15.000 y \$55.000, nos preguntamos: ¿podría Ticio exigir la revisión judicial del precio por notable apartamiento entre precio y valor real?, ¿podría alegar enriquecimiento sin causa del concedente?, ¿podría solicitar un reajuste equitativo del precio?

Suponiendo que Ticio tiene derecho a ejercer una opción (*Call*) por \$55.000 sabiendo que las acciones tienen un valor real que oscila entre \$10.000 y \$15.000, ¿podría el concedente de la opción demandar la revisión judicial del precio?, ¿podría alegar enriquecimiento sin causa del beneficiario?, ¿podría solicitar el reajuste equitativo del precio?

En caso afirmativo: ¿cuál sería el objeto de la revisión: el acuerdo de opción o el contrato de transferencia de acciones resultante del ejercicio de la opción de compra?

<sup>28</sup> CCom., sala D, 09/08/2007, *Roberto Alberto c. Kerner, Manfredo*, La Ley on line.

El artículo 1198 del CCiv. establece que “...en los contratos bilaterales conmutativos y en los unilaterales onerosos y conmutativos de ejecución diferida o continuada, si la prestación a cargo de una de las partes se tornara excesivamente onerosa, por acontecimientos extraordinarios e imprevisibles, la parte perjudicada podrá demandar la resolución del contrato. (...) La otra parte podrá impedir la resolución ofreciendo mejorar equitativamente los efectos del contrato”.

En razón de la literalidad de la norma, algunos años atrás, la doctrina y la jurisprudencia debatieron acerca de la posibilidad de acordarle a la parte contractual perjudicada por la excesiva onerosidad una acción autónoma tendiente a lograr el reajuste de las prestaciones. La tendencia mayoritaria se había pronunciado en el sentido de que el art. 1198 del CCiv no concede una acción directa de adecuación del contrato para el supuesto de excesiva onerosidad la cual sólo podría ser ofrecida por el demandado en el caso de que el actor iniciara la acción de resolución contractual<sup>29</sup>.

En tal sentido, es interesante preguntarse si sería viable alegar la revisión del contrato por entender que el valor notablemente irreal se debe a una excesiva onerosidad sobreviviente al momento de ejercerse la opción. A tal efecto, corresponde primero indagar cual sería el contrato a revisar: ¿el contrato de opción o el contrato de transferencia de acciones resultante del ejercicio de la opción?

No es razonable que la revisión se plantee con respecto al contrato de opción si quien lo hace es el titular de la opción sencillamente porque cualquier diferencia sustancial en el valor de las acciones se resuelve por el titular de la opción, no ejerciéndola y dejando expirar la opción de compra. Esa es, precisamente, la lógica económica y jurídica de la opción de compra. No hay margen alguno para esta posibilidad.

Distinto sería el caso de que el plateo lo formule quien concedió la opción estimando que el precio de ejercicio de la opción debería ser superior (en el caso de un *Call*) o menor (en el supuesto de un *Put*) que el oportunamente acordado, ya que aquel no tiene alternativa alguna más que aguardar la

<sup>29</sup> En contra *Vid. MOSSET ITURRASPE, Jorge, La excesiva onerosidad sobreviviente y la acción autónoma de revisión*, LL 2006-A, 647. Para este autor corresponde al poder judicial revisar el precio frente a la excesiva onerosidad. Nosotros compartimos la tesis mayoritaria que niega esta posibilidad.

elección del titular de la opción. Existe, al menos, margen teórico para esta posibilidad.

Por último, cabe pensar en la posibilidad del pedido de revisión pero ya no sobre el acuerdo de opción, sino sobre el contrato de transferencia de acciones resultantes del ejercicio de la opción por parte de su titular. En ese caso, es dable presumir que si el titular de la opción la ha ejercido y con ello perfeccionado el contrato de transferencia de acciones conforme el precio acordado en la opción, cualquier reclamo posterior implicaría una conducta contraria a sus propios actos lo cual carece de sustento jurídico como base de un reclamo, máxime teniendo en cuenta que contaba con el derecho de no ejercer la opción de compra si las acciones no resultaban de su conveniencia.

Distinta sería también la situación de quien ha concedido el derecho de opción y que está sujeto a la decisión del titular de la opción, en cuyo caso, parecería que su reclamo podría resultar razonable y ya no habría una contradicción con sus propios actos como en el caso del titular de la opción.

