

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

FACULTAD DE DERECHO



**EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE COMO
LIMITACIÓN A LA TRANSFERENCIA DE ACCIONES EN LAS
SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS: INCERTIDUMBRES Y
PROBLEMAS EN TORNO A SU EJERCICIO.**

Tesis para optar por el Título de Abogado que presenta el Bachiller:

Miguel Ángel Pérez Caruajulca

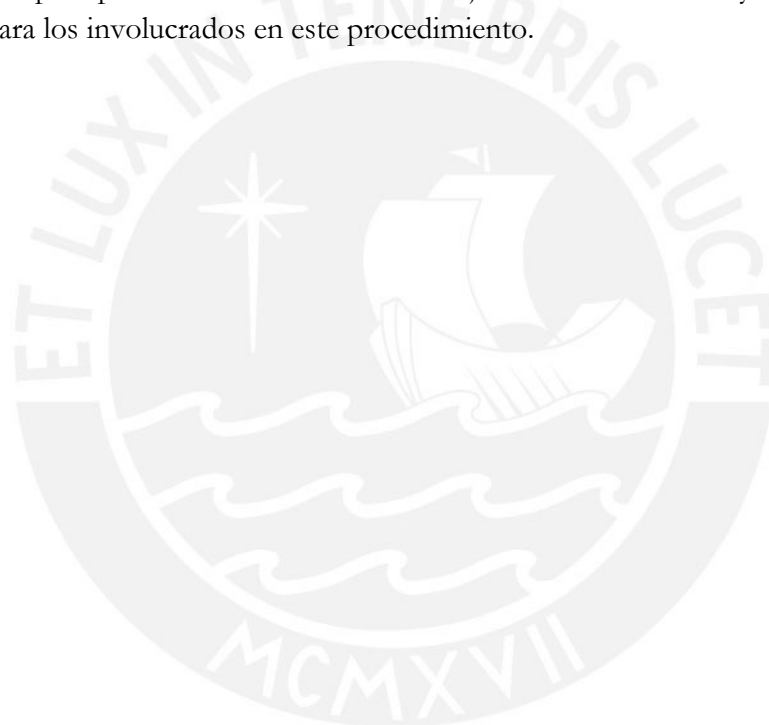
Asesor:

Hernando Montoya Alberti

Lima, 2021

RESUMEN

El Derecho de Adquisición Preferente (“DAP”) es uno de los mecanismos más utilizados para limitar la libre transferencia de las acciones de una sociedad anónima. Tradicionalmente, el estudio del DAP se ha centrado en su enfoque societario; sin embargo, en la presente investigación, a fin de tener una visión más aprehensiva, se propone además un análisis desde el Derecho Civil y desde la perspectiva económica de esta preferencia. En el ordenamiento societario peruano, el artículo 237 de la Ley General de Sociedades establece un DAP, de aplicación supletoria, para la transferencia de acciones en las Sociedades Anónimas Cerradas (“SAC”). La presente tesis se centra en el análisis del procedimiento de ejercicio de este DAP en las SAC, y a lo largo del desarrollo se muestran los potenciales problemas e incertidumbres alrededor de este procedimiento que pueden impedir y/o poner en cuestionamiento una efectiva transferencia de las acciones de una sociedad. A su vez, se proponen respuestas e interpretaciones para prevenir controversias en el ejercicio de este DAP y así evitar costos no queridos para los involucrados en este procedimiento.





DEDICATORIA

A mi madre, por darme la vida y ser la razón de mi existir.

A mi padre en el cielo, por guiar siempre mis pasos.

A mi familia, por su amor y apoyo infinito.

AGRADECIMIENTOS

La presente investigación es la culminación de una grandiosa y retadora etapa universitaria, y de un ciclo en mi vida personal. No hubiese podido llegar aquí sin la guía y apoyo de valiosas personas: mi madre Lucila, ante todo; mi tía Elvia; mi tía Haydee; mi tío Marco; mis primos, Edith y Renzo; mis hermanos, Eloy y Carlos; y Grecia. Son ellos mi respaldo y motivación para continuar en la vida.

Sea la oportunidad para agradecer a los profesores de los que he aprendido Derecho y que han servido de inspiración para seguir creciendo en el ámbito profesional y académico, sin sus enseñanzas esta tesis no hubiese sido posible: al profesor Rómulo Morales, un maestro en Derecho Civil, por todas sus lecciones y enseñanzas en el curso de Acto Jurídico; a los profesores Alfredo Filomeno y Juan Luis Hernández, de quienes aprendí Derecho Societario al asistirlos en las aulas de clase; y al profesor Walter Vásquez, un entrañable amigo y maestro, que me permitió adentrarme en el mundo académico y quien me sirve de inspiración día a día.

Un agradecimiento también para algunos de mis amigos quienes con su respaldo e impulso hicieron que este trabajo pueda ver la luz: Gracy Zapata, Rocío Escobedo, Elvis Salazar, Luis Villavicencio, y Jimmy Matos. Un agradecimiento y reconocimiento especial hasta el cielo para el Dr. Ricardo Luque, por su invaluable formación y amistad, sé que la culminación de esta tesis es una alegría para él también.

Finalmente, no puedo dejar de agradecer a mi asesor, el maestro Hernando Montoya Alberti, por su invaluable guía y asesoramiento en la elaboración de esta investigación. Asimismo, un agradecimiento especial a Diego Carrión, por la revisión y comentarios a esta tesis, y sin quien este tema de investigación nunca hubiese surgido. Las gracias también para Joe Navarrete, Grecia Zorrilla, y para la profesora Nydia Guevara, por sus valiosos comentarios y recomendaciones a este trabajo.



*“Necesitamos enseñar a que la duda no sea temida,
sino bienvenida y debatida.*

No hay problema en decir: No lo sé.”

Richard Feynman



*“Sé la persona que rompe el ciclo:
Si fuiste juzgado, elige entender.
Si fuiste rechazado, elige acoger.
Si fuiste avergonzado, elige compasión.
Sé la persona que necesitabas cuando te lastimaron,
no la que lastima.
Sé mejor que lo que te rompió
para sanar en vez de amargarte,
y actuar desde el corazón, y no desde el dolor”.*
Anónimo

ÍNDICE

RESUMEN	2
INTRODUCCIÓN	12
CAPÍTULO 1: LA SOCIEDAD ANÓNIMA Y LAS LIMITACIONES A LA LIBRE TRANSFERENCIA DE ACCIONES	16
I. SOCIEDAD ANÓNIMA Y LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LA ACCIÓN	16
1.1. La Sociedad Anónima y la división del Capital Social en Acciones	16
1.1.1. La Sociedad Anónima como una Sociedad Capitalista	17
1.1.2. La división del capital social en acciones	18
1.2. La Acción y su libre transmisibilidad	19
1.3. El Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción	21
1.3.1. Transmisibilidad y Libre Transmisibilidad de la Acción	22
II. LIMITACIONES A LA LIBRE TRANSFERENCIA DE LAS ACCIONES	23
2.1. Excepciones al Principio de Libre Transmisibilidad de la Acción. Razones detrás de las limitaciones a la libre transferencia de acciones.	23
2.2. Tipos de limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones	26
2.2.1. Estipulaciones que condicionan la transferencia de las acciones a una aprobación o autorización previa	26
2.2.2. Estipulaciones que otorgan derechos de preferencia a los accionistas y/o a la sociedad para la adquisición de las acciones	27
a) Derecho de tanteo	28
b) Derecho de retracto	28
2.2.3. Estipulaciones que establecen prohibiciones temporales a la transmisión de las acciones	30
2.2.4. Otro tipo de estipulaciones derivadas del <i>Common Law</i>	31
a) <i>Right of first Offer</i> y <i>Right of First Refusal</i>	31
b) <i>Tag-along</i> y <i>Drag-along</i>	32
c) <i>Buy-out agreements</i>	32
2.3. Consideraciones finales sobre las limitaciones a la transferencia de acciones en una SA	33
III. LIMITACIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES EN EL PERÚ	34
3.1. Reconocimiento pleno de limitaciones al Principio de Libre Transmisibilidad de las Acciones	34
3.2. Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones y las formas especiales de Sociedad Anónima en el Perú	36
3.3. Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones en la SAC	37
3.3.1. Consentimiento previo de la sociedad para la transferencia de acciones de la SAC	38
3.3.2. Restricciones a la transmisión de las acciones por sucesión	39
3.3.3. Adquisición preferente en caso de enajenación forzada	39
3.3.4. Derecho de Adquisición Preferente	40

IV. CONCLUSIONES	40
<u>CAPÍTULO 2: EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO</u>	41
I. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN GENERAL	41
1.1. Conceptualización	41
1.2. Diferencias con otros derechos de preferencia	42
1.3. Aplicación del Derecho de Adquisición Preferente a diversas ramas del Derecho	42
II. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO	43
2.1. Contenido y funcionamiento general del Derecho de Adquisición Preferente en el ámbito societario	44
2.2. Protección reforzada del Derecho de Adquisición Preferente en el Derecho Societario	45
III. FUNDAMENTOS Y OBJETIVOS TRADICIONALES DE LA INCLUSIÓN DE UN DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO	46
3.1. Protección de la estructura accionaria original de la sociedad	46
3.2. Conservación de la estructura de poder dentro de la sociedad	47
IV. PERSPECTIVA ECONÓMICA DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO. FUNDAMENTOS E IMPLICANCIAS ECONÓMICAS.	49
4.1. El Derecho de Adquisición Preferente en el <i>Common Law</i> como Derecho de Preferencia	49
4.1.1. <i>Right of First Offer</i> y <i>Right of First Refusal</i> en el Derecho Societario	50
4.1.2. ¿El Derecho de Adquisición Preferente es un ROFR o un ROFO?	52
4.1.3. Funcionamiento del <i>Right of First Refusal</i> en el marco de una transferencia de acciones	53
4.2. Fundamentos e implicancias económicas del DAP en el Derecho Societario	53
4.2.1. Efectos económicos derivados del establecimiento de un DAP en una sociedad	54
a) La inclusión de un DAP incentiva el incremento de valor de las acciones de la Sociedad	55
b) La inclusión de un DAP brinda una protección a los accionistas ante la ruptura de las negociaciones para la adquisición de las acciones	55
c) Un DAP inhibe la salida de los accionistas de la Sociedad	57
4.2.2. Efectos económicos del DAP ante la posible transferencia de las acciones por un accionista	58
a) Efectos en el Accionista Transferente	58
b) Efectos en el Tercero Interesado	62

c)	Efectos en los Accionistas Titulares	65
V.	CONCLUSIONES	68
	<u>CAPÍTULO 3:</u> EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE COMO LIMITACIÓN A LA TRANSFERENCIA DE ACCIONES EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA	69
I.	EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES	69
II.	EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS	71
2.1.	Regulación del Derecho de Adquisición Preferente en la Sociedad Anónima Cerrada	71
2.2.	Beneficiarios del Derecho de Adquisición Preferente en la Sociedad Anónima Cerrada	72
2.3.	Fundamentos de la regulación de un Derecho de Adquisición Preferente legal en la Sociedad Anónima Cerrada	73
2.3.1.	La Sociedad Anónima Cerrada como sociedad cerrada y con dotes personalistas	73
2.3.2.	Protección del <i>intuitus personae</i> y del <i>affectio societatis</i> de la Sociedad Anónima Cerrada	77
2.3.3.	Conservación de la estructura de poder dentro de la Sociedad Anónima Cerrada	78
2.4.	Críticas a la inclusión de un Derecho de Adquisición Preferente en la Ley General de Sociedades para las Sociedades Anónimas Cerradas	79
III.	EL PROCEDIMIENTO DE EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA	81
3.1.	Paso 1: Comunicación del Accionista Transferente	81
3.2.	Paso 2: Notificación de la Comunicación por parte del gerente general a los Accionistas Titulares	81
3.3.	Paso 3: Ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP	82
3.4.	Paso 4: Transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente al Tercero Interesado	82
IV.	CONCLUSIONES	83
	<u>CAPÍTULO 4:</u> INCERTIDUMBRES Y PROBLEMAS EN TORNO AL PROCEDIMIENTO DE EJERCICIO DEL DAP LEGAL EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS	84
I.	SOBRE LA ACTIVACIÓN DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE	84
1.1.	¿En qué momento se activa el procedimiento de ejercicio del DAP Legal?	84
1.2.	¿Cuáles son los eventos que originan la activación de procedimiento de ejercicio del DAP Legal?	85

