

El derecho de preferente compra como mecanismo de restricción a la
transferencia de acciones
(Análisis económico y jurídico)

Por:
Pablo Augusto Van Thienen
Director

Colaboradores

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

INDICE

I. INTRODUCCIÓN.	4
II. LEGITIMIDAD DE LA ACTIVIDAD ESTATAL.	5
III. CAUSA Y MOTIVACIÓN DEL ACTO ADMINISTRATIVO.	
1. <i>La motivación como expresión de la causa.</i>	6
IV. LA FALTA (O FALSA) CAUSA JURÍDICA DE LA RG-IGJ 11/06.	9
1. FUNDAMENTOS QUE BUSCAN JUSTIFICAR LAS FACULTADES DE LA IGJ PARA FISCALIZAR PATRIMONIALMENTE A LAS SUCURSALES DE SOCIEDADES EXTRANJERAS.	9
a. <i>Una exégesis literal equívoca e inconclusa.</i>	9
b. <i>La incompetencia de la IGJ.</i>	12
c. <i>Una interpretación que subvierte el orden normativo institucional.</i>	14
d. <i>Una interpretación asistemática y descontextualizada de la LSC</i>	14
e. <i>La incoherencia con las normas sobre entidades financieras y aseguradoras.</i>	15
2. FUNDAMENTOS QUE BUSCAN JUSTIFICAR LAS FACULTADES DE LA IGJ PARA DEMANDAR LA LIQUIDACIÓN DE SUCURSALES POR OPERAR CON PATRIMONIO NETO (NEGATIVO).	16
a. <i>La vía preventiva.</i>	16
3. FUNDAMENTOS QUE BUSCAN JUSTIFICAR LAS FACULTADES DE LA IGJ PARA EXIGIR EL MANTENIMIENTO DE UN PATRIMONIO NETO POSITIVO.	18
a. <i>La masa de recursos activos y la garantía directa.</i>	18
b. <i>El capital y la función de garantía.</i>	19
c. <i>Patrimonio neto negativo: entre la inactividad y las garantías</i>	22
d. <i>La permanencia del capital asignado de manera voluntaria.</i>	24
VI. LOS “QUE SI BIEN” Y “AUNQUE” DE LA IGJ.	36
VII. REFLEXIONES FINALES.	37

Sumario

Proponemos cuestionar la RG-IGJ 11/06 como acto administrativo.

Analizando la causa jurídica y la motivación de la Norma arribamos a la conclusión de que la RG 11/06 posee severos vicios en la causa, motivación y competencia dando lugar a la nulidad absoluta e insanable.

Nuestra crítica apunta a: (i) desbaratar la presunta función de garantía del capital asignado; (ii) cuestionar muchos conceptos teñidos de un peligroso dogmatismo exacerbado (la falsa causa jurídica); (iii) criticar la falta de competencia de la IGJ para ejercer control de legalidad con el alcance pretendido. Por último analizamos el nuevo régimen administrativo de “recomposición” patrimonial de sucursales por causa de pérdidas.

Si bien el régimen de encaje torna utópica toda discusión científica sobre la naturaleza jurídica del “capital asignado”, entendemos que la RG merece un urgente control judicial de legalidad.

En nuestra opinión la Inspección General de Justicia ha penetrado aspectos que hacen al derecho societario de fondo siendo necesario decretar la nulidad del acto por vicio de incompetencia, entre otros.

En los capítulos I a IV analizamos los considerandos como motivación de la Norma. En el capítulo V analizamos la figura de la “recomposición” patrimonial de sucursales haciendo un análisis comparado con el reintegro de capital. Concluimos que son institutos incompatibles no pudiendo confundirse el uno con el otro.

I. Generalidades y Objetivo.

El pacto de compra preferente sobresale como el mecanismo predilecto para limitar la transferencia de acciones.

Dicha preferencia cuenta con expreso apoyo en nuestra normativa societaria para la cesión de cuotas de Sociedades de Responsabilidad Limitada..

Para la enajenación de acciones, la preferencia cuenta con expreso reconocimiento sólo en la hipótesis de enajenación de acciones en cartera, como consecuencia de una operación de rescate o autocartera (art. 220.2 y 221 LSC). Los artículos 214 y 215 de la LSC omiten toda referencia expresa a este derecho.

El derecho de preferencia se ha transformado en un *Comodity Product* como mecanismo de cobertura y su dilatada difusión ha conspirado contra un necesario proceso de revisión crítica acerca de sus efectos económicos y jurídicos.

Es objetivo de este breve ensayo aventurar respuestas a los siguientes interrogantes: (i) ¿cuál es el objetivo de la preferencia?, (ii) ¿favorece al vendedor o, al titular de la preferencia?, (iii) ¿existen alternativas más eficientes?, (iv) ¿cómo instrumentar eventuales variables?, (v) ¿de qué manera podría incidir el racional económico de este derecho en su instrumentación contractual?, (vi) ¿son lícitas las cláusulas estatutarias que no contemplan el plazo para el ejercicio de la preferencia?, (vii) ¿es razonable omitir el '*precio justo*'?, (viii) ¿cómo se podría desinhibir la actuación de terceros de mala fe en el marco de un pacto de preferencia?

II. El enfoque económico.

Nuestra prioridad es introducir una reflexión sobre el racional económico del derecho de preferencia buscando un perfil de este complejo negocio jurídico que nos permita indagar en el sentido de la restricción a la transmisión.

Bajo este enfoque buscamos poner sobre la mesa algunos elementos de reflexión que nos

permitan apreciar la magnitud del negocio y los costes transaccionales que encierra.

Es doctrina pacífica de nuestro entorno que las cláusulas limitativas de la libre transferencia de acciones tienen por objetivo esencial mantener el control interno y la hegemonía en la conducción societaria restringiendo el ingreso de terceros no deseados.¹

El pacto de preferencia se caracteriza por gozar de una formidable complejidad y, querer reducirlo a un mero obstáculo para el ingreso de terceros no deseados, implica obviar toda su riqueza analítica. El análisis económico nos permitirá advertir que si bien el motivo aludido puede ser el objetivo con mayúsculas, podría no ser el efecto querido.

No podemos perder de vista que la opción de preferencia encierra determinados costes transaccionales - como toda decisión de contenido patrimonial -y, sería ingenuo creer que una cláusula sea neutra para las partes.

No sería extraño que bajo las justificaciones habituales referidas a la necesidad de mantener el control se estuviera generando un coste superior al beneficio del derecho de preferencia. Sólo cuando el segundo le gane al primero estaremos frente a una cláusula eficiente.

III. El enfoque jurídico.

Aquí nos referiremos a dos puntos de la preferencia y que son objeto de una interpretación jurídica restrictiva a saber: (i) la incidencia de la ausencia de plazo para ejercer la preferencia y, (ii) la ausencia de un precio justo para hacer valer la preferencia. Buscaremos argumentar que la interpretación prohibitiva de cláusulas que omitan el plazo o el precio es jurídicamente incorrecta y económicamente irracional.

Además nos avocaremos a otros dos tópicos que no han merecido la adecuada atención doctrinaria: (i) la posibilidad de que el derecho de preferencia se transforme, en caso de imprevisión convencional, en una opción de compra (*'Call Option'*) a favor del titular de la

¹ Con los mismos fundamentos Vid. HALPERIN, Isaac y OTAEGUI, Julio C., "*Sociedades Anónimas*", Buenos Aires, Depalma, 1998, 340.

preferencia, ante la revocatoria de la oferta por parte del vendedor y (ii) la vía para garantizar la buena fe de la oferta que dispara el ejercicio de la preferencia.

Con respecto al primer punto, no es extraño que las cláusulas que regulan el derecho de preferente compra presentan, con cierta frecuencia, un defecto importante: no prevén determinadas situaciones conflictivas, pues sólo parten de la hipótesis de que la oferta realizada por el tercero se ha de mantener por todo el plazo que dispone el titular del derecho sin contemplar las consecuencias ante la revocación de la oferta por el vendedor.

En lo referente al segundo punto a analizar, se aprecia que una de las inquietudes centrales a la hora de incluir en un estatuto el derecho de preferencia es la manera en que se procederá a garantizar, de modo efectivo, la existencia de una tercero oferente de buena fe. El interrogante es cómo lograr desmotivar que el vendedor orqueste una oferta simulada con la única finalidad de poner en movimiento el mecanismo de compra.

Este análisis jurídico se efectuará a la luz de las conclusiones previamente obtenidas en lo atinente al análisis económico, pero sin que ello signifique una subordinación, sino sólo un acto de apertura enriquecedora.