Ahora bien, independientemente de cual sea la posición asumida al respecto lo cierto es que ello pierde por completo relevancia. En efecto, para que resulte viable la revisión se debería estar en presencia efectiva y real de un supuesto de excesiva onerosidad sobreviniente debida a acontecimientos extraordinarios e imprevisibles. Vale decir, no se trata de cualquier onerosidad. Debe ser una excesiva onerosidad sobreviniente. De manera tal que resulte afectado el sinalagma contractual y la ecuación económica que las partes han tenido en miras al contratar.

Por lo tanto, quien reclame la revisión deberá acreditar que la excesiva onerosidad sobreviniente no tiene que ver con el desenvolvimiento económico de la empresa, con variaciones significativas de su rentabilidad, con determinados cambios en el mercado, ni con cualquier otra circunstancia o acontecimiento interno o externo a la empresa ordinarios y previsibles y que hubiere afectado el valor de las acciones. Ello, aún cuando se trate de una excesiva onerosidad sobreviniente no habilita a la revisión contractual, sencillamente porque no fue debido a hechos extraordinarios o imprevisibles para las partes.

En consecuencia, el margen de aplicabilidad de la teoría de la imprevisión contenida en el artículo 1198 C.Civ al tema que nos ocupa, si bien resulta teóricamente posible, se aprecia como sumamente remota y de difícil acreditación y sustentabilidad en la práctica<sup>30</sup>.

Asimismo, dicha onerosidad excesiva debe ser sobreviviente. Por ende no rige para el caso de que se trate de un supuesto en el que la presunta diferencia de valor exista desde el origen de la relación, hipótesis en el cual sólo sería procedente alegar un vicio que determine la nulidad del acto y a lo sumo, la lesión si una parte hubiera obtenido una ventaja patrimonial evidente, desproporcionada y sin justificación por haberse explotado la necesidad, ligereza o inexperiencia de la otra (art. 954 CCiv.).

Retomando el planteo de la acción autónoma de revisión cabe destacar que la misma ha sido recientemente rechazada por la justicia comercial, en un caso, precisamente, de transferencia de acciones. Veamos:

*a. Inversora Azucarera c. Swift del Plata SA y Deltec SA*

Se trata de un fallo dictado por la sala C de la Cámara Nacional Comercial en el cual la sociedad Inversora Azucarera SA (adquirente de buena parte del paquete accionario del que era titular Compañía Swift del Plata SA) promovió demanda de revisión del contrato respecto del saldo del precio por entender que determinados hechos relevantes; básicamente la desregulación de la producción y comercialización de la caña de azúcar, lo han vuelto excesivamente oneroso. Por esta razón la actora recurrió a la justicia solicitando una disminución razonable y equitativa del precio de compra de las acciones.

La sentencia de 1º Instancia rechazó la demanda con base en la improcedencia de la revisión intentada. La alzada confirmó aquella sentencia y rechazó la acción de revisión bajo los siguientes argumentos: (i) la imprevisión es un remedio de excepción y por ello su aplicación debe ser restrictiva; (ii) la norma aplicable otorga sólo el derecho a la resolución; (iii) sólo con la conformidad de la contraparte se hubiera podido llegar a la revisión y (iv) reajustar o revisar un

<sup>30</sup> Previsión que por supuesto se agrava y resulta mucho más estricta en su ponderación cuando se trata de sociedades comerciales, en razón de su carácter de comerciantes profesionales (art. 902 CC).

contrato es más grave, en muchos casos, que resolverlo<sup>31</sup>.

En dicho precedente no se discutió siquiera la eventual incidencia del art. 13.5 LSC. Como se puede apreciar con un criterio amplio de interpretación, aquella norma podría ser aplicable al caso de la excesiva onerosidad sobreviviente, pues en definitiva se cumpliría el supuesto de hecho previsto por en tal regla. Sin embargo, no ha sido objeto de discusión. Ello confirma nuestra tesis de que el inciso 5º sólo es aplicable a convenciones societarias.