1.3.	Consideraciones adicionales sobre la activación del procedimiento de ejercicio del DAP Legal	86
II.	SOBRE LA COMUNICACIÓN ENVIADA POR EL ACCIONISTA TRANSFERENTE	88
2.1.	Sobre los términos a ser incluidos en la Comunicación	88
2.1.1.	El nombre del posible comprador	88
a)	¿Cómo se cumple el requerimiento de la inclusión del nombre de los principales socios o accionistas de una persona jurídica?	89
b)	¿Qué sucede cuando el Tercero Interesado no es una persona jurídica?	91
2.1.2.	El Precio	92
a)	¿Existe un precio específico que los Titulares del DAP deban pagar por las acciones?	92
b)	¿El precio de las acciones consignado en la Comunicación tiene que ser determinado o podría ser también determinable?	95
2.1.3.	El número y la clase de acciones	96
a)	¿Podría el Accionista Transferente verse obligado a transferir a los Titulares del DAP una cantidad menor de acciones a las indicadas en la Comunicación?	97
2.1.4.	Las demás condiciones de la transferencia	97
a)	¿Cuál es el alcance de las demás condiciones de la transferencia a ser incluidas en la Comunicación?	98
2.2.	Sobre la naturaleza jurídica de la Comunicación	100
2.2.1.	El contexto civilista del DAP	100
2.2.2.	¿Cuál es la naturaleza jurídica de la Comunicación?	101
2.2.3.	Sobre el plazo de la Comunicación	104
2.2.4.	¿Desde qué momento se comienza a computar el plazo de la Comunicación?	105
2.3.	¿Qué sucede cuando existe una pluralidad de Accionistas Transferentes?	106
III.	EL EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE POR PARTE DE LOS TITULARES DEL DAP	106
3.1.	¿Cuál es la naturaleza jurídica del ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente?	106
3.2.	Incertidumbres y problemas en torno al ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente por parte de los Titulares del DAP	108
3.2.1.	El incumplimiento del gerente general en el envío de la Comunicación a los Accionistas Titulares	109
3.2.2.	¿Cuáles son los plazos que realmente tienen los Accionistas Titulares y la SAC para ejercer su DAP?	110
a)	¿Cuál es el plazo que tienen los Titulares del DAP para ejercer su preferencia?	110
b)	¿El plazo para el ejercicio del DAP Legal podría ser modificado?	112
c)	¿El plazo de ejercicio del DAP puede verse afectado por información insuficiente en la Comunicación?	114

3.2.3.	¿En qué consiste el ejercicio del DAP “a prorrata” de su participación en el capital por parte de los Accionistas Titulares?	116
3.2.4.	¿Pueden llevarse a cabo ejercicios parciales del DAP por parte de los Titulares del DAP?	116
3.2.5.	¿Qué sucede si no todos los Accionistas Titulares deciden ejercer su DAP?	118
3.2.6.	Las rondas de ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente de los Titulares del DAP	121
3.2.7.	¿Cuál es el alcance del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP?	128
3.2.8.	¿Cuáles son los efectos jurídicos del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP?	129
IV.	ESCENARIOS POST EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE Y CUMPLIMIENTO DE OBLIGACIONES	130
4.1.	En caso de ejercicio del DAP Legal	130
4.1.1.	Remisión a la normativa civilista	131
4.1.2.	El impacto del cumplimiento de las obligaciones en el procedimiento	132
4.2.	En caso de no ejercicio del DAP	134
4.2.1.	¿El Accionista Transferente se encuentra obligado a transferir sus acciones al Tercero Interesado?	135
4.2.2.	Transferencia de las acciones al Tercero Interesado en las condiciones comunicadas a la SAC	136
4.2.3.	¿Cómo verificar que la transferencia de las acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado se produzca en los mismos términos de la Comunicación?	137
V.	CONSECUENCIAS EN CASO DE INOBSERVANCIA DEL PROCEDIMIENTO DE EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE	138
5.1.	Los ámbitos de inobservancia del DAP Legal	138
5.2.	La inobservancia del DAP Legal por el Accionista Transferente	139
5.2.1.	¿Nulidad o ineficacia?	139
5.2.2.	¿En qué consiste la ineficacia de la transferencia de acciones y que consecuencias prácticas tiene?	140
5.2.3.	¿Cuál es la situación del Tercero Interesado ante la inobservancia del DAP?	141
VI.	EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL ANTEPROYECTO DE NUEVA LEY GENERAL DE SOCIEDADES	143
VII.	CONCLUSIONES	149
	CONSIDERACIONES FINALES	156
	BIBLIOGRAFÍA	157

INTRODUCCIÓN

En el derecho de las Sociedades Anónimas (en adelante, “SA”) existe un principio general que propugna la libre transmisibilidad de las acciones que las conforman (Broseta, 1984, pp. 19 y ss.). Este principio se basa en la idea de que las SA son sociedades capitalistas en donde lo fundamental para su conformación y funcionamiento es el aporte económico que realizan los accionistas (*intuitus pecuniae*) y no la calidad de éstos (*intuitus personae*). Debiendo tener así las acciones como nota característica la libre circulación.

Sin embargo, el principio de la libre transmisibilidad o transferencia de las acciones de una SA no está exento de excepciones. Actualmente, es aceptado tanto normativa como doctrinariamente que en las SA se pueden establecer limitaciones y restricciones a la libre transferencia de acciones, sin que por ello se vea afectado el sustrato patrimonial y capitalista que fundamenta una SA.

Por ejemplo, en nuestro ordenamiento jurídico societario, específicamente en la Ley General de Sociedades peruana (en adelante, “LGS”), se establece la validez de las limitaciones y prohibiciones temporales a la libre transmisibilidad de las acciones, tanto las derivadas del pacto social, del estatuto social, así como de convenios de accionistas (artículo 101 de la LGS). De esta manera, en la LGS peruana el principio de la libre transferencia de las acciones de una SA se encuentra relativizado.

Tal relativización se muestra de manera más enfática cuando se trata de la regulación de una de las formas especiales de SA contempladas en nuestro ordenamiento societario: la Sociedad Anónima Cerrada (en adelante, “SAC”). La SAC es la forma societaria en la cual los componentes tanto capitalistas como personalistas confluyen y se entremezclan para hacer menos nítida la línea divisoria de su diferenciación¹.

En el caso de las SAC, la LGS ha contemplado como limitación a la libre transferencia de acciones un Derecho de Adquisición Preferente (en adelante, “DAP”) a favor de sus accionistas y de la SAC. Dicho DAP es una prerrogativa que se les otorga a sus titulares para que, ante la eventual intención de uno de los accionistas de la SAC de transferir sus acciones –ya sea a otro accionista o a un tercero–, tengan la preferencia en la adquisición de tales acciones.

Específicamente, en el artículo 237 de la LGS se regula el DAP de las SAC, así como el procedimiento y pasos a llevar a cabo para su ejercicio. En líneas generales, este artículo establece que todo aquel accionista que pretenda transferir sus acciones deberá comunicarlo a la SAC, para que ésta a su vez, a través del gerente general, lo comunique a los demás accionistas a efectos de que ejerzan su preferencia. Si dentro de un plazo de sesenta (60) días de efectuada la comunicación a la SAC, los accionistas titulares y/o la SAC no manifiestan

¹ La SAC “*Está conformada por un reducido grupo de socios que se conocen, donde predomina el affectio societatis, aquí el factor personal (intuitus personae) supera al factor capital (intuitus pecuniae), que está subordinado a un supuesto de confianza mutua que prevalece en este tipo de sociedades*”. (Ferrero Diez Canseco, 1998, p. 24)

su voluntad de adquirir las acciones, el accionista interesado en transferir quedará libre de hacerlo².

El artículo 237 de la LGS es de aplicación supletoria, esto es, admite pacto contrario cuando así sea establecido en el estatuto de la SAC, pudiendo incluso ser suprimido por los accionistas. Así pues, si no se lo modifica o suprime, las disposiciones del artículo 237 son automáticamente aplicables. La práctica societaria en lo concerniente a la SAC demuestra que este DAP usualmente se mantiene en los mismos términos en los cuales está regulado en la LGS, teniendo en algunas ocasiones cambios no sustanciales.

En tal contexto, explicado en términos generales, parecería ser que el ejercicio de un DAP es un procedimiento simple que no presenta mayores complicaciones. Sin embargo, en la experiencia transaccional con este derecho de preferencia se ha acusado por años la diversidad de problemas e incertidumbres que pueden derivarse de su ejercicio³. Y el DAP y su procedimiento de ejercicio regulados en el artículo 237 de la LGS no son la excepción⁴.

En efecto, el procedimiento de ejercicio del DAP regulado en la LGS para las SAC no está exento de incertidumbres y problemas que en la práctica podrían impedir una adecuada transferencia de las acciones de la sociedad. De la revisión y análisis de este procedimiento, se desprenden una serie de preguntas y dudas, tales como:

- (i) ¿Desde qué momento se activa el DAP? Y, ¿cuáles son los eventos susceptibles de generar su activación?
- (ii) ¿Cuál es la naturaleza jurídica tanto de la comunicación remitida por el accionista que desea transferir sus acciones, así como de las comunicaciones efectuadas por los titulares del DAP?

² **Artículo 237.- Derecho de adquisición preferente**

El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital.

En la comunicación del accionista deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio y demás condiciones de la transferencia.

El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán los que le fueron comunicados a la sociedad por el accionista interesado en transferir. En caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa, o a título gratuito, el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valorización que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.

El accionista podrá transferir a terceros no accionistas las acciones en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra. El estatuto podrá establecer otros pactos, plazos y condiciones para la transmisión de las acciones y su valuación, inclusive suprimiendo el derecho de preferencia para la adquisición de acciones.

³ Ver al respecto: Muñoz-Planas, 1996, p. 2125; Kahan, 1999, pp. 14-15; Walker, 1999, p. 69; Vicent, 2008, p. 378; Lillard, Szygenda y Wise, 2010, p. 436; Circo, 2016, p. 7; y, Carrión, 2019, p. 50.

⁴ Recientemente, un valioso estudio de Carrión (2019), del cual pudimos participar, ha sido el primero en nuestro medio en ocuparse de la problemática en torno a este DAP en las SA, mostrando las complicaciones que el procedimiento de ejercicio de esta preferencia podría ocasionar en la práctica.

- (iii) ¿Cuáles son los alcances de los elementos y provisiones que contiene la comunicación exigida por el artículo 237 de la LGS, tales como la indicación del “nombre” del potencial comprador, la inclusión del “precio” de las acciones, y las “demás condiciones” de la operación?
- (iv) ¿Quiénes son los beneficiarios del DAP? ¿Sólo los accionistas o también la propia SAC? De ser ambos, ¿cómo ejercen su preferencia?
- (v) ¿Cuáles son los plazos para que los titulares del DAP ejerzan su derecho de preferencia?
- (vi) ¿En qué momento se consideraría concluido el procedimiento de ejercicio del DAP?
- (vii) ¿El ejercicio del DAP por parte de los accionistas conllevaría a la celebración de un contrato de compraventa de acciones? De ser así, ¿en qué momento se deberían cumplir las obligaciones derivadas de dicho contrato, esto es, transferir las acciones y pagar su precio?
- (viii) ¿Cuáles serían las consecuencias de una transferencia de acciones que infrinja el DAP?
- (ix) ¿Con qué tipo de protecciones cuenta el tercero adquirente de las acciones ante la vulneración del procedimiento de ejercicio del DAP?

Estas son algunas de las tantas preguntas y dudas que se derivan del análisis del procedimiento de ejercicio del DAP regulado en el artículo 237 de la LGS. La respuesta a cada una de estas interrogantes no es inocua, dado que de su contenido dependerá que estemos ante un adecuado ejercicio o no del DAP, y con ello ante una satisfactoria o frustrada transferencia de las acciones de una SAC. De allí la importancia de su tratamiento.

Estas preguntas y sus correspondientes respuestas pueden poner en cuestionamiento el procedimiento mismo del DAP regulado en la LGS y, a la postre, cuestionar la efectiva transferencia de las acciones del accionista interesado en transferir. Las potenciales afectaciones tienen un impacto, ya sea directo o indirecto, en todos los actores involucrados en un DAP: el accionista transferente, los accionistas titulares, la SAC e incluso el tercero interesado en adquirir.

Así las cosas, en la presente investigación efectuamos un estudio y análisis detallado del DAP legalmente establecido para las SAC, a efectos de identificar, y dar respuesta, a las diversas dudas y preguntas que se derivan del ejercicio de este derecho de preferencia. La relevancia de responder a dichas interrogantes radica en que, la falta de respuestas y de una apropiada interpretación, conlleva a situaciones de incertidumbre y crea una serie de problemas y conflictos de cara a un adecuado ejercicio del DAP. Con todos los costos que ello significa para los involucrados.