IV. Análisis Económico del derecho de preferencia²

a. Los factores económicos indispensables para el razonamiento jurídico

Desde la perspectiva del análisis económico, toda relación entre agentes que implique transferencia de dominio, como así mismo las negociaciones concernientes a cualquier restricción y

² Es importante aclarar que el análisis económico que se desarrollará se sustenta en la conducta seguida por un agente económico racional en aras de maximizar el valor en determinada transacción. Sin embargo, ello no significa que dicho comportamiento sea el único e ineludiblemente seguido por todo sujeto en cualquier circunstancia, ello así, por la muy sencilla razón de que en determinados supuestos es inevitable la influencia de factores que no califican dentro de los parámetros habituales de racionalidad económica.

limitación que condicionare aquella transferencia, involucra costes, valores y objetivos específicos de los agentes participantes.³

Tales costes, valores y objetivos son los factores económicos básicos que subyacen a todo intercambio negocial y que directa o indirectamente influyen el resultado de la negociación. La transferencia accionaria y sus habituales restricciones no quedan relegadas de esta regla económica elemental.

No sorprende que el análisis sobre dichos factores económicos permanezca en nuestro entorno a un nivel epidérmico cuando la estrategia negocial es desarrollada desde la exclusiva óptica jurídica. Es necesario optimizar el rol que desempeña el análisis económico en el proceso de negociación jurídica en punto a la decisión de incorporar la cláusula de preferencia, como asimismo, a los fines de precisar sus alcances y modalidades.

Usualmente la negociación jurídica sobre las limitaciones a la transferencia de acciones se reduce a consideraciones de mero tecnicismo legal con relación al funcionamiento y ejercicio de la preferencia, más no se desarrolla previamente una apreciación económica sobre la conveniencia de esta especial restricción, en cuanto a si favorece al vendedor o al titular del derecho, a ambos, al tercero potencial comprador o a ninguno de los actores en danza; y sobre todo, si en función de tal análisis existen otras variantes.

La identificación y advertencia de los costes, valores y objetivos comprometidos en el negocio es harto relevante para el razonamiento jurídico en torno al diseño y operatividad de la preferencia. A continuación nos referiremos a uno de estos factores, los objetivos implicados y, seguidamente, abordaremos los costes y valores en juego. Por último, cerraremos el análisis económico con una mención a las variantes del derecho de preferencia.

b. ¿Cuál es el objetivo de la preferencia?

³ ¿Costes, valores y objetivos? En términos generales, la noción de coste alude a todo aquello que el agente económico está dispuesto a sacrificar (sea gastando de más o ganando de menos) en aras de conseguir determinado objetivo (un bien tangible o intangible) que, una vez obtenido, representará un valor (material o inmaterial) en un plazo mediano o inmediato y que el agente espera que compensará y superará el sacrificio (coste) inicial.

i) La restricción del ingreso de terceros (Outsiders)

La doctrina extranjera que ha estudiado el esta opción de preferencia en el ámbito de las sociedades cerradas señala que la preferencia se emplea para mantener el control familiar y proteger a los socios de la ingerencia de terceros.

Los profesores EASTERBROOK y FISCHER sostienen que se aprecia la restricción como una manera de asegurar la retención del control en determinados miembros de la compañía⁴, en tanto que O'NEAL y THOMPSON afirman que cuando los accionistas disponen de poder de administración racionalmente quieren retener el poder de elegir sus futuros socios previniendo la entrada de terceros (Outsiders) de dudosa integridad.⁵

Tales enfoques constituyen sólo un costado de la preferencia el cual presenta otra lógica económica de importancia. El racional de la preferencia consistente en mantener el control debe completarse con el doble efecto 'desmotivador' y 'motivador' para el sujeto vendedor de las acciones y para el que ha reconocido la preferencia.

Aunque luzca paradójico, existe la posibilidad de que el derecho de preferencia en un contexto determinado 'desmotive' al vendedor a desprenderse de sus acciones y en otro contexto, lo 'motive' a vender. Veamos.

ii) El efecto 'desmotivador'

Un objetivo primordial del derecho de preferencia consistiría en 'desmotivar' la venta de las acciones por parte del socio que ha concedido el derecho toda vez que tuviera un interés particular por evitar o restringir la escalada de control accionario por parte del titular de la preferencia. En tal sentido, si puesto el vendedor

⁴ Cfr. EASTERBROOK, Frank & FISCHER, Daniel, "The economic structure of corporate law", Harvard University Press, 1991.

⁵ O'NEAL, Hodge & THOMPSON, Robert, "Close corporations", Thomson, 1996.

en trance de tener que escoger entre vender sus acciones, disparando la preferencia (con la posibilidad real de que el titular del mismo ejerza su derecho de compra) y el objetivo (empresario, estratégico, personal o cual fuere) de evitar que el titular de la preferencia alcance mayores umbrales de control o poder corporativo, es obvio que deberá justipreciar el mayor beneficio o el menor coste entre una y otra alternativa. Si el vendedor de las acciones valorara como primordial evitar el potencial incremento accionario del titular de la preferencia, ergo, el vendedor no le debería brindar al titular de la preferencia la chance de comprar sus acciones, con lo cual en definitiva, las acciones podrían no ser vendidas.⁶

De esta forma, la preferencia funcionaría como una herramienta para preservar el *status quo* y el equilibrio de poder interno de la compañía⁷; es decir, no se trata simplemente de restringir el ingreso de terceros no deseados, sino que podría inhibir la salida de un socio que ha garantizado el derecho de preferencia, siempre que en el contexto corporativo se encuentre presente el valor por conservar el *status quo* accionario y de control.

iii) El efecto 'motivador'

Otro objetivo del derecho de preferencia radicaría en 'motivar' la salida del vendedor. Así, conforme el contexto en el que se ubica se podría inferir una consecuencia diametralmente opuesta a la aludida en el subtítulo anterior. Es dable sostener que el derecho de preferencia también podría generar la motivación para concretar la venta de las acciones, toda vez que brinda al vendedor, mínimamente, dos compradores (el titular de la preferencia y el potencial

⁶ Por supuesto que aquí nos encontramos frente a una situación de ventas parciales de acciones puesto que, frente a una venta total poco importará al vendedor la consolidación del control por parte del titular del RFR.

⁷ Desde luego, para que el efecto 'desmotivador' de la venta funcione eficazmente será necesario que el beneficio del vendedor por preservar el *status quo* sea superior al beneficio que obtendría por la venta de las acciones, tal como sucede por ejemplo cuando se quiere evitar desplazar el control familiar de la empresa a manos del accionista titular ('Insider') ajenos a la familia o grupo de interés al que pertenece el vendedor.

tercero interesado).⁸

La razonabilidad del efecto '*motivador*' no es más que la cara opuesta del efecto '*desmotivador*' ya que para que el primero se concrete el segundo deberá estar anulado; dicho en otras palabras, para que el efecto '*motivador*' de la venta opere, el vendedor no debería apreciar como un valor el preservar el *status quo*, o al menos, éste último debería ser inferior a la ventaja ha obtener con la venta de las acciones, ya sea al *Insider* (titular de la preferencia) o al *Outsider* ajeno al grupo de interés de la compañía.

Como se aprecia el efecto '*desmotivador*' o '*motivador*' (según el enfoque) confiere una nueva (y muy poco explorada) perspectiva de análisis y el funcionamiento de ambas situaciones puede resultar de utilidad en determinadas negociaciones.

iv) *Garantía contra el fracaso de las negociaciones*

Otro argumento destacado acerca de los objetivos a los que se orientaría la preferencia implica concebirlo como una garantía contra el eventual fracaso de las negociaciones surgidas, para la adquisición de las acciones, entre el vendedor y el *Insider* en el supuesto caso de inexistencia de preferencia de compra a favor de éste último.

De este modo la cláusula de preferencia haría las veces de una garantía de compra para el titular del derecho de preferencia en la hipótesis de que por determinadas razones, la negociación con el vendedor se frustre. Este argumento es denominado en el ámbito del análisis económico: *Bargaining Breakdown* y adquiere una importancia fundamental cuando existe una elevada valoración subjetiva e intangible (*Idiosyncratic Value*) de las acciones en venta por parte del titular de la preferencia y el consecuente temor a que dichas acciones no pudieran ser adquiridas por el fracaso de la negociación entre el vendedor y el *Insider*, si éste último no contare con el

derecho de compra preferente.

c. *Costes y valores comprometidos*

La preferencia tiene un coste y coloca sobre el tapete ciertos valores en juego, empero, la duda es quien o quienes cargan con tales costos. Antes de introducirnos en el análisis de los costes y valores será necesario clarificar los sujetos involucrados.

En el supuesto tradicional del derecho de preferente compra se encuentran comprometidos tres sujetos, dos de ellos vinculados directamente y un tercero de modo indirecto. Los involucrados directos son el titular de las acciones y el titular del derecho de preferencia (*Insider*), en tanto que el sujeto restante será todo tercero eventual o potencial oferente y/o comprador (*Outsider*).

