

LOS DERECHOS DE RETIRO DE LOS INVERSIONISTAS EN UNA COLOCACIÓN PRIVADA

*Santiago González Luna Marseille*¹

Sumario: I. Introducción; II. Meta de toda Colocación Privada: el incremento del valor de las acciones; III. Cláusulas de retiro o de salida; IV. Los derechos de retiro o separación bajo la ley de sociedades mercantiles; V. Limitación de los derechos de salida: a). La obligación de buena fe en el ejercicio de los derechos, b). Limitación convencional de los derechos de retiro, c). Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN

Una Colocación Privada de Acciones es básicamente una invitación hecha a personas concretas para participar en el capital social de una empresa (la Sociedad Emisora) que requiere de capital y, más importante aún, del apoyo de inversionistas altamente calificados con experiencia en empresas del ramo al que pertenece la Sociedad Emisora. Aunque no es obligatorio que así sea, las personas concretas a quienes se invita, siempre son fondos de

¹ Licenciado en Derecho por el Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Occidente. Diplomado en Contratos por la Universidad Iberoamericana. Maestro en Derecho por la London School of Economics, Londres, Reino Unido. Socio de la firma Barrera, González Luna y González Schmal, S. C., en Guadalajara, Jalisco.

inversión (los Fondos). La Sociedad Emisora rara vez sabe cuáles Fondos podrían estar interesados en invertir en su capital social, por lo que contrata los servicios de un asesor financiero, quien tiene los contactos y conocimientos necesarios para que la colocación sea exitosa.

Como condición esencial para su participación, los Fondos exigen el derecho de retirarse de la Sociedad Emisora bajo ciertas hipótesis. Los accionistas originales de la emisora ², con frecuencia manifiestan inquietud acerca del riesgo de que el derecho de retiro produzca una descapitalización de su sociedad o que se utilice como instrumento de presión para apoderarse de ella o hacer que ésta actúe en contra de los intereses de los accionistas originales y en beneficio de los Fondos. Este artículo analiza el referido derecho de retiro y los límites legales que pesan sobre el mismo, así como los límites convencionales que se pueden imponer para proteger a los accionistas originales de la Sociedad Emisora.

II. META DE TODA COLOCACIÓN PRIVADA: EL INCREMENTO DEL VALOR DE LAS ACCIONES

Ante todo, no debe perderse de vista que la intención de todas las partes involucradas en una colocación privada es la maximización del valor de las acciones materia de la colocación. Un Fondo, al igual que cualquier persona que adquiere acciones, invierte en una sociedad para lucrar (i) con la diferencia de valor de la acción entre el momento de su adquisición y de su venta posterior y (ii) a través de los dividendos que pague la sociedad.

En principio, el valor óptimo de una acción se alcanza cuando existe un mercado para la misma, de suerte que su valor se determina, no

² Por accionistas originales entendemos no los fundadores, sino los tenedores de las acciones antes de que un Fondo participe en la Sociedad Emisora. Casi siempre son personas con fuertes vínculos personales entre sí (*e.g.* amigos o familiares).

por la apreciación de un probable comprador, sino de todo un universo de compradores ³. Por ello, entre las metas de estas operaciones está la colocación de las acciones de la Sociedad Emisora en la bolsa. Toda conducta que mine el valor de las acciones es contraria a los fines de los accionistas y del Fondo y, por lo tanto, si suponemos que las partes involucradas actúan razonablemente, no debería realizarse ⁴.

III. CLÁUSULAS DE RETIRO O DE SALIDA

Aunque la intención de las partes es alcanzar la meta antes aludida, las cosas no siempre resultan como se planearon. Existen situaciones en las que la inversión en una sociedad puede dejar de ser atractiva para el Fondo: falsedad en la información que sirvió de sustento a la decisión de invertir en la sociedad, negativa de la administración de la sociedad a tomar medidas indispensables para el logro de los fines de la misma, disputa irreconciliable entre los accionistas, cambio en las circunstancias del entorno socioeconómico en que opera la sociedad. Ante tales circunstancias, el Fondo, como cualquier inversionista razonable, deseará tener la posibilidad de abandonar la sociedad y recuperar, en la medida de lo posible, su inversión y el costo financiero de la misma. Esto se logra a través del derecho de retiro o de salida, que se establece a través de pactos contractuales.