Por ello, a fin de evitar estas potenciales situaciones negativas, en esta tesis pretendemos identificar el mayor número de preguntas y cuestionamientos en torno al DAP, así como proponer respuestas e interpretaciones para evitar potenciales controversias que entorpezcan el funcionamiento de este valioso derecho de preferencia.

Para cumplir tal fin, esta investigación se divide en cuatro capítulos. En el Capítulo 1 nos ocuparemos del estudio de la SA y de su caracterización como sociedad capitalista, cuyo capital social se encuentra dividido en acciones, para entender así la existencia del principio de libre transmisibilidad de las acciones en este tipo societario. Adicionalmente, veremos que, a pesar de la existencia de este principio, en la práctica societaria son comunes y aceptadas las limitaciones a la transferencia de acciones en las SAC, constituyendo el DAP una de las más importantes.

En el Capítulo 2 nos centraremos en el estudio a detalle del DAP en el Derecho Societario, y explicaremos su funcionamiento y sus diferencias con otros derechos de preferencia. También analizaremos los fundamentos y objetivos societarios tradicionales para la inclusión de un DAP en una SA; y a fin de obtener una visión más completa de este derecho, estudiaremos la perspectiva económica del DAP en el ámbito societario, a propósito de su utilización en el *Common Law*; analizando así el contenido, costos y efectos económicos que esta preferencia trae consigo para todos los involucrados.

Luego, en el Capítulo 3, estudiaremos el DAP en el marco de la LGS, específicamente el regulado para las SAC, objeto central de esta investigación. En este capítulo analizaremos quiénes son los beneficiarios de este DAP y explicaremos cuáles son los fundamentos del establecimiento expreso de un derecho de preferencia para esta forma especial de SA en nuestro ordenamiento societario. Finalmente, explicaremos de modo general el procedimiento de ejercicio del DAP en las SAC, describiendo cuáles son los pasos a seguir para la transferencia de las acciones.

Por último, en el Capítulo 4, nos ocuparemos a detalle de las incertidumbres y problemas en torno al procedimiento de ejercicio del DAP en las SAC a propósito de su regulación en la LGS. Analizaremos diversos aspectos relacionados con este procedimiento, tales como su activación; el envío de la comunicación por parte del accionista transferente; el ejercicio del DAP por parte de los titulares; las consecuencias de la inobservancia de la preferencia, entre otros.

En el capítulo final también aprovecharemos para comentar el Anteproyecto de Ley General de Sociedades propuesto en el año 2018 en lo relativo a las modificaciones que incorpora al DAP para las SAC.

Finalmente, en la última parte de esta tesis, efectuaremos las consideraciones finales derivadas de esta investigación sobre el DAP en las SAC.

CAPÍTULO 1: LA SOCIEDAD ANÓNIMA Y LAS LIMITACIONES A LA LIBRE TRANSFERENCIA DE ACCIONES

La Sociedad Anónima (en adelante, “SA”) es el paradigma de las organizaciones societarias comerciales modernas. Hoy en día, la preferencia en su utilización para llevar a cabo actividades empresariales está fuera de discusión. Son múltiples las valiosas características de la SA que la han posicionado como la forma social predilecta de los empresarios.

En este primer capítulo, en la parte inicial nos centraremos en el estudio de la caracterización de la SA como sociedad capitalista, cuyo capital social se encuentra dividido en acciones, para comprender la postulación de un principio de libre transmisibilidad de las acciones en esta forma social. Luego veremos que, no obstante la existencia de este principio configurador de la SA, en la práctica es común y aceptado la utilización de limitaciones a la libre transferencia de acciones.

En esa línea, en este capítulo además de estudiar las razones del uso de limitaciones a la transferencia de acciones en una SA, y las fuentes que las contienen, revisaremos cuáles suelen ser los tipos de limitaciones más utilizados en la práctica societaria.

En la última parte de este apartado analizaremos el estado actual de las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones en el ordenamiento societario peruano, haciendo énfasis en las particularidades de su aplicación en las formas especiales de SA; para finalmente hacer un repaso por las principales limitaciones reguladas para la Sociedad Anónima Cerrada, de las cuales el Derecho de Adquisición Preferente es una de las más importantes.

I. SOCIEDAD ANÓNIMA Y LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LA ACCIÓN

1.1. La Sociedad Anónima y la división del Capital Social en Acciones

La SA es actualmente la forma societaria más utilizada y difundida en el mundo para hacer empresa (Elías, 2015a, pp. 214 y ss.). *“Desde sus remotos orígenes hasta nuestros días, ella ha venido enriqueciéndose, perfeccionándose y consolidándose como la forma de organización preferida para la realización de toda actividad empresarial”* (Torres, 2005, p. 319).

Son diversas las características que han hecho de la SA el vehículo societario preferido de los empresarios a lo largo de los años, entre ellas: (i) el ser una sociedad capitalista; (ii) contar con un capital representado por acciones incorporados en títulos de fácil transmisión; (iii) tener un régimen de responsabilidad limitada para sus socios; y, (iv) ostentar una abundante y flexible regulación normativa que otorga seguridad y certidumbre a los involucrados (Torres, 2005, pp. 325-326).

En este apartado nos interesa resaltar dos de las características mencionadas de la SA: (i) su connotación como sociedad capitalista y (ii) la división de su capital social en acciones.

1.1.1. La Sociedad Anónima como una Sociedad Capitalista

Una de las notas esenciales de la SA, determinante de su estructura y funcionamiento, es el ser una sociedad capitalista. Es tal la fuerza de esta característica, que ciertos autores han tenido a bien denominar a la SA como un “capital con personalidad jurídica” (Torres, 2005, p. 336).

Desde sus orígenes en los albores del siglo XVII, la SA surgió con la idea de la creación de compañías con grandes capitales que sirviesen para el comercio con las Indias Orientales y Occidentales, y que permitiese distribuir el riesgo entre los diversos participantes, a su vez que limitaban su responsabilidad (Uría, 1990, pp. 215-216).

Con su evolución y desarrollo en el tiempo, la SA se ha posicionado como la sociedad de los grandes capitales por excelencia (Torres, 2005, p. 319). Lo cual no ha sido obstáculo para que, como bien indica Torres Morales, la SA sea también cada día más utilizada incluso para las empresas de pequeños capitales debido a su ductibilidad (2005, p. 319).

La naturaleza capitalista de la SA viene dada de la manera en cómo se constituyen y rigen las relaciones sociales dentro de la sociedad en torno al capital social. Este capital social se forma de los aportes patrimoniales efectuados por los socios que conforman la SA. A su vez, el aporte determinará la calidad de socio y el conjunto de derechos y obligaciones de éste dentro de la SA.

La SA es una sociedad capitalista dado que requiere de un aporte cuantificable económicamente por parte de los socios para la formación del capital social, siendo que sólo se adquiere la condición de socio con dicha aportación (Torres, 2005, p. 326; Garrigues, 1987, pp. 114-115). Es de tal importancia el aporte patrimonial de los socios en la SA, que es sobre la base de este que las relaciones societarias a su interior serán determinadas (Garrigues, 1987, p. 115).

Así, dependiendo de la mayor o menor aportación efectuada por el socio al capital social, mayores o menores serán los derechos políticos y económicos con los que contará dentro de la SA. Adicionalmente, los aportes patrimoniales determinan el límite de la responsabilidad patrimonial del socio para con la sociedad y con terceros.

Las relaciones societarias dentro de una SA se constituyen y rigen en función de los aportes patrimoniales de los socios al capital social, y no en función de las personas que ostentan tal calidad. Por ello se suele indicar que en una SA en principio no interesa el socio como tal sino lo que patrimonialmente representa (Torres, 2005, p. 327).

Siendo así, al ser la SA una sociedad capitalista, esto implicaría que cuenta –por regla general– con un carácter impersonal. Al respecto, Joaquín Garrigues (1987) nos indica que en una SA:

Lo que interesa del socio no es su actividad personal, sino su aportación patrimonial. Al socio se le valora por lo que tiene en la sociedad y no por lo que es personalmente considerado. Siendo las aportaciones en dinero esencialmente fungibles, los socios de la s.a. se convierten también en socios fungibles, es decir, sustituibles por otros sin que por ello sufra la constitución de la sociedad. (p. 115)

Es por ello que Broseta (1984, p. 24) señala que *“en la estructura legal de la sociedad anónima no se toman en consideración las circunstancias personales de los socios”*.

En síntesis, la SA es una sociedad capitalista dado que su capital social se encuentra formado por las aportaciones patrimoniales efectuadas por los socios de la SA, y a su vez estas aportaciones determinan los derechos y obligaciones de los socios, así como las relaciones societarias dentro de la SA.

Por lo tanto, en principio –en cuanto sociedad capitalista– lo fundamental dentro de una SA son las aportaciones patrimoniales que efectúan los socios y no así las cualidades personales de estos. Por regla general, en las SA prima el carácter *“intuitus pecuniae”* sobre el *“intuitus personae”*.

Al respecto, Broseta (1984) menciona que *“El criterio distintivo esencial entre accionistas es la cuantía de la aportación patrimonial del socio, según la cual se le concede una mayor o menor intensidad en el ejercicio de los derechos sociales.”* (p. 25). Agregando que *“(…) en la ordenación legal de la sociedad anónima se sustituye el «intuitus personae» característico de las sociedades personalistas por el «intuitus pecuniae» propio de las capitalistas”* (p. 25).

El carácter capitalista de la SA determina así el carácter impersonal de este tipo societario. En las SA el aspecto patrimonial de los aportes económicos se encuentra por encima del aspecto cualitativo y personal de los socios que la conforman. Por ello, en la configuración legal y capitalista de la SA los socios son, como indica Garrigues, *“socios fungibles”*.

1.1.2. La división del capital social en acciones

Indefectiblemente relacionado con la consideración de la SA como una sociedad capitalista, se encuentra el hecho de que el capital social de la SA se encuentre dividido en partes alícuotas denominadas acciones. *“Es fundamental que el capital de la sociedad esté dividido en cuotas o partes llamadas acciones, incorporadas a títulos de fácil transmisibilidad”* (Garrigues, 1987, p. 115).

Garrigues (1987) señala al respecto que *“la división del capital en acciones es lo que da nombre a la sociedad, aunque, por respeto a la tradición mercantilista de los países latinos, la ley haya conservado el rotulo de «sociedad anónima»”* (p. 147). Por su parte, Torres añade que *“la acción ha sido siempre elemento característico de esta forma societaria, al extremo que en muchos países se le conoce bajo la denominación de «sociedad por acciones»”* (2005, p. 330).

La división del capital social de la SA en acciones es una característica fundamental de este tipo societario. Existe una relación estructural intrínseca entre capital social y acciones en la SA que sustenta la catalogación de este tipo societario como una sociedad de capitales por acciones. No se podría hablar de acciones en la SA sin explicar el funcionamiento y composición del capital social y viceversa.

En una SA el capital social se encuentra reflejado patrimonialmente en una cifra monetaria dividida en unidades, generalmente, de un mismo valor nominal: las acciones. Las acciones a su vez son el reflejo del aporte patrimonial que efectúa un socio a la SA. A mayor aporte, mayor titularidad de acciones. Las acciones reflejan así la proporción de las aportaciones de los socios al capital social y denotan el conjunto de derechos y obligaciones que ostenta cada socio dentro de la SA.

En una SA la calidad de socio está ligada indisolublemente a la titularidad de la acción. Un socio es tal en cuanto es titular de un porcentaje de las acciones de la SA. Las acciones a su vez se incorporan en títulos negociables que permiten su libre transmisibilidad (Torres, 2005, p. 330). Por lo cual, al variar la titularidad de las acciones, variará también la composición accionaria de los socios de la SA. La fácil transmisión de la calidad de socio sustenta y ratifica el carácter despersonalizado de la SA (Torres, 2005, p. 330).

Esta división del capital en títulos esencialmente negociables, como lo son las acciones, a decir de Ferrero Diez Canseco, ha sido uno de los aspectos principales que hacen de la SA la forma más atractiva de hacer negocios (1993, p. 38).

Por lo tanto, la división del capital social en acciones tiene como finalidad (i) servir de contrapartida y medición de los aportes patrimoniales de los socios en la SA, (ii) reflejar el conjunto de derechos y obligaciones derivadas de dichos aportes y, de suma importancia, (iii) permitir la libre disponibilidad de la calidad de socio que las acciones llevan consigo, reafirmando así el carácter impersonal de la SA.

De esa manera, la configuración de la SA como sociedad capitalista por acciones permite atraer el capital privado de los socios, limitando el riesgo de la aventura empresarial, con la posibilidad de transferir libremente la calidad de socio a través de la circulación de las acciones, sin que la adquisición y/o posterior transferencia de dichas acciones dependa de la capacidad patrimonial del transferente y/o del adquirente (Torres, 2005, p. 328), siendo irrelevante en ambos casos –por regla general– las cualidades personales de los participantes.