No es extraño que se afirme que la preferencia sería económicamente inocua para los sujetos implicados, pero ello es falso. Efectivamente, si consideramos que la preferencia podría actuar restringiendo el ingreso de terceros, o bien desmotivando la salida del potencial vendedor e incluso motivado la venta de sus acciones, por consiguiente, sí existen costes asociados (y junto a ellos determinados valores) para los sujetos involucrados, tanto directos como indirectos.

i) *La situación del potencial comprador Outsider*

El potencial comprador externo se enfrenta a una serie de costes elementales ya que debe recolectar información y evaluar las acciones para tomar su decisión, éste proceso genera los *Searching Costs* que forman parte de los costos de transacción que debe asumir el comprador y que se identifican como los costos de ingreso al negocio.⁹

⁹ En una puja entre el *Insider* (titular del RFR) y un *Outsider* (potencial comprador) el primero dispondrá de una ventaja en lo que refiere al acceso a la información relevante sobre la valuación de las acciones. La magnitud de dicha ventaja es indirectamente proporcional a la transparencia y objetividad para precisar el valor real de las acciones. Los socios de una sociedad cerrada (a diferencia de una sociedad abierta) disponen de más y mejor información para valuar sus acciones a diferencia de un tercero, quien si bien podría conseguir la información adecuada y lograr una valuación real, lo cierto es que ello supone un coste del cual el *Insider* puede, en razón de la ventaja habida, prescindir.

Los *Searching Costs* son indirectamente proporcionales a

⁸ Cfr. MILLS HOLMES, Eric, "*Corbin on Contracts*", v. 3, West, 1996.

Ante la presencia de una cláusula de preferencia aquellos costes se incrementan, o bien, el resultado conseguido con los mismos se torna menos relevante y decisivo al momento en que el *Outsider* deba pergeñar su estrategia de negociación. Ello así ya que en la mayoría de los casos en los cuales existe la cláusula, el potencial comprador externo deberá reconocer (y valorar) que muy presumiblemente el titular de la preferencia disponga de un valor subjetivo y personal (*Idiosyncratic Value*) harto embarazoso de apreciar, en el mejor de los casos, o de imposible estimación en el peor de los escenarios.

En concreto, desde un punto de vista estrictamente económico la incertidumbre que genera el *Idiosyncratic Value* reduce la expectativa de pago del comprador externo y paralelamente, lo desincentiva a participar de la competencia por las acciones.¹⁰ En efecto, en el proceso de decidir su eventual competencia con el titular de la preferencia un potencial comprador deberá sopesar aquellos costes contra las ganancias estimadas por la compra de las acciones en juego. Si el *Insider* conoce que el valor de las acciones es mayor del considerado por el *Outsider*, es razonable que el primero tienda a ejercer su preferencia y compre las acciones; en caso contrario, también razonable sería que el *Insider* rechace ejercer su derecho de preferencia.

En conclusión, no es difícil advertir que la cláusula de preferencia genera, desde la perspectiva económica, un efecto de inhibición de la compra de las acciones para el tercero comprador.

ii) La situación del vendedor de las acciones y del titular del derecho de preferencia

Cuando el vendedor concede el derecho de preferencia le otorga a su titular la ventaja de pagar un precio menor que si careciera de la preferencia y

debiera enfrentarse en un pie de igualdad con el resto de los potenciales compradores. Atento a esta situación de inferioridad en la que se coloca deliberadamente el vendedor de manera anticipada, es posible suponer que el titular de la preferencia compense dicha ventaja, *ergo*, sería en beneficio del vendedor garantizar a un potencial comprador el derecho de preferencia sólo si obtiene una compensación mayor a la ventaja que cede.

Ante la presencia de un alto *Idiosyncratic Value* es evidente que el mismo reduce sus costes transaccionales ya que si el vendedor ofreciera las acciones sin la presencia del derecho de preferencia el *Insider* debería pugnar con el tercero incrementándose el precio.¹¹

También es posible que la sola presencia de la cláusula alivie los costes de transacción al momento ya sea en el caso de que (i) la cláusula conceda al vendedor el derecho de aceptar la mejor oferta del tercero, o bien (ii) lo coloque en la obligación de respetar la oferta efectuada al titular de la preferencia. Con estas opciones desaparece el margen para la negociación y con ello los costes asociados a la misma.

Finalmente, con relación a la eficiencia global de este negocio se aprecian posiciones encontradas. Algunos autores sostienen que es económicamente ineficiente toda vez que permite que el titular de la preferencia gane la puja con un *Outsider* aún cuando su valuación de las acciones fuera menor que aquella que se podría alcanzar en caso de inexistencia de la cláusula¹²; en tanto que otros, afirman que genera eficiencia al incentivar a su titular tomar las medidas conducentes a incrementar el valor de las acciones que potencialmente podría adquirir si ejerciera la preferencia.¹³

Hasta aquí las consideraciones generales que en términos de objetivos, costes y valores (los factores económicos ya mencionados) inciden y toman

la objetividad y transparencia del valor de las acciones implicadas en la transferencia. Cfr. WALKER, David I., "Rethinking Rights of First Refusal", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 5, Nº 1, 1999.

¹⁰ Se sostiene que "... *When the first buyer has a right of first refusal, the second buyer's expected profit is strictly lower than in the standard auctions...*", Vid. CHOI, Albert, "A Rent Extraction Theory of Right of First Refusal", University of Virginia School of Law, Law and Economics Research Papers - Department of Economics, Working Paper No. 03-6, 2003.

¹¹ Cfr. KAHAN, Marcel, "An Economic Analysis of Rights of First Refusal", New York University - Center for Law and Business, Working Paper CLB-99-009, 1999.

De una manera similar se sostiene que: "... *a right-of-first-refusal increases the special buyer's expected profit for two reasons. First, the special buyer might purchase the asset even when her valuation for the object is not the highest among all potential buyers*". Vid. BIKHCHANDANI, Sushil, LIPPMAN, Steven A. y RYAN, Reade, "On the Right-of-First-Refusal", *Advances in Theoretical Economics*, v. 5, nº 1, 2005.

¹² Cfr. CHOI, Albert, *op. cit.*

¹³ Cfr. KAHAN, Marcel, *op. cit.*

participación en el desenvolvimiento operativo de este mecanismo en su estructura básica y elemental, tal como se describiera oportunamente al inicio de este trabajo.

A continuación abordamos un detalle sobre las diversas modalidades.

d.- Modalidades

i.- Las variantes básicas

El modelo principal descrito al inicio, es identificado como *Last Right of First Refusal* ("LRFR") ya que el titular del derecho interviene luego de que el *Outsider* haya formulado su oferta de compra. En este escenario el titular de la preferencia recibe la oferta concreta con todos los detalles (precio, cantidad de acciones y modalidades de la operación ofertada) para decidir el ejercicio de la opción de compra.

En este esquema se fortalece la posición comercial del titular de la preferencia al ser capaz de adquirir las acciones si iguala el precio del tercero, de hecho podría analizar el precio del tercero sin revelar su propio precio, lo cual es estratégicamente relevante ante la existencia de un *Idiosyncratic Value*, dado que el titular de la preferencia decidirá informado de la valoración estimada por el tercero.

Otra variante es el *Right of First Opportunity* ("RFOp") mediante la cual el titular del derecho debe, siempre, efectuar una oferta antes que el tercero potencial comprador. En este caso es el propio titular del derecho de preferencia quien debe actuar en primer lugar, especulando con el valor que estima prudente para ejercer su preferencia y por ello, obvio es que se morigera la superioridad que la preferencia implica para el titular, quien no decidirá sobre un número definido por un tercero, sino que será él mismo quien le facilite al tercero un valor de referencia estimativo.¹⁴

El LRFR y el RFOp suponen una actuación unidireccional por parte del titular de la preferencia dado que se dispone sólo de una chance para actuar y ejercer su derecho, ya sea *ex-ante* o *ex-post* a la

intervención del tercero.

Tanto uno como otro supuesto no son más que variantes del clásico RFR y por ello traducen con alguna u otra sutil diferencia, según el contexto comercial, los efectos económicos esenciales que se expusieran precedentemente.

En efecto, todo potencial comprador, ante la posibilidad de comprar acciones debe cubrir los costes atinentes de recolectar información y valorar las acciones (*Searching Costs*), en la hipótesis del LRFR con oferta del tercero, éste último asumirá la carga de tener que ponderar la eventual existencia de un *Idiosyncratic Value* para el titular de la preferencia, lo cual implica mayores costes e incertidumbre y consecuentemente hace decrecer la expectativa de éxito por parte del *Outsider* y a la postre, desmotiva las ofertas de terceros, amplificándose de esa manera el efecto inhibitorio de la salida del vendedor (por ausencia de buenas ofertas) y el efecto de restricción del ingreso de terceros ajenos a los intereses de la empresa (por incremento de los *Searching Costs*).