El derecho de retiro es celosamente cuidado por los Fondos, porque es su último recurso en caso de que las cosas no resulten como se planeó. El Fondo está invirtiendo una fuerte suma de dinero y, comprensiblemente, desea proteger esa inversión. Por ello, parece impen-

³ Esto se debe a que el precio de venta se acerca más al valor real de la acción gracias a que la Sociedad Emisora tiene la obligación de publicar información periódicamente, por lo que las decisiones de compra y venta que fijan el precio son decisiones informadas, así como porque el proceso de venta es mucho menos costoso en una bolsa que fuera de ella.

⁴ La coincidencia de metas entre los accionistas de la sociedad y el Fondo no significa que no tengan intereses encontrados. El Fondo desea colocar su dinero con el menor riesgo y el mayor retorno posible, mientras que los accionistas desean recibir del Fondo los recursos a cambio del menor costo y el mayor control posible. Este conflicto de intereses subyace en las negociaciones entre los accionistas y el Fondo, negociaciones que, sin embargo, siempre deben tener como trasfondo el interés común de maximizar el valor de las acciones.

sable una colocación sin pactos de esta naturaleza. Sin embargo, esto no significa que tales derechos no puedan ser negociados y adaptados para atender las inquietudes de las partes contratantes.

Los derechos de retiro varían según el momento en que se encuentre la colocación. Podemos distinguir tres momentos: (i) del inicio de las negociaciones a la fecha en que el Fondo inyecta dinero a la Sociedad Emisora; (ii) del momento en que el dinero del Fondo entra a la Sociedad Emisora hasta la colocación de sus acciones en la bolsa; y (iii) a partir de que las acciones han sido colocadas en la bolsa.

En la primera etapa es común que el Fondo pida la inclusión de una cláusula MAC (*material adverse change*)⁵, por virtud de la cual puede liberarse de su obligación de entregar los recursos económicos comprometidos si acaece un cambio drástico y negativo en las circunstancias socioeconómicas que afectan o pudieran afectar el desempeño de la sociedad y las proyecciones acerca de la misma, tales como un magnicidio, un golpe militar, etcétera. La justificación del pacto estriba en que el Fondo asumió la obligación de aportar recursos, basado en un análisis de riesgos de una realidad concreta, por lo que el cambio de dicha realidad debe permitir al Fondo revisar su decisión.

En la segunda etapa, es decir, entre el desembolso de los recursos por el Fondo y la cotización en la bolsa de las acciones de la Sociedad Emisora, las cláusulas de retiro o de salida tienen la función de permitir al Fondo desvincularse de la sociedad o, dicho coloquialmente, «desinvertir» o terminar con una situación de «atasco» de la administración de la sociedad por desacuerdo entre los socios mayoritarios y el Fondo⁶. La salida se hace normalmente mediante la enajenación de sus acciones a los demás accionistas o la compra de las acciones de éstos por el Fondo. Los

⁵ En español: cambio adverso de importancia.

⁶ Para nombrar este fenómeno que yo llamo de «atasco», se usan también las palabras *impasse* y *deadlock*.

puntos más importantes en las cláusulas que regulan este tipo de derechos son: (i) el detonador del derecho de salida, (ii) el precio de salida, y (iii) el plazo para pagar el precio de salida. Cada uno de dichos puntos debe negociarse cuidadosamente para evitar situaciones de abuso por parte del Fondo o de los accionistas originales. Del análisis de documentos típicos de estas operaciones, se desprende que el detonador del derecho de salida puede ser muy amplio o restringido, subjetivo u objetivo. En uno de los contratos analizados, por ejemplo, bastaba un «desacuerdo de negocios»⁷ para autorizar al Fondo a requerir de los accionistas mayoritarios la compra de las acciones de las que el Fondo era titular; si los accionistas mayoritarios no acataban ese requerimiento, entonces el Fondo podría adquirir todas las acciones de los accionistas mayoritarios⁸. Sin embargo, en otros casos el Fondo no tiene ese derecho o por lo menos no lo tiene así de amplio⁹. Algunos Fondos pueden exigir la inclusión de una cláusula MAC que tenga efectos después de que ha entregado los recursos a la sociedad, de tal suerte que si sucede un evento que en opinión del Fondo pueda frustrar las metas del mismo, aun sin culpa de la Sociedad Emisora y sus accionistas, el Fondo tiene derecho de retirarse de

⁷ El cual estaba amplísimamente definido. Tan amplia era la definición que en ella se incluía un «etcétera».