1.2. La Acción y su libre transmisibilidad

Una de las principales razones de la división del capital social en acciones es permitir la libre transmisibilidad del título negociable que incorpora la calidad de socio en la SA. Con ello se permite (i) que el accionista pueda hacer líquida su inversión en el momento que lo considere conveniente (Vicent, 2008, p. 376), y, como consecuencia de ello, (ii) se produzca la variación

del accionariado de la SA sin mayores requerimientos que la transmisión del título de accionista (Broseta, 1984, p. 25).

Al respecto, Joaquín Garrigues (1987) menciona que:

La incorporación material de la acción, como parte del capital y como conjunto de derechos, a un documento, título apto para circular y transmitir estos derechos, es una exigencia inexcusable del tráfico moderno y acaso haya sido la circunstancia que más eficazmente contribuyó a la expansión de la s.a. (p. 158)

Siendo la SA una sociedad capitalista compuesta por acciones –donde la cualidad personal de los accionistas que la conforman es en principio irrelevante– la libre transmisibilidad de la calidad de socio a terceros se constituye como una característica necesaria e indispensable de este tipo societario.

La libre transmisibilidad de la posición de socio es la regla general en las SA. La estructura de este tipo societario se encuentra configurada en ese sentido. Es por ello que Torres (2005) señala que “(...) *el instrumentalizar los aportes de los socios en acciones facilita la libre transmisibilidad de éstas y con ellas la posición de socio que representan*” (p. 333). Agrega este autor que:

Constituye una característica básica de las sociedades anónimas el hecho de que la posición de socio pueda ser fácilmente cedida, vía la transferencia de las acciones. Ésta es pues la nota general y básica de la sociedad anónima en sí y más bien lo excepcional es establecer limitaciones o restricciones a esta libre circulación de los titulares. (Torres, 2005, p. 333)

Por su parte, Vicent (2008, p. 336) señala que las SA son el prototipo legal de las sociedades de capital precisamente porque las características personales del socio son irrelevantes, salvo que se incorporen en los estatutos sociales restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones.

La libre transmisibilidad de las acciones es pues la consecuencia necesaria e inmediata de considerar a la SA como una sociedad de capitales con carácter impersonal. Lo transcendental en la SA será entonces, como se indicó previamente, la permanencia del capital social (aspecto patrimonial) por encima de la inamovilidad de los socios que la conforman (aspecto personal) (Torres, 2005, p. 333).

Así, se afirma en doctrina que al ser la SA la sociedad capitalista por excelencia, poco importaría las cualidades o condiciones personales, conocimientos técnicos o profesionales, nacionalidad, y/o en general la situación patrimonial de los accionistas titulares de las acciones de la SA (Broseta, 1984, p. 25; Torres, 2005, p. 333). Por lo cual, irrelevante será también las condiciones que ostenten los futuros socios adquirentes de dichas acciones.

Tales consideraciones enfocadas en el “*intuitus pecuniae*” justifican el hecho de que el régimen general de transferencia de las acciones de la SA sea el de la libre transmisibilidad. Ello a diferencia del régimen de transmisión de las sociedades personalistas, como la sociedad

colectiva, donde se requiere la aprobación unánime de los socios precisamente porque el carácter “*intuitus personae*” de este tipo societario, concretizado en las cualidades personales de sus socios, es el fundamento de la conformación de la sociedad misma.

1.3. El Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción

Teniendo en consideración la caracterización de la SA como sociedad de capitales, su carácter impersonal y la división de su capital social en acciones (que promueve la fácil disposición de la calidad de socio), en doctrina se ha postulado la existencia de un principio elemental y configurador de la SA: el “Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción”.

Se ha afirmado así que “*el principio de la libre transmisibilidad de las acciones es una de las características más connotadas dentro de la sociedad anónima*” (Ferrero, 1993, p. 52) y que “*es un principio configurador de la S.A.*” (Vicent, 2008, p. 376).

Si en las SA se busca captar el capital privado limitando la responsabilidad de los socios aportantes, otorgándoles el incentivo de contar con acciones reflejadas en títulos de fácil negociabilidad, y no siendo relevantes las características personales de los titulares de dichas acciones (presentes o futuros), es razonable que se propugne que la libre transmisibilidad de las acciones es un principio rector de este tipo societario.

La libre transmisibilidad de las acciones sería precisamente la consecuencia inmediata y necesaria de la propia configuración y caracterización legal de la SA.

Broseta (1984, p. 21), citando a Garrigues y Ripert, explica que entre las razones para propugnar una libre transferencia de las acciones de la SA, se encuentran (i) el hecho de que la acción representa la compensación que ofrece la ley al socio por no poder retirar anticipadamente su aportación del fondo social y (ii) la SA, al ser un mecanismo jurídico que exige la existencia de títulos negociables, la libre negociabilidad se constituye en el criterio que distingue a la acción de la cuota social.

Adicionalmente, Broseta (1984) señala que, si el capital de la SA está dividido en acciones, calificadas como títulos valores, y éstas representan el capital social, sería un contrasentido que la estructura legal de la SA mandase incorporar las acciones a un título valor, que existe para circular, y a la vez no propugne su libre transmisibilidad (p. 21).

Por lo cual, la libre disponibilidad de los títulos que contienen las acciones es la regla general en la estructura legal de las SA.

El Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción se alinea así con la consideración de la SA como sociedad de capitales, donde las cualidades personales del titular de la acción son, por regla general, indiferentes para la sociedad. En tal sentido, el cambio de titularidad de las acciones no requerirá de otros requisitos o aprobaciones más que el cumplimiento de las reglas legales de transferencia de una acción. La sociedad y los accionistas no podrían por ende desconocer al nuevo titular y accionista de la SA.

Siendo así, el Principio de la Libre Transmisibilidad de las Acciones se plasma en el derecho en abstracto que tienen los accionistas de disponer de sus acciones cuando lo consideren conveniente a sus intereses y sin mayores restricciones que observar.

Nótese que indicamos que es un derecho en abstracto dado que, como toda concretización de un principio, podría sufrir limitaciones en determinadas situaciones.

Al respecto es importante mencionar que, el Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción no significa necesariamente que el accionista cuente con un derecho ilimitado, incondicionado, irrestricto e inderogable a transmitir su acción cuando quiera, a quien desee y como le plazca (Broseta, 1984, p. 21). Este principio podría tener en determinados casos limitaciones derivadas de la ley o de la voluntad de los propios accionistas. No es un principio absoluto e inderogable.

1.3.1. Transmisibilidad y Libre Transmisibilidad de la Acción

En relación al régimen de transferencia de la acción, se puede señalar que son en realidad dos los principios que lo gobiernan: (i) el Principio de la Transmisibilidad de la Acción y (ii) el Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción. El primero es absoluto e inderogable, mientras que el segundo es relativo y derogable. Veamos.

El Principio de la Transmisibilidad de la Acción significa que las acciones tienen como característica primordial la circulación, el ser transmisibles, no pudiéndose suprimir totalmente dicha naturaleza. Las acciones, en cuantos títulos negociables, nacen para circular y ser objeto de negocios jurídicos, sirviendo así al tráfico económico y a la transmisión de la riqueza. No está permitido, por ende, suprimir completamente la transmisibilidad de la acción y prohibir de manera absoluta la transferencia de la calidad de socio en la SA. Ello iría en contra de la esencia capitalista y despersonalizada que sirve de fundamento a la estructura legal de la SA.

En cambio, el Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción, además de tener como presupuesto al Principio de Transmisibilidad, significa que la transferencia de acciones debe darse sin restricciones ni interferencias. La disposición de la calidad de socio es libre. Este principio, como indicamos previamente, sí puede sufrir limitaciones que sometan a la transmisibilidad de la acción al cumplimiento de determinados requisitos previos y/o la paralicen temporalmente.

En ese sentido, es más propio afirmar que la nota esencial característica de la acción dentro de la SA es su “transmisibilidad” más que su “libre transmisibilidad”. La primera significa que la acción tiene como cualidad inherente el ser potencialmente transferible, sin que quepa suprimir completa y definitivamente esta cualidad. La segunda implica que la transmisibilidad de las acciones pueda darse sin restricciones (Broseta, 1984, pp. 20 y ss.).

Como se verá más adelante, el Principio de la Libre Transmisibilidad de la Acción podría contar con diversas limitaciones de fuente legal o convencional. No siendo por lo tanto un principio absoluto e inamovible del derecho societario de las SA.

Por lo tanto, podemos afirmar que existe un principio general e inderogable de Transmisibilidad de las Acciones de la SA, el cual no puede ser suprimido completamente de la SA ya que constituye un requisito esencial de la propia configuración de la SA. En cambio, el Principio de la Libre Transmisibilidad si bien es un requisito natural de la SA, bien podría ser limitado por mandato legal o convencional (Broseta, 1984, p. 22).

Siendo ello así, en los ordenamientos societarios se han desarrollado distintos niveles de gradualidad de la transmisibilidad de la acción que van desde la libre transmisibilidad, la transmisibilidad condicionada, la intransmisibilidad temporal, y la intransmisibilidad absoluta. Del estudio y revisión de estas limitaciones nos encargaremos en el apartado siguiente.

II. LIMITACIONES A LA LIBRE TRANSFERENCIA DE LAS ACCIONES

2.1. Excepciones al Principio de Libre Transmisibilidad de la Acción. Razones detrás de las limitaciones a la libre transferencia de acciones.

Si bien la libre transferencia de las acciones de una SA es la regla general en cuanto a la transmisión de la calidad de socio y coadyuva a reafirmar la estructura legal capitalista de este tipo societario, la doctrina es unánime en aceptar la existencia de excepciones a esta regla, sin que ello signifique una afectación al sustrato capitalista fundacional de la SA⁵.

Ahora bien, a pesar de que la connotación capitalista de la SA no cambie en estas circunstancias, la inclusión de restricciones a la libre transferencia de acciones en una SA dota a ésta de características personalistas que son el fundamento de la existencia de dichas restricciones. Por eso se señala que estas restricciones “(...) *tienden a reforzar el «intuitus personae» en la sociedad anónima, limitando el derecho a transmitir libremente las acciones*” (Broseta, 1984, p. 52).

Al respecto, es oportuno mencionar que si bien, legalmente y en teoría, en la estructura de la SA primaría el aspecto patrimonial sobre el aspecto personal de los accionistas que lo conforman, la práctica societaria demuestra que en las SA también se otorga un peso importante al componente personal de sus socios (Carrión, 2019, p. 33), reflejado a su vez en el establecimiento de limitaciones a la transferencia de sus acciones.

Así, de manera general, estas restricciones apuntan, en principio, a proteger el interés social por encima del interés individual del accionista de transferir libremente sus acciones⁶, aunque

⁵ Ver por todos: Perdices, 1997.

⁶ Broseta señala que “(...) *es perfectamente lícito que cualquier sociedad quiera proteger la continuidad o la estabilidad de su funcionamiento o, simplemente, la homogeneidad personal que constituye su base colectiva*”. (1984, pp. 57-58)

bien pueden establecerse también a favor un grupo mayoritario de accionistas interesados en mantener el control de la sociedad o la estructura personal del accionariado que lo conforma⁷.

Al respecto, son ilustrativas las palabras de Joaquín Garrigues en el prólogo del libro “Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones” de Manuel Broseta Pont (1984, p. 14):

La sociedad anónima ha sido hasta hoy un mecanismo jurídico que funciona bajo rígidos principios capitalistas. Nace a la vida con un capital determinado, constituido por las aportaciones de los socios que se valoran en dinero, y la cuantía de esas aportaciones es la que mide los derechos y deberes de los socios durante la vida de la sociedad. Lo que cuenta no es la persona, sino el capital. Los socios se valoran por lo que tienen. Y no por lo que son. Quiere esto decir que se excluye el *intuitus personae* para sustituirlo por el *intuitus pecuniae*. Pero en la vida real hallamos sociedades anónimas que no responden a estos principios, sino al contrario, a los principios en que se basan las sociedades personalistas. Es el caso de las sociedades familiares o el de las sociedades anónimas constituidas por personas determinadas que se conocen entre sí, cuyas cualidades personales son decisivas (v. gr., ejercer una cierta profesión o el pertenecer a una determinada empresa o a determinado comercio). En estos casos y en otros similares se tiende a reforzar los vínculos personales entre los socios, y uno de los sistemas jurídicos para conseguirlo consiste en restringir la libre transmisibilidad de las acciones.