Por el contrario, en el mismo escenario anterior, el RFOp ejerce un efecto inverso al reducir los *Searching Costs* del tercero potencial comprador al fijar *ab initio* el *Idiosyncratic Value* del titular del RFR. Decididamente, esta modalidad facilita la actuación de los *Outsiders* ya que al momento de su intervención, ellos ya dispondrán del valor asignado por el *Insider* titular del RFR y con ese dato podrán decidir si adquirirán las acciones mejorando la oferta. Esta modalidad favorece a la actuación de los terceros oferentes y con ello coloca al vendedor en la posibilidad de obtener mejores ofertas, potenciándose así, la motivación para la salida del vendedor.

Por último, se puede concluir afirmando que si el titular del LRFR o RFOp en su calidad de *Insider* conociera que el valor de las acciones es mayor del valuado por el *Outsider*, es razonable que el primero tienda a ejercer su RFR y compre las acciones; en el caso inverso, también razonable sería que el *Insider* rechace ejercer su derecho de preferencia. En consecuencia, la forma en que se diagrama este juego entre uno y otro (*Insider* y *Outsider*) dependerá en gran medida de escoger la estructura del RFR como un LRFR o como un RFOp.¹⁵

¹⁴ Situación que puede ser determinante ante la presencia de alto *Idiosyncratic Value* en cabeza del titular del RFR.

¹⁵ Evaluar la conveniencia de aplicar el LRFR o el RFOp en un caso concreto supone, además de justipreciar objetivos, costes y valores, indagar en el contexto comercial.

ii.- Before and After Right of First Refusal

Una modalidad sumamente atractiva (y poco explorada) es el *Before and After Right of First Refusal* ("BARFR"). En esta variable, el vendedor de las acciones debe negociar en una primera instancia con el titular del derecho el precio y detalles de la operación, sólo si el titular de la preferencia de compra rechazara la última oferta que le formulara el vendedor, entonces este último es libre de alcanzar un acuerdo con terceros pero por un precio superior o igual al que fuera rechazado por el titular del RFR. Si el vendedor acordara con un tercero a un precio menor que el rechazado por el titular del RFR, éste estaría facultado a ejercer el RFR a ese precio.

Como se observa, a diferencia de los supuestos tradicionales de RFR analizados anteriormente de neto corte unidireccional, el BARFR es bidireccional o de doble instancia o chance, ya que son dos las oportunidades disponibles, eventualmente, para el titular de la preferencia para ejercer su derecho.

A priori, el BARFR parecería ser una gran oportunidad para el titular del derecho ya que luego de rechazar la oferta inicial aún se mantiene en competencia si el precio acordado por el vendedor con el tercero fuera menor; sin embargo, analizando puntualmente la figura es dable advertir que el factor tiempo juega a favor del vendedor, quien podría ejercer presión sobre el tercero eventual comprador con la finalidad de forzarlo a que ofrezca un precio mayor, ya que si la oferta del *Outsider* fuera menor que la ofrecida al titular del BARFR, este último podría igualar esa oferta y resultar comprador.¹⁶

Por lo expuesto entonces, la situación del vendedor que ha garantizado el BARFR no es de inferioridad tal como a primera vista luciría; en rigor de verdad, este esquema de preferencia fortalece la posición negocial del vendedor de las acciones. Ello así, por cuanto al colocarlo al vendedor en posición

¹⁶ Sostiene la doctrina económica al respecto "...This allows the asset owner to present any third party with an ultimatum offer: Buy at the high price, or not at all. By increasing the bargaining power of the asset owner in this way, the right works to the disadvantage of the right holder." Vid. ROTH, Alvin, "When Rights of First Refusal Are a Bad Deal", <http://hbswk.hbs.edu/item/5228.html>

de lanzar un ultimátum de compra a mayor precio al tercero potencial comprador, permite que la oferta al titular del derecho sea relativamente alta o (más alta); es decir, es razonable en este contexto que el margen de negociación del precio de las acciones entre el vendedor y el titular del derecho sea muy superior que en los supuestos de los RFR unidireccionales.

Hasta aquí, nuestro análisis económico con sus conclusiones más relevantes, a continuación nos detendremos en el análisis jurídico que procura complementarlo y encuadrarlo desde la perspectiva del Derecho.

V. Análisis Jurídico de la preferencia

a.- Posicionamiento de la doctrina nacional

El análisis jurídico tradicional que realiza la doctrina acerca del RFR (al referirse a la restricción a la transferencia de acciones) se caracteriza por ser sumamente conservador, exigiendo una serie de recaudos de validez para las cláusulas estatutarias que incorporan la opción. Se afirma que dichas cláusulas deben ser interpretadas restrictivamente¹⁷ invocándose al efecto la supremacía de la libertad de cesión de las acciones.¹⁸

¹⁷ Cfr. RICHARD, Efraín H., "*Derechos patrimoniales de los accionistas*", Buenos Aires, Lerner, 1970.

¹⁸ Según ZPIGUEL, las cláusulas de restricción no pueden anular la circulación de las acciones, desnaturalizando los caracteres propios de la sociedad anónima y de la acción, porque si bien la libre transmisibilidad de las acciones hace a la naturaleza de la acción, la transmisibilidad hace a su esencia. Cfr. ZPIGUEL, Zelman, "*Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones*", JA, 1965-I-39.

En igual sentido, vid. VERON, Alberto V., "*Sociedades comerciales*", Buenos Aires, Astrea, 1986, pág. 536. Este último autor sostiene: "...las cláusulas restrictivas deben preverse de manera expresa e interpretarlas restrictivamente, en función del carácter inalterable de la acción como título o bien susceptible de circulación; ergo, no es posible que conlleve la derogación, mutación o conversión de la ley de circulación del título... (...) la limitación no puede llegar jamás, ni directa ni indirectamente a derogar o prohibir la transmisión de modo absoluto; de lo contrario se caería en la violación de la esencia de la acción...", pág. 538.

No compartimos estas apreciaciones y si bien luego desarrollaremos en detalle los fundamentos, al menos, vale adelantar que tanto la naturaleza de la acción como la esencia de la transmisibilidad no son fines en sí mismos, sino meros instrumentos de orden societario y que hacen las veces de una regla general. Ahora bien, pretender que dicha regla no pueda tener excepciones en

La doctrina sostiene por ejemplo: (i) la invalidez de las cláusulas estatutarias que omitieran trazar un límite temporal específico para el ejercicio del derecho y, (ii) omitieran la estipulación del precio justo para el ejercicio de la preferencia. No estamos de acuerdo con dichas posturas.

b.- Orientación de nuestro análisis jurídico

Consideramos que la libre transmisibilidad de las acciones – como derecho de circulación que beneficia al titular – cede ante el interés social entendido como el interés común de los socios.

La autonomía de configuración contractual (piedra angular del derecho societario) nos coloca de cara a la necesidad de repensar el criterio de interpretación restrictivo con respecto al derecho de preferencia cuando fuera voluntad de las partes prescindir de dejar sin efecto o condicionar el régimen de circulación de sus acciones.

Los lineamientos del análisis económico que efectuaríamos será menester aplicarlos para advertir que aquellos supuestos de invalidez carecen de razonabilidad y son económicamente ineficientes. Apoyados en el racional económico de esta fórmula propondremos flexibilizar el criterio de interpretación restrictivo aludido.

c.- El plazo en la preferencia

Se señala que los eventuales adquirentes preferentes deberían limitar en el tiempo el ejercicio de su derecho y que sería inadmisibles un derecho de preferencia sin dicha limitación temporal¹⁹. No estamos de acuerdo. Si participamos de la opinión de SASOT y SASOT BETES quienes entienden que la ausencia de plazo no obsta a la validez de la

casos concretos cuando los socios así lo han decidido sobre la base del interés social que estiman superior, equivale a dogmatizar un principio transformándolo en un fin en sí mismo, ajeno por ello, a la realidad que debería ponderar. Igualmente estimamos que sí es posible *derogar* o *mutar la ley de circulación del título* cuando así lo hubieran escogido los socios en aras de tutelar el interés social y el negocio que subyace tras la figura societaria. La *esencia de la acción* no presenta ningún valor intrínseco, además, en esa esencia se plasma el interés patrimonial del titular de dicha acción quien se encuentra legitimado para renunciarlos (arts. 19 y 872 del Cód. Civil).

¹⁹ HALPERIN, Isaac y OTAEGUI, Julio C. *op. cit.*

preferencia sino que será el directorio quien deberá fijar un plazo razonable para el ejercicio del mismo y a tal efecto correspondería aplicar, por analogía, el plazo del art. 94 LSC²⁰.

Asimismo, cabría considerar razonable aplicar por analogía la norma del art. 153 LSC el cual les permite a los socios de una SRL disponer libremente los mecanismos para el ejercicio de la compra preferente pero, el plazo para notificar el ejercicio no deberá exceder de treinta días desde que se comunicó a la gerencia el nombre del interesado y el precio.²¹

Desde la perspectiva económica, es factible argumentar que el tiempo supone un coste, sobre el cual las partes, en el marco de una relación de buena fe, racionalmente no están dispuestas a incrementar innecesariamente, por ende, toda vez que no se especifique expresamente el plazo, la aceptación deberá ser efectuada en un plazo razonable (los 30 días del arts. 94 y 153 de la LSC).²²

La afirmación anterior podría ser controvertida sosteniendo el argumento tradicional de que la inexistencia de plazo para el ejercicio de la aceptación del la preferencia equivaldría a una intransmisibilidad de acciones y ello violaría el art. 214 de la LSC.