⁸ Este tipo de pactos, conocidos como «camas», se celebran frecuentemente, pero se ejecutan sólo en casos extremos, ya que son muy gravosos para ambas partes. No obstante lo anterior, es posible, aunque remoto, que una «cama» se utilice para apoderarse de una sociedad, aprovechando la falta de liquidez de la contraparte. Sin embargo, el derecho bajo una «cama» debe ejercitarse de buena fe y no como instrumento oculto para un apoderamiento de la sociedad por un competidor. Esto último podría, bajo ciertas circunstancias, caer bajo la fracción VII del artículo 9º de la Ley Federal de Competencia Económica, que considera como práctica monopólica relativa todo acto que indebidamente dañe o impida el proceso de competencia y libre concurrencia en la producción, procesamiento, distribución y comercialización de bienes o servicios, o bajo el artículo 16 de dicha ley, que proscribe las concentraciones cuyo objeto o efecto sea disminuir, dañar o impedir la competencia y la libre concurrencia respecto de bienes o servicios iguales, similares o sustancialmente relacionados. Desde el punto de vista convencional, el plazo y el precio de adquisición son fundamentales para evitar el mal uso de este tipo de cláusulas. Sugiero al lector leer la muy interesante discusión sobre las «camas» que se encuentra en Corcuera Cabezut, Santiago. «Las Protecciones a las Minorías en Asambleas de Accionistas y Sesiones del consejo de las Sociedades Anónimas», en la *Revista de Derecho Privado del Instituto de Investigaciones Jurídicas*, UNAM, México, 1992, Año 3, Número 7, páginas 34 a 37.

⁹ Existe un caso en el que la única salida pactada era la venta de las acciones en la bolsa.

la sociedad. Dicha pretensión reduce considerablemente el riesgo del Fondo, y equivale al otorgamiento de un seguro por parte de los accionistas en contra de riesgos políticos y económicos, por lo que de aceptarse una pretensión de esta guisa, debería verse reflejada de manera importante en el precio de las acciones pagado por el Fondo. El precio de compra también varía mucho de un contrato a otro: desde un precio razonable, hasta un precio que garantiza la devolución de lo invertido más el retorno esperado por el Fondo.

En la tercera etapa, es decir cuando las acciones de la sociedad cotizan en la bolsa, el derecho de retiro no es contractual, sino que se desprende de la posibilidad que tiene el Fondo de vender en cualquier momento las acciones de las que es titular.

IV. LOS DERECHOS DE RETIRO O SEPARACIÓN BAJO LA LEY DE SOCIEDADES MERCANTILES

Además de los pactos de retiro o de salida discutidos en el apartado anterior, la Ley General de Sociedades Mercantiles (LGSM) otorga a los socios de sociedades mercantiles el derecho de separarse de éstas bajo ciertas circunstancias. Dos son las clases de separación que regula la LGSM: la separación por disidencia en materia grave y la separación en ejercicio del derecho de retiro que la ley otorga a los titulares de acciones representativas de la porción variable del capital social de una sociedad.

A. El Derecho de Separación por Disidencia en Materia Grave

Con independencia del derecho de retiro inherente a las acciones representativas de la porción variable del capital social de una sociedad, el cual se analiza en el siguiente apartado, la LCSM otorga a los accionistas el derecho de separarse de la sociedad cuando los socios de ella acuerden por mayoría y en contra del voto del accionista en cuestión, asuntos en materia grave. El de-

recho de separación se establece en los artículos 206 y 228 bis de la LGSM:

«Artículo 206.- Cuando la Asamblea General de Accionistas adopte resoluciones sobre los asuntos comprendidos en las fracciones IV, V y VI del artículo 182¹⁰, y cualquier accionista que haya votado en contra tendrá derecho a separarse de la sociedad y obtener el reembolso de sus acciones, en proporción al activo social, según el último balance aprobado siempre que lo solicite dentro de los quince días siguientes a la clausura de la asamblea.