Nosotros opinamos lo siguiente: si la justicia del foro ha rechazado la revisión del precio en un contrato de compraventa de acciones a causa de imprevisión y por excesiva onerosidad (*vid.*, art. 1198, 2º párrafo), corresponde negar la revisión judicial de precio por notable apartamiento; con más razón, respecto de los contratos de opción donde la incertidumbre sobre la relación precio / valor hace a la esencia económica del negocio jurídico.

## XVI.

### Artículo 13.5 LSC y nulidad parcial.

Todos sabemos que el inciso 5º del artículo 13 alude a una nulidad parcial del estatuto societario. Pretender anular el precio en un contrato de opción de acciones invocando esa norma no conduce a una nulidad parcial del contrato sino la nulidad total del negocio jurídico. Cuestionar el precio –como elemento esencial del acto- no es otra cosa que solicitar la nulidad en los términos y con los alcances de los artículos 954, 1050 y 1198 del Código Civil.

Esto prueba que la fórmula del inciso 5º tiene por efecto dejar de lado o tener por no escrita una cláusula estatutaria sin afectar la compraventa; cosa bien distinta a pretender cuestionar el precio equitativo de una opción. En este caso buscamos anular el acuerdo (por vicio de lesión) o reajustar las prestaciones por imprevisión; y para ello no se aplica el artículo 13.5 LSC, sino otros dispositivos ajenos a esta norma.

## XVII.

---

<sup>31</sup> CNCom., sala C, 01.09.2005, *Inversora Azucarera c. Swift del Plata SA y Deltec SA*, LL, 2006-A, 646.

## Artículo 13.5 LSC y la acción de impugnación de precio equitativo del decreto 677/01.

El decreto 677/01 autoriza a los inversores cuestionar el precio equitativo de una Oferta Pública de Adquisición. A tal efecto faculta a los accionistas externos demandar en sede judicial o arbitral la validez del precio cuando el accionista considere que el precio de la OPA no ha sido equitativo. El decreto busca restablecer el equilibrio en el sinalagma contractual sin aludir a *notable apartamiento* o concepto de similar envergadura; simplemente habilita al inversor cuestionar el precio de compra cuando considere que aquel no se ajusta a un valor más justo, equitativo o de mercado.

Si bien este es un caso concreto donde se le permite al accionista minoritario cuestionar en sede judicial o arbitral la revisión de un precio de compra, lo cierto es que nada de esto es aplicable -por analogía- al tema que estamos tratando por la simple razón de que la acción de impugnación de precio en el régimen de oferta pública busca proteger al *Outsider* como consumidor financiero.

## XVIII.

### Conclusiones.

Las razones expuestas nos permiten compartir las siguientes reflexiones:

1. La fórmula del artículo 13.5 LSC sólo es aplicable a estipulaciones estatutarias y no a contratos parasocietarios.

2. La fórmula del artículo 13.5 LSC no se aplica a pactos de opción ya sea societario o extrasocietario.

3. Existen fundamentos jurídicos y económicos para interpretar que el contrato de opción no puede ser anulado por notoria disparidad entre precio pactado y valor de mercado.

4. La incertidumbre es elemento esencial del contrato de opción. Quien acuerda este tipo contractual acepta asumir esa incertidumbre derivada de: (i) el ejercicio de la opción y (ii) de la variación de precio del activo subyacente pendiente la opción.

5. Quien opte por fijar el precio en una suma determinada asume ese riesgo. El Código Civil y el

Código de Comercio prevén dispositivos que permiten neutralizar el riesgo de pérdida.

6. Quien opte por pactar una fórmula de fijación de precio, también, asume ese riesgo.

7. Quien pretenda resolver el pacto de opción con fundamento en notoria disparidad entre precio pactado y valor de mercado le quedan dos caminos: (i) invocar la nulidad del pacto por vicio de lesión bajo las reglas del artículo 954 del Código Civil; ó (ii) cuestionar la equidad del precio solicitando la revisión judicial en los términos del artículo 1198 del Código.

8. Tanto el reajuste equitativo por imprevisión como el vicio de nulidad por lesión no han encontrado recepción jurisprudencial favorable, siendo aplicable, por analogía, al contrato de opción sobre acciones.

Con fundamento en estas reflexiones llegamos a la siguiente conclusión: el pretendido uso del art. 13.5 LSC a los contratos de opción de acciones es sólo un fantasma; y como tal, producto de la imaginación.