A su vez, Broseta (1984) agrega que no siempre las SA responden a los principios y características capitalistas mencionadas:

Por el contrario, es muy frecuente, sobre todo en España, donde abundan las sociedades de pequeño y medio capital y las sociedades familiares en forma de anónimas, que la consideración personal de los socios sea mayor de lo que corresponde a la estructura ideal de la sociedad anónima –destinada a regir la gran empresa, capitalista– como colector de grandes masas de capitales, cualquiera que sea su procedencia. (p. 26)

Las razones detrás de una mayor consideración de las cualidades personales de los accionistas en una SA son diversas. Por ejemplo, tomando en cuenta lo desarrollado por Broseta (1984, p. 26), podemos señalar que entre las razones para defender la integridad del grupo fundacional de la SA que ameriten el establecimiento de restricciones a la libre transmisibilidad se encuentran:

- (i) Ser un conjunto de personas basada en una comunidad de conocimientos técnicos;
- (ii) Tener creencias ideológicas compartidas;
- (iii) Contar con una comunidad de intereses amicales;

⁷ “La propia estabilidad de la sociedad dependerá, algunas veces, del modo como las acciones están repartidas entre los accionistas. Por todo ello, parece lícito que éstos intenten proteger a través de las restricciones estatutarias no sólo el «*intuitus personae*» de sus miembros sino incluso un *statu quo* determinado libremente convenido y aceptado en el momento fundacional”. (Broseta, 1984, pp. 76-77)

- (iv) Pertenecer a una misma familia⁸;
- (v) Pertenecer a un mismo grupo económico;
- (vi) Mantener el control sobre una sociedad filial;
- (vii) Mantener un equilibrio de fuerzas entre dos grupos dentro de una misma sociedad;
- (viii) Impedir la entrada de competidores en calidad de accionistas que puedan perturbar la marcha de la sociedad;
- (ix) Obstaculizar el ingreso de extranjeros en la sociedad que pongan en peligro los intereses nacionales en determinadas industrias;
- (x) Evitar que determinados accionistas abandonen la sociedad.

En tal contexto, a fin de “(...) conservar la integridad personal ante la entrada de accionistas extraños, o para mantener el equilibrio de fuerzas en el seno de la sociedad, se suelen utilizar diversos procedimientos, que establecen un control sobre las transmisiones de las acciones y, por tanto, sobre la sustitución de unos accionistas por otros” (Broseta, 1984, p. 26). Así pues, en palabras de Broseta:

El medio idóneo para ello son las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones, de gran tradición en la práctica de las sociedades anónimas de todos los países y en el derecho universal de sociedades. Estas restricciones presuponen un compromiso entre el derecho a la libre transmisibilidad de la acción y el interés social o de un grupo de socios, al que conviene proteger contra la entrada de elementos perturbadores o desconocidos (cuando las restricciones son estatutarias), o entre aquél y el interés general (cuando son impuestos por la ley) o, en último lugar, entre aquel derecho y el interés en mantener la cohesión de un grupo de accionistas (cuando las restricciones consisten en un pacto o «Sindicato de bloqueo»). (1984, pp. 26-27)

Así las cosas, es entendible que se afirme que “En la práctica, en las sociedades anónimas accionistas que las conforman suelen ser tan o más importantes que los capitales reunidos” (Carrión, 2019, p. 33). De allí que, en estos casos, proteger el componente personal de la SA mediante restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones, se vuelva en la realidad un aspecto de suma importancia.

Por otro lado, es necesario resaltar también que las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones no afectan la consideración de estas como títulos valores de naturaleza negociable⁹. Al respecto, Broseta manifiesta que la acción no pierde su naturaleza de título valor, aunque su circulación quede sometida a ciertas restricciones:

Esta limitación a la libre transmisibilidad del título es corrientemente admitida en la teoría general de los títulos valores, en el sentido de que quien crea un título puede hacer depender su circulación de la observancia de determinados requisitos o condiciones, siempre que ello no produzca una derogación a la ley de circulación del propio título, ni una mutación o conversión de la del título

⁸ Sobre esto, se afirma que “(...) en sede de sociedades familiares, las restricciones a la libre transmisibilidad cumplen una importante función por ser uno de los principales vehículos para evitar la entrada e injerencia de terceros ajenos a la familia en la sociedad”. (Marqués, 2017, p. 505)

⁹ En el artículo 1 de la Ley de Títulos Valores peruana se reconoce expresamente que “(...) Las cláusulas que restrinjan o limiten su circulación o el hecho de no haber circulado, no afectan su calidad de título valor.”

especial elegido (al portador, a la orden o nominativo) en la ley de circulación de otro título distinto, cuando la ley impone coactivamente uno de ellos. (1984, p. 23)

Lo esencial de las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones será que estas no signifiquen una prohibición absoluta y perpetua de transferir. Ya que, de ser así, en este último caso sí se estaría afectando la nota esencial de transferibilidad que ostenta la acción, y con ello la estructura legal misma de la SA. Por ello, la prohibición absoluta de transferir suele generalmente estar proscrita por los ordenamientos societarios.

Ahora bien, el principio de la libre transferencia de acciones en una SA puede tener, por su fuente, limitaciones derivadas de la ley, del estatuto social y/o de pactos entre los socios (y de estos con terceros) (Vicent, 2008, p. 376). Son ilustrativas las palabras de Broseta al respecto:

Las restricciones a la transmisibilidad de las acciones se distinguen, según su fuente o procedencia, en: *legales*, cuando están contenidas en la ley; *convencionales*, cuando son los propios accionistas, generalmente parte y no todos, quienes las convienen como negocio parasocial; y *estatutarias*, cuando son todos los accionistas quienes las acuerdan en el momento constitutivo, o todos o la mayoría de ellos, mediante acuerdo en Junta general previa reforma estatutaria. (1984, p. 28)

Dentro de los tipos de limitaciones permitidas a la transferencia de acciones tenemos principalmente:

- (i) Aquellas que regulan una autorización previa de la sociedad y/o de cierto grupo de accionistas ante una transferencia de acciones;
- (ii) Las que otorgan derechos de preferencia a los accionistas y/o a la sociedad para la adquisición de las acciones;
- (iii) Las que establecen prohibiciones temporales a la transmisión de las acciones; entre otras.

Como se indicó, estas limitaciones pueden venir establecidas ya sea en la ley, en el estatuto o en convenios de socios. Veamos en adelante cada tipología.

2.2. Tipos de limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones

2.2.1. Estipulaciones que condicionan la transferencia de las acciones a una aprobación o autorización previa

Un primer nivel en las limitaciones a la transmisión de las acciones de la SA lo constituyen las estipulaciones que condicionan la transferencia de las acciones a su

aprobación previa por parte de la sociedad, por los accionistas o por un grupo de estos. Admitiéndose inclusive que la autorización recaiga en cabeza de un tercero¹⁰.

En estos casos, si un socio desea transferir, total o parcialmente, sus acciones a un tercero, debe contar antes con la aprobación de la sociedad, de un grupo de accionistas o, en general, del encargado de otorgar la aprobación. De esta manera, el titular de la aprobación respectivo, según sea el caso, podrá evaluar la conveniencia y/o peligrosidad de la transacción, y luego decidir si aprueba o niega la transferencia.

De ser el caso, la SA estará facultada a desconocer cualquier transferencia efectuada a un tercero sin haberse solicitado previamente la autorización o aprobación; o habiéndose solicitado, esta fue rechazada (Broseta, 1984, p. 117).

En estos casos, para que este tipo de estipulaciones no signifiquen una restricción absoluta encubierta a la transmisibilidad de las acciones en la SA, es que se suele requerir que el rechazo o denegatoria se encuentre debidamente fundamentado y de esa manera evitar arbitrariedades¹¹.

Adicionalmente, estas estipulaciones, en ciertos casos, suelen ir acompañadas con una obligación de compra de las acciones objeto de transferencia, por parte de los accionistas o de la sociedad, en caso se decida no aprobar su transmisión al tercero¹². De este modo se trata de no perjudicar al accionista interesado en transferir sus acciones ya que, en caso de rechazo de la transmisión al tercero, igualmente tendrá en la sociedad o en los demás accionistas, a compradores obligados a adquirir las acciones objeto de transferencia.

2.2.2. Estipulaciones que otorgan derechos de preferencia a los accionistas y/o a la sociedad para la adquisición de las acciones

Otro tipo de limitaciones la constituyen aquellas que establecen derechos de preferencia para los accionistas de la SA en caso alguno de ellos opte por transferir sus acciones a un tercero. Estos derechos pueden ser atribuidos además a la sociedad misma o incluso a un tercero.

¹⁰ Para un análisis detallado al respecto véase Perdices, 1997, pp. 56 y ss.

¹¹ Broseta desarrolla algunas situaciones problemáticas al respecto, las mismas que por la finalidad de este trabajo no serán analizadas en esta oportunidad. Sin embargo, dejamos el tema planteado y nos remitimos a las páginas del autor para un mayor desarrollo al respecto: *“Si en líneas generales no cabe dudar de la validez de este tipo de cláusulas, porque, en definitiva, la sociedad se reserva el proteger por sí misma un interés legítimo como es el de su propia composición personal, sin embargo estas cláusulas deben respetar en términos generales ciertos límites de validez y su aplicación concreta debe respetar determinadas normas de conducta, so pena de hacer ineficaz la negativa de la sociedad. A este respecto cabe señalar varios problemas concretos. El primero es que este tipo de restricciones no debe significar por medio de reiteradas negativas una exclusión de la transmisibilidad de la acción. En segundo lugar, el de la naturaleza y límites de la discrecionalidad con que deben aplicarse estas cláusulas por el órgano encargado estatutariamente de conceder el “placet” (autorización). En tercer lugar, si la negativa podrá ser impugnada judicialmente. Y, finalmente, cuál debe ser el plazo dentro del cual la sociedad debe comunicar la autorización o la negativa para no mantener en una incertidumbre indefinida al accionista que desea vender sus acciones”*. (1984, p. 118)

¹² Un ejemplo de este tipo de estipulación con obligación de compra en caso de denegatoria será vista más adelante en el caso del artículo 238 de la LGS.

Estas estipulaciones tienen como función otorgar la preferencia en la adquisición de las acciones objeto de transferencia a los titulares del derecho. Esta preferencia se suele concretizar de dos diferentes maneras. La primera, mediante el otorgamiento de una opción de adquisición previa a la transferencia. La segunda, mediante la posibilidad de sustituirse en el tercero una vez efectuada la transferencia. Al primer mecanismo se le denomina en doctrina “derecho de tanteo” y al segundo, “derecho de retracto”.

Usualmente, en la doctrina civilista suele denominarse “derechos de adquisición preferentes” tanto al derecho de tanteo como al derecho de retracto¹³. Sin embargo, societariamente, si bien ambos derechos buscan otorgar una preferencia para adquirir las acciones de una sociedad, se diferencian tanto en el procedimiento como en el momento en que son ejercidos. Adicionalmente, debe tenerse en consideración que conceptualmente, derecho de tanteo y derecho de retracto son diferentes, tal como explicaremos a continuación.

a) Derecho de tanteo

En virtud del derecho de tanteo, aquel accionista que se proponga transferir sus acciones a un tercero, debe antes comunicar dicha intención a los demás accionistas señalando la identidad del tercero y el precio de la transferencia, para que los accionistas titulares decidan si desean adquirir o no dichas acciones. Sólo en caso los titulares de la preferencia decidan no adquirir las acciones ofrecidas, a partir de ese momento el accionista transferente estará habilitado para transmitir las acciones al tercero, en las mismas o similares condiciones a las comunicadas a los demás accionistas.

El procedimiento de ejercicio del tanteo se da previamente a la transferencia de las acciones al tercero. Y en caso la transferencia se efectúe sin activar el tanteo, de manera irregular, y/o en condiciones distintas a las comunicadas, la sociedad desconocerá la adquisición de las acciones por parte del tercero y, por ende, su calidad como nuevo accionista de la sociedad.

b) Derecho de retracto

En el caso del retracto, este derecho se activa en el momento en que el tercero efectivamente adquiere las acciones de la sociedad. De manera tal que los titulares del derecho de retracto tienen el poder de subrogarse en la posición del tercero adquirente y hacerse de la titularidad de las acciones. El procedimiento de ejercicio del retracto se da posteriormente a la transferencia de las acciones al tercero.

¹³ Ver al respecto, Flores, 2014, pp. 2123 y ss.

A diferencia de lo que sucede con la doctrina civilista, en la doctrina societaria y en los ordenamientos societarios suele utilizarse el término de “derecho de adquisición preferente” para hacer referencia específicamente al “derecho de tanteo”, y no así al “retracto”. Por lo cual, en la presente investigación utilizaremos el término “derecho de adquisición preferente” en directa alusión al derecho de tanteo que poseen los accionistas en los términos explicados y con las precisiones que efectuaremos en el siguiente capítulo.