»Artículo 228 BIS.- [...] La escisión se registrará por lo siguiente:

»VIII.- Los accionistas o socios que voten en contra de la resolución de escisión gozarán del derecho a separarse de la sociedad, aplicándose en lo conducente lo previsto en el artículo 206 de esta ley;

»Cuando un socio ejercita el derecho de retiro bajo los artículos 206 y 228bis, tiene aplicación el artículo 14 de la LGSM:

»Artículo 14.- El socio que se separe o fuere excluido de una sociedad, quedará responsable para con los terceros, de todas las operaciones pendientes en el momento de la separación o exclusión».

El pacto en contrario no producirá efecto en perjuicio de terceros.

B. El Derecho de Retiro del Capital Variable

Lo más probable es que los Fondos inviertan en la porción variable del capital social de la Sociedad. En tal caso, independientemente de las cláusulas de salida que se pacten en los documentos de la colocación, el Fondo tendrá el derecho de retiro que le concede la LGSM en sus artículos 213 y 220:

«Artículo 213.- En las sociedades de capital variable el capital social será susceptible de aumento por aportaciones posteriores de los socios o por la admisión de nuevos socios, y de disminución de dicho capital por retiro parcial o total de las aportaciones, sin más formalidades que las establecidas por este capítulo.

¹⁰ «Artículo 182.- Son asambleas extraordinarias las que se realicen para tratar cualquiera de los siguientes asuntos: IV. Cambio de objeto de la sociedad; V. Cambio de nacionalidad de la sociedad; VI. Transformación de la sociedad».

»Artículo 220.- El retiro parcial o total de aportaciones de un socio deberá notificarse a la sociedad de manera fehaciente y no surtirá efectos sino hasta el fin del ejercicio anual en curso, si la notificación se hace antes del último trimestre de dicho ejercicio, y hasta el fin del ejercicio siguiente, si se hiciere después».

El derecho de retiro tiene limitaciones legales. En primer lugar, el plazo, que se menciona en el citado artículo 220 de la LGSM; en segundo lugar, dicho derecho no podrá ejercitarse si trae como consecuencia la reducción del capital por abajo del mínimo establecido en los estatutos sociales ¹¹, que no puede ser menor a \$ 50 000 en las sociedades anónimas ¹², pero sí mayor ¹³.

La LGSM no establece cuál debe ser el precio al que deben reembolsarse las acciones al accionista que ejercita su derecho de retiro bajo el artículo 213 de la propia ley ¹⁴. Sin embargo, la doctrina parece inclinarse a que debe ser el valor estipulado en los libros ¹⁵.

La doctrina ¹⁶ considera que en este caso de retiro también es aplicable el artículo 14 de la LGSM, que se citó anteriormente.

¹¹ El artículo 221 de la LGSM establece que no podrá ejercitarse el derecho de separación cuando tenga como consecuencia reducir a menos del mínimo el capital social. El mínimo se pacta en los estatutos sociales, sin que pueda ser menor de \$50 000.00 para las sociedades anónimas.

¹² Artículo 89, fracción II, de la LGSM.

¹³ Véase Barrera Graf, Jorge, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Porrúa, México, 23 edición, p. 309, *a contrario sensu* y 641, por aplicación analógica del artículo 217 de la LGSM.

¹⁴ El artículo 206 de la LGSM se refiere sólo a retiro por disidencia grave. En ese caso, el valor de las acciones es el que resulte del último balance aprobado. Este valor muy probablemente sea desproporcionado, será muy alto si la sociedad tuvo un mal desempeño desde que se aprobó el balance; o muy bajo si tuvo un excelente desempeño desde entonces. Creemos que el artículo 206 de la LGSM debe aplicarse por analogía, pero la doctrina no es unánime al respecto (véase la siguiente nota al pie).

¹⁵ En ese sentido véase, Barrera Graf, *op. cit.*, p. 641; Rodríguez Rodríguez, Joaquín, *Tratado de Sociedades Mercantiles*, Porrúa, México, 1947, tomo II, pp. 512 y 513; y Frisch Philipp, Walter, *Sociedad Anónima Mexicana*, Harla, México, 3ª. ed., p. 561. En contra, Mantilla Molina, Roberto L., *Derecho Mercantil*, Porrúa, México, 17ª. ed., p. 426, en especial la nota pie número 3.

¹⁶ Véase Barrera Graf, *op. cit.*, p. 649; Mantilla Molina, *op. cit.*, p. 427; Frisch Philipp, p. 561; y Rodríguez Rodríguez, *op. cit.*, tomo II, p. 514.