El art. 214 de la LSC sienta el principio de la transmisibilidad de las acciones pero dicho principio cede frente a uno superior, cual es, el interés social. Por consiguiente, si el interés social justificase anular por completo la transmisibilidad de las acciones y el 100 % de los accionistas estuvieran contestes, tal bloqueo sería válido²³. Al respecto cabe preguntarse: ¿cuál sería el

²⁰ Cfr. SASOT BETES, Miguel A. y SASOT BETES, Miguel P., “*Sociedades anónimas. Acciones, bonos, debentures y obligaciones negociables*”, Buenos Aires, Ábaco, 1985, págs. 214 y 215.

También por la validez de la cláusula sin limitación temporal se expide GARO para quien en ese supuesto, se podrá proceder a la fijación judicial por aplicación del art. 618 del Código Civil. Vid. GARO, Francisco, *Sociedades anónimas*, Buenos Aires, t. I, 1949.

²¹ Cfr. GAGLIARDO, Mariano, “*Restricciones a la libre transmisión de acciones*”, RDCCO, 1980, pág. 692.

²² El expuesto es un criterio elemental que ha sido sostenido por precedentes jurisprudenciales norteamericanos, tales como: *John D. Stump & Assocs. v. Cunningham Mem'l Park, Inc.*, 187 W. Va. 438; 419 S.E.2d 699 (1992); *Koch Indus., Inc. v. Sun Co., Inc.*, 918 F.2d 1203 (5th Cir. 1990); *Barkley-Cupit Enters., Inc. v. Equitable Life Assurance Soc'y of the U.S.*, 276 S.E.2d 650 (Ga. Ct. App. 1981).

²³ Vale aclarar que nos referimos a la hipótesis en la cual, todos los accionistas deciden, al constituir la sociedad o durante su marcha, bloquear por completo la transmisibilidad accionaria en tutela de un especial interés social y tal mención sólo es a los efectos de argumentar la renunciabilidad de la libre transmisibilidad accionaria y

problema jurídico con tal proceder? En rigor de verdad, ninguno, si todos los accionistas estuvieran de acuerdo ya que no resultan implicados más que derechos patrimoniales esencialmente renunciables (arts. 19 y 872 del Cód. Civil) que hubieran sido, precisamente, renunciados por los accionistas en aras de tutelar un interés superior (o que al menos los accionistas estiman como superior) tal como sería el interés social por preservar el *status quo*, desmotivando la salida de determinados accionistas e incluso reconociendo un *Idiosyncratic Value* en cabeza de alguno de ellos.

De igual manera, sostener una interpretación literal del artículo 214 LSC, cual exégesis decimonónica, es hoy, jurídicamente anacrónico. Nos explicamos: la prohibición de bloquear la libre transferencia de acciones y la preeminencia del principio de la libre transmisibilidad se entienden en el marco de una sociedad anónima aglutinadora de capitales 'anónimos' prevista por el legislador en la década del '70, caracterizada por un interés social basado, por mera presunción, en la imperiosa necesidad de la circulación del capital (recordemos las acciones al portador...) y ella, a su vez, recubierta de un halo de control estatal disfrazado bajo la semántica todopoderosa del orden público.

Ahora bien, hoy en día, a casi 35 años de aquel texto, conviviendo la sociedad anónima abierta y la cerrada, la sociedad anónima que aglutina capitales anónimos y aquella otra que ha permitido desarrollar la empresa familiar, pudiendo advertir sin temores dogmáticos que el interés social gira, muchas veces, en derredor del bloqueo permanente a la transmisibilidad de acciones y sobre todo habiendo tomado conciencia jurídica del rol de la autonomía de la voluntad, la pregunta cae de madura: ¿es jurídicamente razonable limitar la norma del art. 214 de la LSC a una mera hermenéutica literal olvidando la interpretación dinámica y contextual?

Desde luego que no. Por lo tanto, el argumento tradicional que pretende ver en la

sobre todo la superioridad del interés social, sin embargo, no nos referimos ni analizamos el supuesto controvertido en doctrina acerca de la posibilidad de incorporar cláusulas de restricción a la transferencia de acciones por vía de reforma, con las mayorías y sin contar con unanimidad, el cual por supuesto, es un problema paralelo pero diverso.

inexistencia de plazo un bloqueo encubierto a la libre transmisibilidad de las acciones sobre la base de la interpretación gramatical del art. 214 LSC, se desmorona cuando nos ubicamos en el contexto de aquellas sociedades con un nítido interés social por limitar la transmisibilidad accionaria, siendo éste precisamente, el ámbito donde prima el RFR.²⁴

d.- El precio en el RFR

En lo atinente a la necesaria fijación de un precio justo, se observa la paradoja más llamativa. Sucede que la doctrina exige como requisito de validez de las cláusulas estatutarias que introducen el RFR que se establezca un precio justo o en su defecto un mecanismo específico para determinarlo²⁵. Se sostiene que cualquiera sea el procedimiento para determinar el precio, debe asegurarse que éste sea justo para que la preferencia sea lícitamente ejercida²⁶, cuando en realidad, la operatividad del RFR es más eficiente en ausencia, ciertamente, de precio alguno o de cláusulas que aten a las partes hacia un determinado precio.²⁷

Con una mirada económica, la incongruencia se

²⁴ La libre transferibilidad accionaria es un principio general cuya finalidad no es otra que brindarle a los accionistas el derecho a disponer sin restricciones cuando el estatuto no estableciera una restricción específica. Cfr. ROITMAN, Horacio, "Ley de sociedades comerciales. Comentada y anotada", Buenos Aires, La Ley, t. III, 2006, pág. 667.

²⁵ Vid. NISSEN, Ricardo A., "Ley de sociedades comerciales", Buenos Aires, Abaco, t. II, 1983, pág. 527. Señala el autor citado al referirse al derecho de preferencia que "...la cuestión no se encuentra exenta de dificultades, y requiere del estatuto no sólo la determinación del procedimiento a seguir, sino también la fijación del precio, que es quizás el escollo de mayor virtualidad con que tropiezan estas cláusulas... (...) ...el precio debe ser justo, equilibrado..."

²⁶ Cfr. HALPERIN, Isaac y OTAEGUI, Julio C. *op. cit.* En igual sentido: VERON, Alberto V., *op. cit.*

²⁷ Generalmente se recurre para defender esta postura al principio contenido en el art. 13, inc. 5° de la LSC, que dice: "...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".

No creemos que una disposición semejante sea fundamento suficiente como para tildar de inválidas las cláusulas estatutarias que formulan el RFR omitiendo cualquier referencia al precio. En efecto, baste señalar que la norma exige el pago del valor real y, precisamente, el mecanismo del RFR sin referencia al precio apunta decididamente a garantizar ese valor real ya que toda vez que el mismo fuera ejercido de buena fe, se supone que los sujetos actuarán con un mínimo de racionalidad, esto es, que el vendedor no regalará las acciones, el titular de la preferencia no pagará por encima de su *Idiosyncratic Value* ni el *Outsider*, si pretende quedarse con las acciones, tampoco podrá pagar menos que el titular del RFR.

advierte al recordar que el eje sobre el cual gira el RFR, está constituido por los costes, valores y objetivos de los sujetos involucrados y todos ellos se plasman, como es obvio, en un precio. En efecto, la eficiencia económica del RFR tiene que ver con el precio y los costes en juego ya que a partir de ellos se estructura y edifica el sistema de incentivos y desincentivos (o motivaciones y desmotivaciones) que hacen al RFR en cualquiera de sus modalidades.

Por tanto, exigir que el RFR inexcusablemente deba contener un precio o un procedimiento para determinarlo implica tanto como relegar a un segundo plano la operatoria y los objetivos económicos que subyacen en todo RFR y que movilizan a los sujetos interesados por instrumentarlo. Dejando librado los detalles del precio al libre juego del RFR, se transparenta y depura el mecanismo logrando que las partes definan, *ex-ante*, los aspectos positivos y negativos de cada modalidad.