Dos ejemplos nos son útiles para dejar claras las diferencias entre un derecho de adquisición preferente y un derecho de retracto en los términos expuestos. La legislación societaria peruana regula tanto un derecho de adquisición preferente como un derecho de retracto en el caso de las sociedades anónimas cerradas.

El derecho de adquisición preferente se encuentra regulado en el artículo 237 de la LGS peruana, el mismo que contempla el proceso que debe seguir todo accionista que se proponga transferir sus acciones a un tercero (o incluso a otro accionista). Este proceso consiste básicamente en que ese accionista, antes de efectuar la transferencia al tercero, debe darles la oportunidad a los titulares de la preferencia para que estos opten por adquirir o no las acciones. En caso decidan no ejercer su preferencia, entonces el accionista interesado en transferir quedará libre para transmitir sus acciones al tercero.

Y en cuanto al derecho de retracto, este se encuentra contemplado en el artículo 239 de la LGS, cuyo encabezado indica “Adquisición preferente en caso de enajenación forzosa”¹⁴. Este artículo se enmarca en el contexto de una transferencia forzosa de las acciones de la sociedad, ya sea por ejecución de un embargo, ejecución de garantía mobiliaria, o algún otro supuesto. En estos casos se indica que dentro de los diez (10) días de efectuada la enajenación forzosa de las acciones, la sociedad tiene el derecho de subrogarse al adjudicatario de las acciones, por el mismo precio que se haya pagado por ellas; pudiendo así la sociedad hacerse con las acciones ya transferidas.

Como se puede notar, en el caso del artículo 237 de la LGS el derecho de adquisición preferente se ejerce de manera previa a la transmisión de las acciones; en cambio en el supuesto del artículo 239 de la LGS, el derecho de subrogarse, esto es, el retracto, se ejerce una vez efectuada la transferencia de las acciones al tercero. De allí que, aunque el título del artículo 239 tenga como gorro “adquisición preferente”, en estricto, no es un “derecho de adquisición preferente” en los términos aquí expuestos.

¹⁴ **Artículo 239.- Adquisición preferente en caso de enajenación forzosa**

Cuando proceda la enajenación forzosa de las acciones de una sociedad anónima cerrada, se debe notificar previamente a la sociedad de la respectiva resolución judicial o solicitud de enajenación.

Dentro de los diez días útiles de efectuada la venta forzosa, la sociedad tiene derecho a subrogarse al adjudicatario de las acciones, por el mismo precio que se haya pagado por ellas.

Ahora bien, teniendo claras las diferencias entre derecho de adquisición preferente y retracto, es pertinente indicar que la finalidad de estos derechos es, de modo general, evitar que terceros extraños ingresen al accionariado de la sociedad y a su vez también impedir que el balance de poder dentro de la sociedad se vea alterado (Broseta, 1984, p. 45). Volveremos más adelante, en el Capítulo 2, con una explicación detallada al respecto.

2.2.3. Estipulaciones que establecen prohibiciones temporales a la transmisión de las acciones

En ciertos ordenamientos societarios también están permitidas las prohibiciones temporales a la libre transmisibilidad de las acciones. Esto significa que, por un periodo de tiempo determinado, los accionistas de la sociedad estarán impedidos de transmitir sus acciones. En este caso la limitación temporal a la transmisión se manifiesta de manera absoluta. Por lo cual, cualquier transferencia que se efectúe en contra de esta prohibición no tendrá efectos para la sociedad.

Podría creerse, como ha sido por mucho tiempo una postura bien arraigada en la doctrina, que este tipo de prohibiciones temporales a la libre transmisibilidad de las acciones rompe contra todos los principios capitalistas que sustentan a las SA. Sin embargo, dichas estipulaciones cuentan con aceptación doctrinaria e incluso legislativa.

Existen diversas razones y válidos fundamentos, tanto desde el punto de vista legal como económico, para permitir que, si los socios así lo consideran, puedan establecer una prohibición temporal a la transferencia de acciones de una SA, sin que por ello la naturaleza capitalista de este tipo societario se vea resquebrajada.

Piénsese un caso muy actual hoy en día: el caso de las *Startups*. Una *Startup* es una empresa innovadora y disruptiva que mediante la utilización de nuevas tecnologías crea un negocio con gran potencial de crecimiento y expansión en el corto y mediano plazo. Estas empresas suelen surgir con la idea de una o más personas, los *founders* o emprendedores, que cuentan con el conocimiento técnico para llevar a cabo el negocio mas no con el capital suficiente para ponerlo en marcha.

En ese contexto, los emprendedores suelen asociarse con inversionistas que creen en su idea, denominados *business angels*, que aportan el capital patrimonial suficiente para que la *Startup* pueda crecer y expandirse.

Como puede notarse, en una *Startup*, por más que adopte como forma societaria el de una SA, el componente personal, reflejado en los *founders*, es tan o más importante que el componente capital, representado por los *business angels*. En estos casos, por ejemplo, para proteger la inversión efectuada por los inversionistas ángeles sería insuficiente, hasta contraproducente, establecer derechos de preferencia o de autorización previa ante la eventual transferencia de las acciones de los emprendedores.

En estos casos, un *business angel* requerirá que los *founders* permanezcan dentro de la *Startup*, al menos por un tiempo suficiente que le permita poder recuperar su inversión e idealmente hasta obtener réditos que justifiquen su apuesta económica. Por lo cual, establecer, y aceptar, una prohibición temporal a la transferencia de las acciones de los emprendedores se encuentra más que justificada¹⁵.

Así pues, las prohibiciones temporales a la transmisión de las acciones, en cuanto temporales, no rompen con el Principio de Transmisibilidad de la Acción, ni con los principios que sustentan a la SA. Contrariamente, en contextos donde mantener el accionariado de la SA inalterado por un periodo de tiempo es lo más recomendable y se encuentre justificado, es que estas prohibiciones juegan un rol esencial.

Es importante mencionar que, dado que este tipo de estipulaciones implican derogar temporalmente el Principio de Transmisibilidad de la Acción, es que los ordenamientos societarios suelen requerir que la prohibición conste expresamente en los estatutos sociales. De esa manera, se otorga publicidad y oponibilidad no solo frente a los accionistas de la SA sino también frente a terceros.

Por otro lado, aunque parezca evidente, lo que se encuentra permitido es la prohibición temporal de transferir, no así las prohibiciones absolutas y perpetuas a la transmisión de las acciones. Estas últimas se encuentran proscritas por los ordenamientos societarios siendo inválida su inclusión, tal como veremos más adelante, por ejemplo, en el caso peruano.

2.2.4. Otro tipo de estipulaciones derivadas del *Common Law*

Derivada de las transacciones corporativas internacionales con presencia norteamericana, cada vez son más utilizadas en el Derecho Continental estipulaciones establecidas para las *corporations* del *Common Law*. Veamos sintéticamente algunas de las más conocidas.

a) *Right of first Offer* y *Right of First Refusal*

Dentro de los tipos de derechos y estipulaciones más conocidos tenemos aquellos que conforman los “*First Purchase Rights*” (Derechos de Preferencia) entre los que destacan el “*Right of First Refusal*” (en adelante, “ROFR”) y el “*Right of First Offer*” (en adelante, “ROFO”). El ROFR requiere que el accionista transferente ofrezca la titularidad de las acciones en venta a los demás accionistas, en los mismos términos ofrecidos por un tercero, antes de que éste pueda venderlas a dicho tercero (Kahan, 1999, p. 3).

¹⁵ Es usual en el marco de las *Startups*, principalmente en el *Common Law*, establecer periodos de tiempos en los cuales los accionistas e inversionistas de la sociedad se encuentran prohibidos de transferir sus acciones, por ejemplo, luego de una oferta pública inicial de acciones. Este periodo es conocido como “*lock-up period*” y permite a la empresa mantener su fortaleza ante el ingreso de nuevos inversionistas, a la vez que permite a estos asegurar su inversión.

En el caso del ROFO, este derecho requiere que el accionista transferente permita a los demás accionistas titulares del derecho efectuar una oferta para adquirir las acciones en venta, y en caso el accionista transferente rechace dicha oferta, éste último puede transferir las acciones a un tercero únicamente a un precio mayor que el ofrecido por los titulares del ROFO (Kahan, 1999, p. 3).

Nótese que tanto ROFR y ROFO si bien conceden a su titular la preferencia en la adquisición de las acciones, esta preferencia se concretiza de distintos modos. En el caso del ROFR, los términos de la adquisición serán los ofertados por el tercero y son los accionistas titulares del ROFR quienes decidirán si aceptan o no la oferta del accionista transferente; en cambio en el ROFO, son los accionistas titulares quienes proporcionan los términos de la adquisición, esto es, son quienes efectúan la oferta, y será el accionista transferente quien decida si acepta o rechaza dicha oferta. Es por ello que se suele mencionar que un ROFO es básicamente un ROFR, pero a la inversa (Levin, 2014, p. 12).

b) *Tag-along y Drag-along*

Otros de los derechos y estipulaciones comúnmente utilizadas lo constituyen los “Derechos de Acompañamiento” (“*Tag-along Rights*”) y “Derechos de Arrastre” (“*Drag-along Rights*”).

Por un lado, en virtud de un *Tag-long right*, cuya titularidad usualmente recae en accionistas minoritarios de una sociedad, en caso de venta de las acciones de un mayoritario a un tercero, los titulares tienen el derecho de “acompañar” dicha venta, comprometiendo al transferente a hacer que el tercero adquiera tanto sus acciones como la de los titulares del derecho, ya sea en su totalidad o a prorrata de sus respectivas participaciones.

Este derecho permite a los minoritarios participar de la venta de las acciones del mayoritario, en los mismos términos y condiciones ofertados por el tercero. La activación del derecho de acompañar la venta recae en los minoritarios.

Por otro lado, un *Drag-along right* recae normalmente en los accionistas mayoritarios y los faculta a “arrastar” a los accionistas minoritarios en la venta de sus acciones a un tercero. Usualmente se pacta este tipo de derecho para asegurar la venta de la totalidad de las acciones a un tercero, de manera tal que este pueda obtener el control total de la sociedad. Al igual que con el *Tag-along right*, los términos y condiciones de la adquisición serán los mismos ofertados por el tercero adquirente.

c) *Buy-out agreements*

En virtud de un *buy-out agreement* se requiere que la sociedad o determinados accionistas, adquieran las acciones de un accionista ante la ocurrencia de un determinado evento. El evento que determina la obligación de venta y/o compra de las acciones son diversas, pudiendo ser la muerte del accionista, su retiro de la sociedad, o en caso se trate de un accionista administrador-trabajador de la sociedad, su dimisión o despido de la sociedad, entre otros (Berger, 1989, p. 1163).

Dependiendo de en quien recae el derecho de exigir la adquisición o venta de las acciones, se puede diferenciar entre “*put right*” y “*call right*”. En el caso del “*put right*”, el accionista titular tiene el derecho de que la sociedad u otros accionistas adquieran sus acciones ante la ocurrencia del evento; en cambio, en el caso del “*call right*” es la sociedad o los accionistas los que tienen el derecho de exigir que el accionista venda sus acciones de presentarse el evento.

Uno de los aspectos más importantes a considerar en este esquema es el precio de la adquisición de las acciones, ya que a diferencia de un ROFR o un ROFO, no existe en principio una oferta de por medio ni la participación de un tercero adquirente, por lo cual usualmente se establece un precio previo determinado o determinable (mediante algún método de valorización) al otorgarse el derecho.

2.3. Consideraciones finales sobre las limitaciones a la transferencia de acciones en una SA

Finalmente, para cerrar lo concerniente a este apartado, según se ha explicado, si bien la estructura legal de las SA es de corte esencialmente capitalista, y por ello se predique como regla general la libre transmisibilidad de las acciones que la conforman, hemos visto que es usual en la práctica establecer limitaciones a esta libre transferencia. Las razones que se encuentran detrás son variadas, pero se relacionan básicamente con la intención de los accionistas de proteger el interés social, así como sus propios intereses dentro de la sociedad ante la entrada de terceros extraños a la estructura original de la SA.

Sin perjuicio de la variedad tipológica de estipulaciones que establezcan limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones en una SA, lo fundamental será que estas no signifiquen, directa o indirectamente, una prohibición absoluta o abusiva a la transmisibilidad de las acciones.

Por otro lado, también hemos indicado que las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones en una SA pueden provenir de tres fuentes: la ley, el estatuto de la sociedad y los convenios de socios. Sin embargo, es importante mencionar que no todos los ordenamientos societarios reconocen a estas tres fuentes como idóneas para establecer limitaciones a las transferencias de acciones que puedan ser oponibles a la sociedad. Ello va a depender de la regulación legal que cada ordenamiento brinde a su SA.