Conviene añadir que lo más común es que los Fondos inviertan en el capital variable de la sociedad, pero sería posible que lo hicieran en la porción fija ¹⁷, en cuyo caso el riesgo analizado en este apartado se anularía, y quedaría solamente la posibilidad de retiro por disidencia grave analizada en el apartado A anterior.

V. LIMITACIÓN DE LOS DERECHOS DE SALIDA

No es infundada la inquietud de los accionistas originales de la Sociedad Emisora acerca de la posibilidad de que los derechos de salida antes analizados, es decir los contractuales y los que contempla la LGSM, pueden ser utilizados por los Fondos para dañar o presionar a los demás accionistas, o incluso, aunque sea mucho más remoto, como instrumento para apoderarse de la sociedad.

Sin embargo, los accionistas tienen medios para evitar eso. En primer lugar, la correcta selección del Fondo, es decir, los Fondos que no asuman el riesgo de la inversión o que exijan cláusulas abusivas, pueden ser desechados. En segundo lugar, la propia ley limita el ejercicio de esos derechos, a través del principio de buena fe, que rige tanto en derecho mexicano como estadounidense y, finalmente, pueden incluirse en los documentos de la colocación de cláusulas que acomoden a los legítimos intereses de los inversionistas y de los accionistas actuales. A continuación se analizan las limitaciones legales que pesan sobre los derechos de salida de los inversionistas, y los pactos que pueden incluirse para limitar tales derechos.

A. La Obligación de Buena Fe en el Ejercicio de los Derechos

En derecho mexicano tiene vigencia el principio de buena fe, según lo ordenan diversas normas jurídicas y según ha sido confirmado

¹⁷ En pláticas con los departamentos jurídicos de sociedades especializadas en este tipo de transacciones, se me hizo saber que la variabilidad del capital no es un requisito *sine qua non* para que los Fondos decidan invertir en una sociedad.

en múltiples ejecutorias dictadas por los tribunales federales¹⁸. Según este principio, toda persona está obligada a actuar de buena fe en sus relaciones jurídicas. Obligación de actuar de buena fe significa la responsabilidad de conducirse honrada y concienzudamente en la formación y ejecución del negocio jurídico sin atenerse necesariamente a la letra del mismo¹⁹. Buena fe no implica sólo no hacer algo dañino en perjuicio de otro, sino también la obligación de actuar:

Los contratos se perfeccionan por el mero consentimiento, excepto aquellos que deben revestir una forma establecida por la ley. Desde que se perfeccionan obligan a los contratantes, no sólo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a las consecuencias que, según su naturaleza, son conforme a la buena fe, al uso o a la ley²⁰.

¹⁸ Pueden citarse como ejemplo las siguientes tesis: (1) arrendamiento. El arrendatario que posee y disfruta del bien arrendado, carece de acción para demandar la nulidad del contrato basada en la falta de legitimación del arrendador, dictada por segundo tribunal colegiado del octavo circuito. Precedente: Amparo directo 30/95. Cervecería Modelo de La Laguna, S. A. de C. V. 23 de marzo de 1995. Unanimidad de votos. Ponente: Sergio Novales Castro. Secretario: José Elías Gallegos Benítez, localizable en el Semanario Judicial de la Federación y su Gaceta, Novena Época, Tesis VIII.2º.5 C, Tomo: I, Abril de 1995, p. 125, en donde el tribunal sostiene que el principio de buena fe es inspirador de nuestro derecho; (2) arrendamiento. Buena Fe de los contratantes (Legislación del estado de Jalisco), dictada por segundo tribunal colegiado en materia civil del tercer circuito. Amparo directo 118/90. Botas Michel, S.A. 27 de febrero de 1991. Unanimidad de votos. Ponente: Gilda Rincón Orta. Secretaria: Ana María Serrano Oseguera. Tribunales Colegiados de Circuito, Semanario Judicial de la Federación, Octava Época, Tomo VII-Abril, p. 145 en donde se establece que «la buena fe es la base inspiradora de nuestro derecho, debe serlo también del comportamiento de las partes en todas sus relaciones jurídicas y en todos los actos del proceso en que intervengan»; (3) Contratos, condición resolutoria en los de buena fe, Semanario Judicial de la Federación, Octava Época, Tomo: VI Segunda Parte-2, p. 495, que establece que «Tratándose de una condición de carácter negativo consistente en que el vínculo obligatorio quedará resuelto en caso de que no se realice un acontecimiento en la fecha determinada por las partes, cuando el contratante que pretende beneficiarse por el cumplimiento de la condición ha ejecutado actos encaminados a que el acontecimiento no se verifique y por tanto a que la condición se cumpla, debe estimarse violado el principio de la buena fe y tenerse por no realizada la condición, a la inversa de como sucedería tratándose de una condición positiva, en cuyo caso se tiene por cumplida cuando el obligado ha impedido voluntariamente su realización. La cual fue dictada por el segundo tribunal colegiado del cuarto circuito en el Amparo directo 56/90. Juan Alberto Martínez López. 22 de marzo de 1990. Unanimidad de votos. Ponente: Leandro Fernández Castillo. Secretario: Abraham S. Marcos Valdés.