Caso contrario, la introducción de un precio específico o de un mecanismo para su determinación, si bien no anula por completo los objetivos económicos esenciales de todo RFR, cierto es que los acota y circunscribe. Dicho en otras palabras, la fijación del precio equivale a bloquear los efectos motivadores y desmotivadores, inhibitorios y desinhibitorios que el RFR produce en el vendedor, en el titular de la preferencia y en *Outsider*.²⁸

Con una mirada jurídica, sostenemos que la ausencia de precio justo (o de una cláusula para su estimación) no afecta a la validez del RFR. Sucede que ante las cláusulas susceptibles de dos sentidos uno de los cuales fuera por la validez y el otro por la invalidez, la interpretación que deberá primar será aquella que acoja la validez (art. 218 inc. 3 del Cód. de Com.). Asimismo, si en un contrato se omitiera la redacción de alguna cláusula necesaria para su ejecución no se presume la invalidez, sino que se entenderá que las partes se han sujetado a lo que es de uso y práctica (art. 219 del Cód. de Com.) y desde

luego, cualquiera de los supuestos tradicionales para su fijación (perito, balance, cotización, etc.) constituye uso y práctica.

e.- La libre transmisibilidad accionaria como principio relativo

Como hemos visto, el apoyo jurídico de las interpretaciones restrictivas que defienden la invalidez de las cláusulas estatutarias de RFR por ausencia de plazo o de precio justo, es el principio de la libre transmisibilidad accionaria, al que se le asigna un carácter absoluto en cualquier contexto societario sin imaginar ni abordar necesarias distinciones conforme se trata de sociedades abiertas o cerradas, verdaderamente anónimas o de neto corte personal. En tal sentido, se afirma que no sería aceptable una prohibición explícita o implícita de la libre transmisibilidad accionaria por ello afectaría la esencia de la sociedad anónima.²⁹

Por nuestra parte, creemos que no existe una identidad esencial única de la sociedad anónima que justifique asignarle un carácter absoluto a la libre transmisibilidad accionaria, al punto de ni siquiera poder ceder ante la decisión unánime de todos los socios. No todas las sociedades anónimas son verdaderamente '*anónimas*' y dicho principio debe adecuarse a otro principio superior como lo es el *interés social* ³⁰, el cual suele exigir limitar y restringir la libre transmisibilidad accionaria, en el ámbito de las sociedades en las cuales se emplea asiduamente el RFR (usualmente cerradas y con un fuerte sesgo personalista).

Con acierto destaca VERON que en la interpretación de las cláusulas restrictivas de las sociedades anónimas hay que tomar en cuenta el tipo de sociedad de que se trate ya que si fuera de familia habría que aplicar un criterio acorde con la finalidad que persigue y no una interpretación literal y restrictiva de dichas cláusulas, a riesgo de trastocar toda la estructura personal de dicha sociedad.³¹

En definitiva, estamos ante un principio relativo ya que hay que ponderar el ámbito en el cual el utilizado el RFR y no se advierten razones jurídicas de peso como para tildar de inválido al RFR sólo porque no reúne

²⁸ EL RFR "...gives a privilege to purchase on a condition precedent which is the formulated desire of the owner to sell, and frequently the holder of the right must purchase at a price established by negotiations with a third party...". Vid. *Chapman v. Mutual Life Ins. of Co.*, 800 P.2d 1147 (Wyo. 1990) y en el mismo sentido: *Hartnett v. Jones*, 629 P.2d 1357 (Wyo. 1981).

²⁹ Cfr. Cfr. ROITMAN, Horacio, *op. cit.*, pág. 668.

³⁰ Ha dicho con buen criterio la jurisprudencia que la recta interpretación de las restricciones para transferir debe fundarse en el interés social. Conf. CNCom., Sala C, 30/11/1989, "*Pérez, Manuel c. Transporte del Tejar S. A.*", LA LEY, 1990-C, 354.

³¹ Cfr. VERON, Alberto V., *op. cit.*, pág. 551.

determinados requisitos, en todo caso, dichos vacíos se cubrirán razonablemente, más no generarán su invalidez.³²

f- Interpretación integradora (del Código de Comercio)

Tildar de inválida o nula la instrumentación estatutaria del RFR que omita referirse al plazo o al precio es una exorbitancia jurídica, si partimos de considerar que nos encontramos en un ámbito, el derecho societario, donde prima (o al menos debería primar) la autonomía de configuración contractual.

Es necesario practicar una hermenéutica integradora de las pautas de la normativa comercial. Así pues, en toda tarea interpretativa se debe buscar la *intención común* de las partes (Art. 218, inc. 1 del Cód. de Com.) y la que corresponda al *contexto general* (art. 218 inc. 2 del Cód. de Com.).

Ahora bien, teniendo presente todo lo dicho en ocasión de la primer parte de este ensayo, referente a los múltiples (y muchas veces contradictorios) objetivos y argumentos en torno del RFR, aquello nos permitirá comprender con suficiente racionalidad que en determinados supuestos, un RFR sin plazo o sin precio, supone una *intención común* de las partes en el *contexto general* del negocio que se tiene en miras y en función del cual, se explican económicamente, tales omisiones. Por consiguiente: ¿con qué fundamento racional se puede defender la invalidez sin haber indagado en esa *intención* y *contexto* tal como exige, no sólo el análisis económico, si no el propio Código de Comercio?

g.- Transformación del RFR en opción de compra a favor del titular

³² Con buen tino destaca MONTELEONE LANFRANCO que "...las instituciones jurídicas son creaciones humanas y, por tanto, si bien es dable concebir que respondan a ciertos principios teóricos, es lícito que los hombres alteren o dejen de lado esos principios, cuando de esa forma se considere que se adaptan mejor a la realidad en que son utilizados. Esto, si bien es cierto para todas las ramas del derecho, lo es mucho más aún dentro del 'Derecho Económico', esencialmente mutable y de desarrollo vertiginoso." MONTELEONE LANFRANCO, Alejandro P., "Las restricciones estatutarias a la transmisión de acciones", Errepar, N° 91, 1995, pág. 25.

Uno de los aspectos a indagar que se mencionaran al principio de este ensayo es el referido a la posibilidad de que el RFR se transformase en una opción de compra a favor del titular de la preferencia en determinados escenarios.

Supongamos que un sujeto "A", futuro potencial vendedor de sus acciones le confiere a un sujeto "B" el RFR ante una oferta de terceros ("T"). Hasta aquí, la descripción de una cláusula típica. En general cuando se prevé dicho mecanismo se parte del presupuesto de que la oferta de "T" es de buena fe y que se mantendrá vigente por todo el plazo disponible para que "B" decida si ejerce su preferencia e igualmente, se presupone que "A" también mantendrá vigente la oferta hasta el vencimiento de aquel plazo.

Ahora bien, sobre la base de algunas patologías comunes en el ejercicio del RFR, cabe preguntarse lo siguiente: (i) ¿qué sucede si hipotéticamente la oferta de "T" fuera de mala fe, lanzada simplemente a efectos de disparar el mecanismo del RFR y trasladando la carga y los costes de la decisión a "B"?; (ii) ¿cuál sería la suerte del RFR si las ofertas lanzadas por "T" y/o por "A" al titular de la preferencia fueran revocadas por cualquier motivo (imputables o no) decidiendo "A" no vender; (iii) ¿acaso el RFR se transformaría en una opción de compra a favor de "B" por la cual podría exigir la venta a "A" considerando que su oferta era irrevocable?; (iv) ¿en caso de que "B" haya incurrido en gastos para decidir si ejerce o no la compra preferente puede exigirle dichos gastos a "A"?; (v) ¿cuál es la suerte de "B" si ha perdido la chance de concretar otros negocios al tener en miras la potencial compra de acciones que luego ha sido revocada?

Desde luego, todos estos interrogantes tendrían respuesta ante una específica previsión contractual a tal efecto; sin embargo, el objetivo de este subtítulo es examinar la situación planteada ante ausencia de previsiones específicas, para luego, considerar dicha transformación del RFR en opción como mecanismo de aseguramiento de la buena fe de "T" y de "A".

i) El derecho norteamericano

La jurisprudencia norteamericana ha tratado el interrogante de la eventual conversión del RFR en opción de compra a favor del titular de la preferencia y como no podía ser de otra manera, con opiniones encontradas.

En *LIN Broadcasting Corp.*³³ se consideró que el RFR no se convierte en una opción de compra ante la oferta realizada por el vendedor y por ello mismo, dicha oferta podría ser revocada antes de que fuera aceptada por el titular de la preferencia de compra.

Por el contrario, en *Park-Lake Car Wash, Inc.*³⁴ se sostuvo que el RFR se transforma en una opción a favor del titular cuando el vendedor recibe una oferta de buena fe por parte de un tercero potencial comprador y lo notifica al titular del RFR. Esta última se aprecia, como la postura más influyente y en concreto, se considera que la regla general consiste en la transformación del RFR en una opción de compra una vez que el vendedor hubiera notificado al titular del RFR su decisión de vender, pero desde luego, para que dicha opción luego se concrete el titular debe manifestar su intención de comprar.