Al respecto, si bien se puede afirmar que la configuración y características de la estructura legal de la SA es común a todos los ordenamientos societarios, ello no significa que la regulación societaria específica de cada ordenamiento sea igual. A pesar de existir un tipo societario denominado SA, las características, principios y limitaciones descritas podrían variar y tener notas especiales de acuerdo con el ordenamiento legal societario de cada país.

Teniendo ello en cuenta, entonces además de revisar y tener presente las características y principios configuradores de la SA, será de vital importancia revisar la regulación específica que cada ordenamiento societario ha otorgado a este tipo societario.

Así, a modo de ejemplo, es pacífico aceptar que las limitaciones establecidas en la ley o en los estatutos sociales de la SA son vinculantes para la sociedad, pero no pasa lo mismo con los convenios de socios o acuerdos parasocietarios. Salvo que las legislaciones societarias reconozcan expresamente la vinculatoriedad de los convenios de socios frente a la sociedad, las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones contenidas en estos pactos sólo serán vinculantes entre las partes que lo celebran, mas no frente a la SA.

Ello sucede por ejemplo en España, en donde la legislación societaria permite el establecimiento de restricciones y limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones, pero siempre que consten en el estatuto social. No existe una habilitación y reconocimiento legal de los convenios de socios como idóneos para contener este tipo de limitaciones que puedan ser de obligatoria observancia para la SA. En tales circunstancias, los convenios de socios, y o de estos con terceros, sólo tendrán una eficacia inter partes, no pudiendo ser oponibles a la sociedad¹⁶.

Lo mismo sucedía en el Perú hasta antes de la puesta en vigencia de la LGS, sin embargo, actualmente –tal como veremos a continuación– las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones de la SA son plenamente aceptadas, pudiendo derivar de cualquier de las tres fuentes: legales, estatutarias y convencionales.

III. LIMITACIONES A LA LIBRE TRANSMISIBILIDAD DE LAS ACCIONES EN EL PERÚ

3.1. Reconocimiento pleno de limitaciones al Principio de Libre Transmisibilidad de las Acciones

En el Perú, antes de la entrada en vigencia de la LGS actual, sólo eran válidas y exigibles frente a la sociedad las limitaciones a la transferencia de acciones expresamente establecidas en el estatuto social. Así se indicaba literalmente en el artículo 115 de la ley general de sociedades mercantiles anterior:

¹⁶ En España se afirma que “Es indudable, pues, que desde un punto de vista jurídico los efectos restrictivos de estos pactos de sindicación (convenios parasocietarios) no son muy enérgicos, puesto que no impiden que los terceros adquirentes devengan accionistas, y, además, porque tan sólo obligan a los que lo hayan pactado expresamente”. (Broseta, 1984, p. 51)

Artículo 115.- La transmisión de las acciones nominativas debe ser comunicada por escrito a la sociedad y anotada por ésta en el libro de registro.

Las limitaciones a la libre transmisibilidad de la acción son válidas para la sociedad cuando estén expresamente impuestas por el estatuto y sólo en el caso de acciones nominativas.

En ningún caso, las limitaciones pueden significar la prohibición de transmitir las acciones.

A decir de Ferrero Diez Canseco, esta era prácticamente toda la regulación que dicha ley contenía sobre limitaciones a la transferencia de acciones (1993, pp. 38 y ss.).

La actual LGS trajo consigo una serie de importantes reformas en el ordenamiento societario peruano, entre ellas, el reconocimiento pleno de las limitaciones a la libre transferencia de las acciones provenientes no sólo de fuente legal o estatutaria, sino también convencional. La admisión en la LGS de la validez y exigibilidad de los convenios de accionistas, o de éstos con terceros, frente a la sociedad, permitió extender las fuentes de las cuales pueden derivar dichas de limitaciones¹⁷.

La LGS abandonó así, también en este ámbito, la excesiva rigidez de su antecesora y abrió las puertas para una mayor posibilidad de autorregulación por parte de los accionistas de una sociedad, con una reafirmación del principio de autonomía de la voluntad dentro de los parámetros societarios (Salas, 2008, pp. 65-66).

Es el artículo 101 de la LGS la disposición legal general que contempla la habilitación para las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones de la SA:

Artículo 101.- Limitaciones y prohibiciones aplicables a las acciones

Las limitaciones a la transferencia, al gravamen o a la afectación de acciones no pueden significar la prohibición absoluta de transferir, gravar o afectar.

Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones son de observancia obligatoria para la sociedad cuando estén contempladas en el pacto social, en el estatuto o se originen en convenios entre accionistas o entre accionistas y terceros, que hayan sido notificados a la sociedad. Las limitaciones se anotarán en la matrícula de acciones y en el respectivo certificado.

Cuando así lo establezca el pacto social o el estatuto o lo convenga el titular de las acciones correspondientes, es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o de otra manera afectar acciones.

Igualmente es válida la prohibición temporal de transferir, gravar o afectar acciones, adoptada mediante acuerdo de la junta general, en cuyo caso sólo alcanza a las acciones de quienes han votado a favor del acuerdo, debiendo en el mismo acto separarse dichas acciones en una o más clases, sin que rijan en este caso los requisitos de la ley o del estatuto para la modificación del estatuto.

La prohibición debe ser por plazo determinado o determinable y no podrá exceder de diez años prorrogables antes del vencimiento por periodos no mayores. Los términos y condiciones de la prohibición temporal deben ser anotados en la matrícula de acciones y en los certificados, anotaciones en cuenta o en el documento que evidencie la titularidad de la respectiva acción.

¹⁷ Para un estudio detallado de los convenios de accionistas y su regulación en la LGS, ver Salas, 2008.

De este artículo se desprenden varios aspectos importantes en cuanto a la aplicación de limitaciones al Principio de Libre Transmisibilidad de las Acciones en el ordenamiento peruano:

- (i) Pueden establecerse limitaciones a libre transmisibilidad de las acciones provenientes de diversas fuentes. Estas limitaciones serán de observancia obligatoria para la SA cuando consten en el pacto social o en el estatuto; y también en convenios de accionistas o entre éstos y terceros, notificados a la sociedad.
- (ii) Las limitaciones a la transferencia de acciones deben ser anotadas tanto en la matrícula de acciones como en los respectivos certificados de accionistas.
- (iii) Es posible el establecimiento de prohibiciones temporales a la transmisión de acciones. Las mismas pueden gravar una parte de las acciones de la SA o a la totalidad de éstas. Al ser derogaciones al Principio de Transmisibilidad de las Acciones, éstas deben ser temporales, esto es, por un periodo determinado o determinable, el mismo que no podrá ser mayor de diez años, renovables.
- (iv) Ningún tipo de limitación a la transferencia de acciones puede significar la prohibición absoluta de transmitir. Ello va en armonía con lo indicado respecto de que sí es factible limitar la libre transferencia de acciones, mas no es posible limitar de manera absoluta la transmisibilidad de las acciones.

De modo complementario con estos aspectos, debe tenerse en consideración que en el ordenamiento societario peruano las limitaciones a la transmisión de acciones son de tal relevancia que, la creación de estas limitaciones o la modificación de las existentes, concede a los accionistas el derecho de separarse de la SA¹⁸.

Se demuestra de esta manera que en el ordenamiento societario peruano el Principio de la Libre Transmisibilidad de las Acciones se encuentra relativizado en cuanto las limitaciones al mismo son plenamente permitidas. Más aún, como veremos en adelante, la relativización de este principio se muestra de manera más enfática en nuestro ordenamiento dada la regulación de SA que el legislador peruano ha adoptado.

3.2. Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones y las formas especiales de Sociedad Anónima en el Perú

Dentro de los cambios societarios más importantes que la nueva LGS trajo consigo se encuentra el establecimiento de formas especiales de Sociedad Anónima. Con la dación de esta ley, en el Perú la SA, como tipo societario, tiene tres (3) distintas modalidades: la

¹⁸ **LGS. Artículo 200.- Derecho de separación del accionista**

La adopción de los acuerdos que se indican a continuación, concede el derecho a separarse de la sociedad:
(...)

3. La creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes; y,
(...).

Sociedad Anónima Cerrada (en adelante, “SAC”), la Sociedad Anónima ordinaria o común (en adelante, “SA ordinaria”), y la Sociedad Anónima Abierta (en adelante, “SAA”).

El propósito del legislador societario con la incorporación de este nuevo régimen fue otorgar una mayor flexibilidad a la SA para su utilización en el tráfico económico. Así, se consideró que la suerte de tres niveles instaurados (SAC, SA ordinaria y SAA, en ese orden) permitiría a los empresarios escoger la modalidad de sociedad que mejor calce en sus intereses y en el tamaño de su empresa. Dependiendo del crecimiento económico de la empresa, ésta podría ir adaptándose a una de las formas especiales de SA sin necesidad de sufrir un proceso de transformación. La SAA constituiría la sociedad de los grandes capitales y al otro extremo estaría la SAC, siendo la SA ordinaria la figura intermedia entre ambas (Normand, 1997).

Esta concepción del legislador de la LGS explica que, respecto del régimen de transmisión de acciones, este varíe dependiendo de la modalidad de SA ante la cual estemos. En el caso de la SAA, como sociedad capitalista por excelencia y destinada a transar sus acciones en el mercado bursátil, por regla general, las limitaciones a la libre transferencia de acciones no se encuentran permitidas¹⁹. En cambio, en el caso de la SAC y de la SA ordinaria, el régimen de libre transmisibilidad sí puede ser limitado mediante el establecimiento de restricciones a la transferencia de acciones, estando incluso estas limitaciones preestablecidas por la ley en el caso de la SAC.

La relativización del Principio de Libre Transmisibilidad de la Acción se muestra entonces más evidente con las formas especiales de Sociedad Anónima: SAA y SAC. En la SAA, por el carácter impersonal de esta sociedad derivado de su forma abierta que propicia la libre circulación de las acciones, el Principio de Libre Transmisibilidad se manifiesta de forma plena. Sin embargo, no sucede lo mismo en el caso de la SAC, sociedad anónima con mayor carga personalista, en donde la relativización a este principio se constituye en la regla general. De allí que en el régimen de transmisión de acciones de la SAC se regulen disposiciones legales (imperativas y supletorias) que limitan la libre transferencia de las acciones.

3.3. Las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones en la SAC

Si bien dentro del régimen de la SA en general, de conformidad con el artículo 101 de la LGS, es aceptado el establecimiento de limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones (menos para el caso de las SAA); es en el caso de la SAC que el legislador ha regulado ciertas restricciones a la transmisión de acciones de manera expresa.

¹⁹ Artículo 254.- Estipulaciones no válidas

No son válidas las estipulaciones del pacto social o del estatuto de la sociedad anónima abierta que contengan:

1. Limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones;
2. Cualquier forma de restricción a la negociación de las acciones; o
3. Un derecho de preferencia a los accionistas o a la sociedad para adquirir acciones en caso de transferencia de éstas.

La sociedad anónima abierta no reconoce los pactos de los accionistas que contengan las limitaciones, restricciones o preferencias antes referidas, aun cuando se notifiquen e inscriban en la sociedad.

Lo previsto en este artículo no es de aplicación a las clases de acciones no inscritas de conformidad con lo previsto en el Artículo 252.

Previamente habíamos visto que la SA es la sociedad capitalista por excelencia y cuya configuración legal otorga relevancia primordialmente al aspecto económico concretizado en los aportes sociales, no así al aspecto personal de los socios que la conforman. Como se suele afirmar, en las SA el “*intuitus pecuniae*” prima sobre el “*intuitus personae*”. Es por ello que Broseta (1984) manifiesta que “*En la estructura legal de la sociedad anónima no se toman en consideración las circunstancias personales de los socios* (p. 24).

Sin embargo, no se puede predicar lo mismo respecto de la estructura legal de SA adoptada por la LGS peruana. Nuestra normativa societaria, además de reconocer formas especiales de SA, sí toma en consideración y otorga relevancia al “*intuitus personae*” presente en las SAC, al punto tal de establecer restricciones legales a la libre transferencia de sus acciones a efectos de proteger el carácter cerrado de esta modalidad societaria.

En ese sentido, la LGS regula las siguientes restricciones a la libre transmisión de las acciones en la SAC:

3.3.1. Consentimiento previo de la sociedad para la transferencia de acciones de la SAC

El artículo 238 de la LGS²⁰ regula un claro ejemplo de una estipulación que condiciona la transferencia de las acciones a una aprobación o autorización previa (ver Cap. 1, II, 2.2.1), en este caso, por parte de la SAC. Este artículo contiene una disposición legal habilitante para los accionistas que, si en caso así lo desean, pueden establecer estatutariamente esta restricción a la libre transferencia de acciones.