¹⁹ Pérez Duarte, Alicia y García Moreno, Víctor Carlos. «Buena Fe» en *Diccionario Jurídico Mexicano del Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM*, Porrúa, México, segunda edición, p. 362, t. I.

²⁰ Artículo 1796 del Código Civil para el Distrito Federal en Materia Común y para toda la República en Materia Federal. En idéntico sentido se expresa el artículo 1266 del Código Civil de Jalisco.

El principio de buena fe inspira todo nuestro derecho, no sólo las normas de derecho privado ²¹, y obliga tanto a los particulares como a las autoridades, incluso aunque no haya ley que lo ordene expresamente ²².

El principio de buena fe en las relaciones entre los socios también es respetado bajo derecho americano ²³, que será muy probablemente el que rijan las relaciones contractuales entre los accionistas originales de la Sociedad Emisora y el Fondo. Este principio se ha establecido como defensa de las minorías en contra de los abusos de las mayorías, pero también ha habido casos en los que los tribunales han reconocido este principio para defender a las mayorías respecto de un socio minoritario con derecho de veto ²⁴.

²¹ Así, por ejemplo, el artículo 18 de la Ley Federal de Trabajadores al Servicio del Estado establece que el nombramiento aceptado obliga a cumplir con los deberes inherentes al mismo y a las consecuencias que sean conforme a la ley, al uso y a la buena fe; el artículo 13 de la Ley Federal de Procedimiento Administrativo ordena que la actuación administrativa en el procedimiento se desarrollará con arreglo a los principios de economía, celeridad, eficacia, legalidad, publicidad y buena fe, y el artículo 31 de la Ley Federal del Trabajo establece que los contratos y las relaciones de trabajo obligan a lo expresamente pactado y a las consecuencias que sean conforme a las normas de trabajo, la buena fe y la equidad.

²² Remates. Automóviles importados. Conforme al principio constitucional contenido en la fracción IV del artículo 31, todos los actos y cobros fiscales, que se efectúan por el procedimiento económico-coactivo y que pueden privar al particular de sus bienes, deben estar presididos por la equidad, lo que implica necesariamente que deben estar presididos también por la buena fe. Por otra parte, es principio legal, aunque referido en el artículo 147 del Código Fiscal Federal de los inmuebles, que los bienes rematados pasarán al postor, libres de todo gravamen. Si las autoridades han de actuar de buena fe, es evidente que también los bienes muebles deben pasar libres de gravamen, al comprador [...]. Primer tribunal colegiado en materia administrativa del primer circuito. Amparo directo 1197/80. Antonio Orendain Vallín. 1º de abril de 1981. Unanimidad de votos. Ponente: Guillermo Guzmán Orozco. Tribunales Colegiados de Circuito, Semanario Judicial de la Federación, Séptima Época, Tomo 145-150 Sexta Parte, p. 234.

²³ En *Donahue V. Rodd Electrotypes Co.*, 367 Mass. 578, 586-597, 328 N.E.2d 505(1975) los tribunales sostuvieron que «stockholders in the close corporation owe one another substantially the same fiduciary duty in the operation of the enterprise that partners owe to one another» y estableció como estándar de conducta entre los socios «the utmost good faith and loyalty», e incluso sostuvo que los accionistas «may not act out of avarice, expediency or self interest in derogation of their duty of loyalty to the other stockholders and to the corporation». Principios similares fueron sostenidos en *Wilkes V. Springside Nursing Home, Inc.* 370 mass. 842, 848-852, 353 N.E.2d 657(1976).