Esta postura ha sido sustentada en *West Texas Transmission, L.P.* de la siguiente manera: "...When the preemptive rightholder receives notice that the property owner intends to sell his property to a third party, the rightholder's right of first refusal matures into an option, for which the third party offer dictates the terms... (...) Before the option can ripen into an enforceable contract of sale, the rightholder must manifest his acceptance."³⁵

³³ *LIN Broadcasting Corp. v. Metromedia, Inc.*, 542 N.E.2d 629 (N.Y. 1989). En este caso, *Metromedia* había preacordado con un tercero (*Southwest Bell*) la transferencia de sus negocios de telefonía celular pero a su vez, le había concedido previamente a *LIN Broadcasting* un RFR y por ello le notificó a esta última la oferta de compra de *Southwest Bell* pero antes de que *LIN Broadcasting* pudiera decidir al respecto, esta última recibió una nueva notificación de parte de la *Metromedia* comunicando su decisión de no vender, vale decir, *Metromedia* había revocado su oferta y ello generó el reclamo por parte de *LIN Broadcasting* quien alegó que la oferta era irrevocable mientras estuviera pendiente el plazo para ejercer la preferencia. La primera instancia que tomó intervención consideró que en caso de inexistencia de previsión contractual expresa, no había razón para prohibir que se decidiera, de buena fe, cambiar la decisión de vender antes de que la oferta fuera aceptada. La Corte de Apelaciones avaló dicho criterio.

³⁴ *Park-Lake Car Wash, Inc. v. Springer*, 352 N.W.2d 409 (Minn. 1984). En el mismo sentido, *Bidache, Inc. v. Martin*, 899 P.2d 872, 874 (Wyo. 1995); *Chapman v. Mutual Life Ins. of Co.*, 800 P.2d 1147 (Wyo. 1990); *Myers v. Lovetinsky*, 189 N.W.2d 571 (Iowa 1971).

³⁵ *West Texas Transmission, L.P. v. Enron Corp.*, 907 F.2d 1554 (5th Cir. 1990). Criterios similares en: *Smith v. Hevro Realty Corp.*, 199 Conn. 330, 507 A.2d 980 (1986); *Coastal Bay Golf Club, Inc. v. Holbein*, 231 So. 2d 854 (Fla. App. 1970) y

El argumento central, en general, alude a que el RFR es una opción condicionada. En efecto, todas estas opiniones jurisprudenciales, en mayor o en menor medida, parten de apreciar al RFR como una opción de compra en suspenso, ya que una vez que el vendedor cumple con la condición en cuestión (la notificación de la oferta de venta) la opción se tornaría efectiva.

ii) *La interpretación en el contexto del derecho nacional*

De cara a precisar la interpretación acerca del efecto del RFR en caso de revocatoria de la oferta de compra por parte del vendedor, es menester realizar algunas presiones sobre las connotaciones jurídicas de las relaciones que se tejen en el contexto del RFR.

En primera instancia es relevante resaltar que en la base de todo RFR subyace una vinculación jurídica tripartita y compleja. El carácter tripartito se debe a que involucra al menos a tres sujetos: al vendedor, al titular del RFR y al *Outsider* potencial comprador. La complejidad, por su parte, refiere al entrecruzamiento de dos relaciones bipartitas directas y una relación bipartita indirecta. Aquella relación jurídica compleja y tripartita se desglosa entonces en dos relaciones bipartitas directas que son las que se entablan, por una parte, entre el *Outsider* y el vendedor y por otra parte, entre el vendedor y el titular del RFR y en una relación bipartita indirecta que se entabla, por efecto transitivo, entre el *Outsider* y el titular del RFR.

Ahora bien, ¿cómo califican jurídicamente cada una de esas relaciones? En el caso de la relación directa bipartita entre el vendedor y el *Outsider* se trata de una oferta de venta o de compra (según que la misma surja del vendedor o del *Outsider*) condicionada y más precisamente, sujeta a la condición suspensiva del rechazo del titular del RFR de ejercer su preferencia de compra.³⁶

Weintz v. Bumgarner, 150 Mont. 306, 434 P.2d 712 (1967); *John D. Stump & Assocs. v. Cunningham Mem'l Park, Inc.*, 187 W. Va. 438; 419 S.E.2d 699 (1992).

³⁶ Aquí aparece en escena una calificación elemental: la buena fe. En efecto, dicha relación directa entre el vendedor y el *Outsider* tiene en la buena fe su presupuesto esencial; esto así, ya que esta relación se transformará a su vez, en la condición de la otra relación directa bipartita (aquella que vincula al vendedor con el titular del RFR) pero para tal efecto, la relación necesariamente debe encontrarse calificada por la buena fe, de lo contrario, no asumiría el rol de condicionante de la segunda relación directa. Luego veremos en detalle los efectos en tal caso.

En el caso de la relación directa bipartita entre el vendedor y el titular del RFR es una oferta de venta lisa y llana, sin perjuicio de que la aceptación deba efectuarse de determinada manera, por ejemplo, igualando la oferta del tercero o no introduciendo modificación alguna a la oferta. De modo que, nos encontramos entonces, frente a una oferta que es esencialmente revocable hasta tanto la misma no fuera aceptada. *Ergo*, salvo que se hubiera acordado específicamente lo contrario, el vendedor se encuentra legitimado para revocar de buena fe su oferta antes de que fuera aceptada y por ello el titular del RFR nada podría reclamar al vendedor³⁷. En este punto específico hacemos aplicación de las normas del Código Civil que regulan el derecho de retractar la oferta mientras no fuera aceptada (art. 1150 Cód. Civil), pero en el marco, siempre, de una doble presencia de buena fe (art. 1198 Cód. Civil): buena fe en la relación del vendedor con el *Outsider* y buena fe del vendedor al revocar la oferta ya que si una u otra no estuvieran presentes, entonces, los efectos serían diferentes, tal como lo veremos en los próximos subtítulos.

Hasta aquí los aspectos esenciales de las relaciones directas. En punto a la relación bipartita indirecta que vincula al *Outsider* (indirectamente a través de la oferta formulada al vendedor) con el titular del RFR, cabe señalar que la misma no es sí misma un vínculo específico, sino que se trata de la irradiación de los efectos de las dos relaciones directas antes explicadas. Ahora bien, lo relevante de este vínculo es que también debe estar signado por la buena fe a punto tal que el *Outsider* podría ver comprometida su responsabilidad por eventuales perjuicios ocasionados al titular del RFR en razón de su obrar de mala fe (art. 1109 Cód. Civil).

En consecuencia, la relación compleja tripartita que se teje en ocasión del RFR supone un encadenamiento de relaciones sujetas a la buena fe que involucran al *Outsider* (T), al vendedor (A) y al

titular del RFR (B) y de las cuales, una, hace las veces de condicionante de la existencia de la otra, a saber: (i) relación entre T y A es condicionante de (ii) relación entre A y B. Si la primera no existe, la segunda tampoco. No obstante, a continuación describiremos los alcances de dicha inexistencia de la relación entre A y B, que desde luego, no sería justo ni económicamente razonable que dejare a B en peor situación que en el supuesto de la presencia de buena fe, en punto a la eventual situación de revocación de la oferta por parte de A.

iii) La buena fe: condicionante de una oferta legítima

La relevancia de la buena fe, luego de lo expuesto, es evidente, ya que hace a la existencia de la relación compleja tripartita que caracteriza al RFR. La relación directa entre el *Outsider* y el vendedor debe estar amparada en la buena fe a tal punto que ello determinará la existencia de la relación bipartita entre el vendedor y el titular del RFR.³⁸

De manera tal que el nacimiento de la relación tripartita compleja supone la existencia de la buena fe en la relación primaria entre el vendedor y el tercero. En ese contexto, el vendedor podría, en caso de imprevisión contractual específica, revocar unilateralmente (también de buena fe) la oferta cursada al titular del RFR antes de que el mismo la acepte y en ese caso, aplicando los principios generales del Código Civil, nos encontraríamos frente a una oferta legítimamente revocada (art. 1150 Cód. Civil) y en modo alguno la preferencia del titular del RFR se transformaría en opción de compra.³⁹

Distinto sería el escenario en el supuesto de mala fe en la relación primaria entre el vendedor y el *Outsider*. En ese marco, dicha relación carece del efecto generador de la existencia de la segunda relación bipartita (la del vendedor con el titular del RFR). De modo que, ante la ausencia de buena fe, ningún deber se genera en cabeza del titular del RFR para ejercer su preferencia sobre las acciones y permanece intacto su derecho de compra preferente.

En esa circunstancia de mala fe, el titular del RFR podría asumir dos conductas, desde luego

³⁷ Un interrogante abierto es el referido al eventual reclamo por parte del titular del RFR de los costes incurridos para evaluar si ejerce o no el RFR, desde luego, en caso de la omisión de tal extremo en la previsión contractual respectiva. Igualmente, otra pregunta interesante alude a la pérdida de chance que podría sufrir el titular del RFR. Por razones de extensión no nos detendremos en este ensayo en sus respuestas.

³⁸ Al decir de la jurisprudencia norteamericana: "...the owner must have received a bona fide offer from a third party which he or she is willing to accept...". Vid. *Park-Lake Car Wash, Inc. v. Springer* 352 N.W.2d 409 (Minn. 1984).