²⁴ Véase *Smith v. Atlantic Properties, Inc.* resuelto por la Court of Appeals of Massachusetts, 12 Mass. App. Ct. 201, 422 N.E.2d 798, en donde la Corte estableció que en una sociedad en donde se otorgaba el derecho de veto al socio minoritario (se requería el voto de 80% de los socios y la sociedad tenía tres socios con partes iguales cada uno) se revertían los papeles, y el socio minoritario pasaba a ser un socio controlador: «The 80% provision may have substantially the effect of

B. Limitación Convencional de los Derechos de Retiro

Tanto el derecho de retiro otorgado por la LGSM a los titulares de acciones representativas del capital variable, como los derechos de salida contenidos en las cláusulas *buy and sell* son limitables por voluntad de las partes. En cambio, el derecho de retirarse de la sociedad por disidencia en materia grave no puede limitarse sino sólo ampliarse ²⁵.

Las limitaciones en materia de retiro de la porción variable del capital social son válidas, pero no al grado de eliminar el derecho ²⁶. La doctrina no abunda en cuanto a cuáles son esas restricciones, pero consideramos que pueden pactarse en cuanto a: (i) la causa de retiro (retiro por cualquier causa o sólo por ciertas causas); (ii) el tiempo a partir del cual puede ejercitarse el derecho de retiro (*e. g.* tres años a partir de que se haya hecho la aportación); (iii) el valor de la cuota de retiro (*e. g.* un valor castigado, para desalentar el retiro); y (iv) el plazo y forma del pago de la cuota de retiro (*e. g.* a los dos años de ejercerse el derecho, en especie o en efectivo).

reversing the usual roles of the majority and the minority shareholders. The minority, under that provision, becomes and *ad hoc* controlling interest». En dicho caso, la Corte condenó al socio minoritario a pagar los daños causados a la sociedad por el ejercicio indebido de su derecho de veto, por violar su deber de observar *the utmost good faith and loyalty* frente a los socios mayoritarios.

²⁵ Barrera Graf, *op. cit.*, pp. 358 y 359; Mantilla Molina, *op. cit.*, p. 435; Rodríguez y Rodríguez, *op. cit.*, p. 546.

²⁶ Barrera Graf, *op. cit.*, p. 641: «Por otra parte, este libre derecho de retiro de los socios puede limitarse en la escritura social; pero no puede negarse del todo, porque ello contrariaría la índole y la naturaleza del sistema mismo de CV, que concede a los accionistas dicho derecho con extensión más o menos amplia, para lograr una gran y fácil movilidad del capital social». En contra, sosteniendo que el derecho de retiro puede eliminarse del todo, Frisch Philipp, *op. cit.*, p. 569: «El derecho de retiro podrá ser excluido en los estatutos de una sociedad con capital variable, de modo que para ella se queda solamente como elemento específico la simplificación de aumento de capital social (capital autorizado)...».

A diferencia del derecho de retiro en las sociedades de capital variable, que puede limitarse mas no eliminarse, el derecho contractual de salida podría, en teoría, pero no en la práctica, eliminarse del todo. En el caso del derecho contractual de salida no estamos ante el reembolso de aportaciones con cargo al capital social o al patrimonio de la sociedad, sino frente a una compraventa forzosa de acciones. Por lo tanto, hablando estrictamente, la sociedad no enfrenta una descapitalización, porque la obligación de compra y pago de las acciones pesa sobre los accionistas²⁷. Dado que el derecho de salida toma la forma de una compraventa forzosa de acciones, existe una variedad más amplia de formas para llevar a cabo su estructuración²⁸. De hecho, el derecho de salida del Fondo podrá limitarse, pero siempre en concordancia con los usos del mercado. Consideramos que las limitaciones a este derecho podrán referirse básicamente a los mismos aspectos que las limitaciones al derecho de retiro del capital variable analizadas anteriormente, es decir: (i) la causa detonante de la compraventa forzosa (causas muy genéricas y subjetivas o sólo por ciertas causas expresa y rigurosamente enlistadas en el contrato); (ii) el tiempo a partir del cual puede ejercitarse el derecho de salida (*e. g.* tres años a partir de que se haya hecho la