³⁹ Vale aclarar que damos por sentado, la aplicación de las reglas de la compraventa a la transferencia de acciones.

ignorando la presencia de la mala fe y presuponiendo la buena fe entre el vendedor y el tercero: (i) ejercer su derecho de preferencia o bien, (ii) no ejercer su derecho y perder las acciones del vendedor.

Como decíamos anteriormente, la buena fe de la oferta del tercero es condicionante no sólo de la validez sino de la existencia misma de la vinculación jurídica entre el vendedor y el titular del RFR, por ende, ante la ausencia de aquella buena fe, cabe sostener que si la compra se efectuó, el titular del RFR estará revestido del derecho a revender (art. 1367 del Cód. Civil) o a conservar las acciones, ejerciendo además las acciones de daños y perjuicios contra el vendedor y el *Outsider* (1109 Cód. Civil) o exigiendo al vendedor por garantía de evicción. Tanto la acción de daños como la acción por evicción se orientarán a compensar el daño sufrido por el titular del RFR que fue colocado falsamente en situación de compra.

Contrariamente, suponiendo que el titular fuera colocado de mala fe en situación de compra en un momento en que no pudo comprar y por ello no ejerció su derecho de compra preferente, adquiriendo el tercero de mala fe las acciones, el titular del RFR podría: (i) limitarse a exigir los daños y perjuicios a los involucrados; (ii) mantener vigente su preferencia de compra frente al *Outsider* y hacerla valer cuando el mismo pretenda vender, ya que se consideraría que el RFR sólo nace ante una oferta de buena fe y por lo tanto, su inexistencia no genera la caducidad del RFR si el titular, influenciado por la mala fe, no lo ha ejercido; dicho en buen romance, el RFR permanecería vigente contra el *Outsider*; (iii) ejercer su preferencia de manera retroactiva a la fecha de la adquisición de mala fe por parte del tercero, lo cual equivaldría a transformar el RFR en opción de compra.

iv) ¿Cómo garantizar la buena fe de la negociación entre el vendedor y el tercero oferente?

Una alternativa eficiente de cara a minimizar la eventual colusión del vendedor con un *Outsider* de mala fe que redundare en la revocatoria de la oferta realizada al titular del RFR, podría ser la expresa incorporación de la transformación de la preferencia en una doble opción, de compra y de venta a favor

del titular del RFR.

En determinados contextos resultaría prudente incluir la expresa irrevocabilidad de la oferta formulada por el vendedor, de modo tal que ello generase como efecto la transformación de la preferencia de compra en una opción de compra a favor del titular del RFR una vez que recibiera la oferta del vendedor y así éste último ya no podría revocar su oferta y ello lo colocaría en la situación de incrementar los cuidados sobre la oferta formulada y a la postre sobre la actuación del *Outsider*.

Por otra parte, también sería eficaz a tal efecto, una cláusula inversa, una opción de venta. En este supuesto, se podría estipular la revocabilidad de la oferta pero ante dicho supuesto, la preferencia de compra del titular del RFR se transformaría en una opción de venta por la cual podría exigirse al vendedor oferente que ha revocado su oferta, la compra, al mismo precio y en las mismas condiciones, de las acciones del titular del RFR. Vale decir, en una hipótesis de revocación de oferta, se podría transformar a voluntad del titular del RFR su derecho de compra preferente en una cláusula de salida por la cual, podría exigirse al vendedor la compra de sus acciones al mismo precio.

Hasta aquí en general la situación del *Outsider* y su consiguiente buena o mala fe ha sido analizada, en general, sobre la base de las cláusulas usuales del RFR, aquellas que hemos denominado unidireccionales ya que garantizaban una única intervención del titular del RFR, ya sean luego de la oferta formulada por el tercero (LRFR) o antes (RFOp), situaciones en las cuales, la exposición del titular del RFR a una eventual mala fe del tercero es un tanto más difícil de evitar o controlar. Ya hemos visto los efectos económicos de estas figuras y la mejor posición relativa del titular del RFR⁴⁰ frente al vendedor que ha concedido el derecho, en cierto modo se equilibra (en punto a las fortalezas y debilidades de cada una de ellas) con la mayor facilidad de exposición del titular del RFR a la mala fe del *Outsider*.

Ahora bien, existe otra alternativa de RFR que denominamos bidireccional (BARFR) ya que le confiere al titular del RFR una posible doble chance de adquirir las acciones. Como hemos señalado oportunamente, si bien a primera vista, parecería que ello fortalece al titular del RFR, en rigor de verdad fortalece al vendedor quien podría lanzar un ultimátum de venta al *Outsider* para

⁴⁰ En cuanto a poder adquirir las acciones a un precio menor en comparación con el supuesto de competir con *Outsiders* sin preferencia alguna.

que incremente el precio si desea adquirir las acciones. En contraste con el mejor posicionamiento negocial del vendedor en el caso del BARFR se incrementa el reaseguro del titular del RFR frente a una eventual mala fe del *Outsider*.

En el caso del BARFR es algo más remoto que el tercero sea de mala fe porque ello sería más costoso, dado que primero deberá negociar la venta con el titular del RFR y sólo si la operación no se concreta, el vendedor podrá negociar con el tercero quien, a su vez, sólo podrá comprar si iguala o supera el precio ofrecido por el titular del RFR y ello, en definitiva, podría inhibir la actuación de *Outsiders* de mala fe. De manera que así como el BARFR tiende a incrementar el precio de las acciones en venta y a fortalecer la posición negocial del vendedor, también tiende a tornar más nítida y transparente la situación del *Outsider*, simplemente por contar el titular del RFR con una hipotética doble chance de actuación y con la posibilidad de colocarlo al *Outsider* ante el deber de aumentar su oferta si desea adquirir las acciones en juego.

VI. Conclusiones

- El objetivo básico general del RFR es restringir el ingreso de *Outsiders* ajenos al interés central de la empresa. Paralelamente, y según el contexto, el RFR podría actuar motivando o desmotivando la venta de acciones. Un objetivo fundamental del RFR consiste en garantizar a su titular contra el eventual fracaso de su negociación al momento de pretender adquirir las acciones del *Insider* vendedor.

- En torno del RFR interactúan los tres factores económicos esenciales, a saber: costes, valores y objetivos. En efecto, el RFR no es económicamente inocuo para las partes, según sea la forma en que se lo instrumente se orientará a favor de determinados objetivos y con ello aumentará o reducirá ciertos costes implicados. Todos estos objetivos puntuales y efectos del RFR no deben pasar desapercibidos en el proceso de su negociación para que el mismo se instrumente eficazmente.

- El RFR implica también un coste para

el tercero potencial comprador quien deberá reconocer y valorar un elemento económico fundamental en los contextos corporativos del RFR y que es el *Idiosyncratic Value*.

- Quien reconoce el RFR se coloca en inferioridad negocial al tener que aceptar un precio que podría ser mayor en ausencia de RFR. El titular del RFR fortalece su posición frente al vendedor y al tercero al disponer de la chance de adquirir a menor precio. El RFR, en términos globales, reduce los costes de transacción.

- Además de la modalidades tradicionales conocidas como *Last Right of First Refusal* (LRFR) y *Right of First Opportunity* (RFOp), en los cuales la actuación del titular de la preferencia se concreta en una única oportunidad, ya sea luego o antes del *Outsider* (LRFR y RFOp, respectivamente), se destaca también una figura que permite una doble eventual intervención del titular del derecho, el *Before and After Right of First Refusal* (BARFR). Cada una de estas modalidades maximiza o minimiza determinados valores en juego de las partes, directa e indirectamente comprometidas en todo RFR.

- El principio de la libre transmisibilidad de las acciones no es absoluto, máxime, en el marco de las sociedades en las cuales prima el RFR cuyo interés social se patentiza usualmente por procurar limitar (cuando no bloquear) la transmisibilidad accionaria. Las cláusulas estatutarias que omiten cualquier referencia al plazo o al precio para ejercer el RFR son perfectamente válidas. Jurídicamente existen suficientes argumentos recurriendo al régimen mercantil, junto a una necesaria interpretación dinámica del principio de la libre transmisibilidad accionaria. Económicamente, la omisión del plazo y sobre todo del precio, hacen a la transparencia del mecanismo del RFR, permitiendo que el mismo despliegue todos sus efectos económicos motivadores y desmotivadores según los casos. La inclusión de un precio justo (o de un mecanismo para su determinación objetiva) comprime y encierra al RFR, limitando la posibilidad de su aplicación eficaz y del desarrollo de los efectos propios de cada modalidad.

- Siendo la garantía de la buena fe del *Outsider* un elemento imprescindible para el eficaz funcionamiento del RFR, cabe pergeñar mecanismos para garantizar tal extremo. En tal sentido, la modalidad del BARFR se presenta como favorable. Asimismo, la expresa previsión estatutaria de la transformación del RFR en una doble opción de compra y de venta a favor

del titular puede desmotivar, decididamente, a evitar ofertas por parte del vendedor en connivencia con el *Outsider*.