²⁷ La sociedad no puede obligarse a adquirir sus acciones, porque ello sería violatorio del artículo 134 de la LGSM, que prohíbe a las sociedades anónimas adquirir sus propias acciones, salvo por adjudicación judicial, en pago de créditos de la sociedad. En tal caso, la sociedad venderá las acciones dentro de tres meses, a partir de la fecha en que legalmente pueda disponer de ellas; y si no lo hiciere en ese plazo, las acciones quedarán extinguidas y se procederá a la consiguiente reducción del capital. En tanto pertenezcan las acciones a la sociedad, no podrán ser representadas en las asambleas de accionistas. El artículo 14 bis de la Ley del Mercado de Valores contempla la posibilidad de que una sociedad adquiera sus acciones, pero para nuestros fines esa posibilidad es ociosa, porque opera sólo en sociedades que cotizan en la bolsa: A las sociedades que hayan obtenido la inscripción de sus acciones en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, les serán aplicables las siguientes normas: 1.- Podrán adquirir las acciones representativas de su capital social, previo acuerdo del consejo de administración, a través de la bolsa de valores, al precio corriente en el mercado, sin que sea aplicable la prohibición establecida en el primer párrafo del artículo 134 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, siempre que la compra se realice con cargo al capital social y, en su caso, a una reserva proveniente de las utilidades netas, denominada reserva para adquisición de acciones propias [...].

²⁸ Desde la compraventa forzosa para una de las partes, hasta esquemas de reciprocidad tales como la «cama» o transformación de la operación en un crédito (*v. g.* compraventa forzosa, pero con el otorgamiento forzoso de un crédito, ya sea por el Fondo o una subsidiaria de éste).

aportación o cierto número de meses después de la fecha señalada como límite para que las acciones de la Sociedad Emisora coticen en bolsa); (iii) el valor de las acciones (*e. g.* un valor castigado, para desalentar la compra); y (iv) el plazo y forma del pago de las acciones (*e. g.* a los dos años de ejercerse el derecho, en efectivo o en especie).

VI. CONCLUSIONES

a) El derecho de salida es un uso razonable del mercado en materia de colocaciones privadas, tendiente a proteger al Fondo de un posible «atorón» administrativo o de la no consecución culpable de las metas económicas del Fondo, por lo que parece imposible lograr el cierre de una colocación sin su inclusión en los documentos legales.

b) Los Fondos tienen la obligación de ejercitar de buena fe los derechos de retiro que les concede la LGSM y los documentos de la colocación. El ejercicio abusivo o doloso de estos derechos puede ser combatido legalmente.

c) Aunque el derecho de retiro siempre está presente en este tipo de tratos, su contenido varía de manera importante de un caso a otro. Esto significa que existe campo para negociar las condiciones de dicho derecho, incluyendo pactos que eviten el uso abusivo del mismo por el Fondo.

d) Es posible lograr que los Fondos adquieran acciones representativas de la porción fija del capital social de la sociedad, en cuyo caso la LGSM elimina casi por completo el derecho de retiro del capital social, ya que lo limita a los casos de disidencia grave.

e) El derecho de retiro que por ley corresponde a los socios tenedores de acciones representativas de la porción variable del capital social puede limitarse válidamente de varias maneras, de tal suerte que su ejercicio no represente un riesgo de descapitalización para la sociedad ni un arma de presión indebida en manos de los Fondos.

f) Conviene establecer con claridad lo que está dispuesta a aceptar la Sociedad Emisora, y lo que no aceptará por motivo alguno, en relación con el derecho de retiro del Fondo. En principio deben quedar fuera de consideración todos los Fondos que pretendan pasar por alto que su participación es una inversión de capital de riesgo. En esa tesitura, no parecen aceptables las cláusulas que pretendan otorgar a los Fondos un derecho de salida meramente subjetivo (*e. g.* cambio de condiciones económicas a juicio del Fondo) ²⁹, detonado por causas no imputables a las partes, o en condiciones tan favorables que signifiquen un incentivo a su ejercicio por parte del Fondo.

© Índice General

© Índice ARS 21

²⁹ Sin olvidar que dichos términos pueden ser aceptables en la primera etapa de la colocación, *i. e.* antes del desembolso de los recursos por parte del Fondo.