Entonces, para la aplicación de esta restricción será necesario que la misma sea regulada en el estatuto de la SAC, pudiendo versar sobre la totalidad de las acciones o sobre cierta clase de acciones. El órgano encargado de otorgar la aprobación a la transferencia de acciones es la Junta General de Accionistas, cuyo acuerdo deberá ser adoptado con no menos de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

En caso de denegatoria, esta deberá ser comunicada por escrito al accionista. Sabiamente, la LGS establece que, en caso de denegatoria, la SAC queda obligada a adquirir las acciones en el precio y condiciones ofertados. De esa manera, se resguarda el interés de los accionistas de no ver frustradas las potenciales transferencias de sus acciones y se evita la arbitrariedad por parte de la SAC.

²⁰ Artículo 238.- Consentimiento por la sociedad

El estatuto puede establecer que toda transferencia de acciones o de acciones de cierta clase quede sometida al consentimiento previo de la sociedad, que lo expresará mediante acuerdo de junta general adoptado con no menos de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

La sociedad debe comunicar por escrito al accionista su denegatoria a la transferencia.

La denegatoria del consentimiento a la transferencia determina que la sociedad queda obligada a adquirir las acciones en el precio y condiciones ofertados.

En cualquier caso de transferencia de acciones y cuando los accionistas no ejerciten su derecho de adquisición preferente, la sociedad podrá adquirir las acciones por acuerdo adoptado por una mayoría, no inferior a la mitad del capital suscrito.

3.3.2. Restricciones a la transmisión de las acciones por sucesión

El artículo 240 de la LGS²¹ señala que la transferencia de acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio. No obstante, habilita a los accionistas a pactar, ya sea en el estatuto o en el pacto social, un derecho para adquirir las acciones del accionista fallecido dentro de un determinado plazo desde producida la sucesión hereditaria.

Nótese que esta estipulación contempla un derecho de preferencia de los accionistas para la adquisición de las acciones del accionista fallecido, en la modalidad de un derecho de retracto (ver Cap. 1, II, 2.2.2, b). Si bien este artículo indica que el derecho de adquirir versa sobre las acciones del accionista fallecido, en realidad el derecho habilita una subrogación en la posición de los herederos o legatarios, quienes, por aplicación de la sucesión hereditaria automática, son los nuevos titulares de dichas acciones.

La adquisición se realizará por el valor de las acciones a la fecha del fallecimiento, y en caso de existir discrepancia tendrá que seguirse el procedimiento de determinación del precio contemplado la parte final del artículo 240 de la LGS.

3.3.3. Adquisición preferente en caso de enajenación forzada

Tal como mencionamos previamente (ver 2.2.2 b), la LGS contempla en su artículo 239 un derecho de retracto en caso de enajenación forzada de las acciones de la SAC. Esta enajenación forzada puede provenir ya sea por ejecución de un embargo, ejecución de garantía mobiliaria, o algún otro supuesto.

En estos supuestos se señala que dentro de los diez (10) días de efectuada la enajenación forzosa de las acciones, la SAC tiene el derecho de subrogarse al adjudicatario de las acciones, por el mismo precio que se haya pagado por ellas; pudiendo así la SAC hacerse con las acciones ya transferidas e impedir que estas permanezcan en manos de un tercero no deseado.

Nótese que el titular de la preferencia en este caso no son los accionistas, sino la SAC misma. Adicionalmente, a diferencia de las restricciones indicadas previamente, el artículo 239 de la LGS contiene una norma imperativa, lo cual significa que no es necesaria su regulación en el pacto social o estatuto para que sea aplicable.

²¹ **Artículo 240.- Transmisión de las acciones por sucesión**

La adquisición de las acciones por sucesión hereditaria confiere al heredero o legatario la condición de socio. Sin embargo, el pacto social o el estatuto podrá establecer que los demás accionistas tendrán derecho a adquirir, dentro del plazo que uno u otro determine, las acciones del accionista fallecido, por su valor a la fecha del fallecimiento. Si fueran varios los accionistas que quisieran adquirir estas acciones, se distribuirán entre todos a prorrata de su participación en el capital social.

En caso de existir discrepancia en el valor de la acción se recurrirá a tres peritos nombrados uno por cada parte y un tercero por los otros dos. Si no se logra fijar el precio por los peritos, el valor de la acción lo fija el juez por el proceso sumarísimo.

Con esta disposición legal la LGS refuerza la protección “*intuitus personae*” de las SAC al dejar a consideración de la sociedad el evitar o permitir el ingreso de terceros extraños a su estructura original.

3.3.4. Derecho de Adquisición Preferente

Finalmente, como indicamos también en líneas anteriores (ver Cap. 1, II, 2.2.2, a), la LGS en su artículo 237 contempla un Derecho de Adquisición Preferente para los accionistas y la SAC en caso de transferencia de acciones. La regulación de este artículo es supletoria a la voluntad de los accionistas, lo cual significa que, salvo pacto en contrario establecido en el estatuto, este derecho es aplicable automáticamente.

Al estudio detallado de este derecho dedicaremos los siguientes capítulos de esta investigación.

Como cierre, es relevante mencionar que cualquier transferencia de acciones que se dé en vulneración a las limitaciones legales establecidas en la LGS para el caso de las SAC, mencionadas previamente, de conformidad con el artículo 241 de la LGS²², será ineficaz frente a la SAC, esto es, no surtirá efectos ni podrá ser opuesta a ésta.

IV. CONCLUSIONES

En este capítulo hemos estudiado a la SA y a las limitaciones a la libre transferencia de las acciones. Si bien la configuración legal de la SA como sociedad capitalista dividida en acciones trae consigo la postulación del principio de libre transmisibilidad de la acción, la realidad societaria demuestra que las limitaciones y restricciones a la libre transferencia de las acciones son comúnmente utilizadas, cumpliendo fines valiosos tanto para la sociedad como para los accionistas.

Dependiendo de la regulación societaria de cada ordenamiento, las limitaciones a la libre transferencia de acciones pueden provenir de la ley, del estatuto, del pacto social y/o de convenios de accionistas. La validez de estas limitaciones estará sujeta a que no signifiquen una prohibición absoluta e irrestricta a la circulación de las acciones.

En el ordenamiento societario peruano existe un reconocimiento pleno de las limitaciones a la libre transferencia de acciones; y dependiendo de la forma especial de SA ante la cual nos encontremos, la habilitación para su utilización variará. En la SAA estas limitaciones, por regla general, se encuentran prohibidas; en la SA ordinaria pueden ser establecidas por acuerdo; y en la SAC la ley regula expresamente limitaciones a la transferencia de acciones, tanto de aplicación imperativa como supletoria.

²² **Artículo 241.- Ineficacia de la transferencia**

Es ineficaz frente a la sociedad la transferencia de acciones que no se sujete a lo establecido en este título.

CAPÍTULO 2: EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO

En este segundo capítulo estudiaremos a detalle el Derecho de Adquisición Preferente (en adelante, “DAP”). En la primera parte explicaremos el funcionamiento de un DAP en general, sus diferencias con otros derechos de preferencia, así como su aplicación en diversas áreas del Derecho.

Luego, revisaremos el encuadramiento específico del DAP como limitación a la transferencia de acciones en el Derecho Societario, su contenido y funcionamiento. Asimismo, haremos énfasis en la protección reforzada que brinda la normativa societaria a la inclusión de un DAP como restricción a la transferencia de acciones, lo cual hace más atractiva su utilización.

Finalmente, analizaremos cuáles son los fundamentos y objetivos tradicionales para la inclusión de un DAP en el Derecho Societario. Y de modo complementario, a fin de obtener una visión más completa de este derecho, estudiaremos la perspectiva económica del DAP en el ámbito societario, a propósito de su utilización en el *Common Law*, analizando así el contenido y efectos económicos que esta preferencia trae consigo.

I. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN GENERAL

1.1. Conceptualización

El DAP, también conocido como Derecho de Compra Preferente o simplemente Derecho de Preferencia, es aquel derecho que brinda a su titular una preferencia en la adquisición de un determinado bien de manera previa a su transferencia a un tercero²³.

En el marco de un DAP, el titular propietario de un bien que pretenda transferirlo a un tercero tiene la obligación de poner a disposición del titular del DAP la adquisición del bien de manera previa a su enajenación. El titular del DAP puede optar por adquirir el bien, ejerciendo de esa manera su preferencia en la adquisición; o podría optar por no ejercerla, permitiendo así la transferencia al tercero.

Nótese que el titular del DAP no se encuentra obligado a adquirir el bien en caso de activación del DAP. Ante la puesta a disposición del bien, esto es, ante su ofrecimiento, el titular del DAP tiene un derecho potestativo de adquirirlo o no adquirirlo, y como contrapartida, el propietario del bien se encuentra en una situación de sujeción ante tal decisión. La transferencia de la propiedad al titular del DAP se efectuará sólo en caso éste ejerza su preferencia.

Usualmente, un DAP se activa ante cualquier tipo de transferencia de la propiedad, ya sea (i) a título oneroso o (ii) a título gratuito. En el primer caso, se suele establecer que el precio o valor de la adquisición será el mismo monto sobre el cual se pretende transferir el bien al

²³ Como indicamos anteriormente (Ver Cap. 1, II, 2.2.2), tradicionalmente la doctrina civil ha entendido que un derecho preferente engloba la preferencia en la adquisición de un bien tanto de manera previa a su transferencia (derecho de tanteo), como de manera posterior a la misma (derecho de retracto). No obstante, en esta investigación la utilización del término DAP va referida a la preferencia que se otorga previamente a la transferencia de un determinado bien.

tercero²⁴. En el segundo caso, el monto para el ejercicio del DAP será aquel derivado del mecanismo de valorización del bien que las partes hayan determinado (en caso de que el DAP sea convencional) o el que la ley determine (en caso de DAP de fuente legal).

1.2. Diferencias con otros derechos de preferencia

En ciertas ocasiones se confunde el DAP con otros derechos de preferencia o figuras jurídicas similares, como pueden ser (i) la opción de compra y (ii) el derecho de retracto. Sobre el retracto, recodar que, no obstante se le considere un derecho de preferencia para adquirir un bien, la adquisición se lleva a cabo de manera posterior a la transferencia de la propiedad del bien, con lo cual la dinámica de ejercicio de este derecho es distinta (Ver Cap. 1, II, 2.2.2).

En la opción de compra, o también conocida como contrato de opción, si bien se otorga también un derecho potestativo para la adquisición de un determinado bien, este difiere del DAP en lo siguiente: (i) los términos y condiciones de la adquisición se encuentran previamente establecidos y (ii) para la activación y ejercicio de la opción no es necesario que el bien vaya a ser transferido a un tercero.

En la opción es prerrogativa de su titular decidir el momento en el cual ejerce su derecho de adquirir el bien –dentro de la vigencia de la opción–, independientemente de la voluntad de transferencia del propietario, la cual ya fue otorgada en el momento del establecimiento de la opción, no requiriéndose por ende mayores actuaciones por su parte.

Son ilustrativas al respecto las palabras de Alfaro (2018):

A diferencia, pues, de una **opción de compra**, el pacto de preferencia requiere no sólo de la voluntad del beneficiario de comprar, sino de la voluntad del obligado de vender. En el contrato de opción de compra, **el obligado ya ha consentido vender** al otorgar la opción de compra y ha fijado un precio tanto para la cosa como para el derecho de opción. [Énfasis del original]

Como se puede notar, tanto el DAP como la opción de compra se manifiestan a través de prerrogativas para la adquisición de un determinado bien, sin embargo, difieren en su modalidad de activación y en el procedimiento de ejercicio de cada derecho.

1.3. Aplicación del Derecho de Adquisición Preferente a diversas ramas del Derecho

Debido a su utilidad económica²⁵ y a los intereses envueltos en un derecho de preferencia, el DAP ha sido utilizado históricamente en diversas áreas del Derecho sirviendo a múltiples propósitos. Por ejemplo, además de su utilización en el Derecho Societario para limitar la libre transferencia de acciones o participaciones y otorgar preferencia a los demás socios y/o a la sociedad, los DAP han sido utilizados para casos de:

- (i) Venta de predios rústicos, otorgando preferencia a los colindantes;

²⁴ Ello no obsta para que, en algunas ocasiones, en caso se considere que dicho precio no refleja el valor “real” del bien, se establezcan mecanismos adicionales para su valorización; tal como veremos más adelante.

²⁵ Más adelante efectuaremos un análisis detallado de los aspectos económicos del DAP. Ver al respecto, el Capítulo 2, IV, 4.2.1.

- (ii) transferencia de bienes inmuebles arrendados, otorgando preferencia al arrendatario²⁶;
- (iii) transmisiones de oficinas de farmacia otorgando preferencia a cotitulares, empleados, familiares, y titulares de otras farmacias²⁷;
- (iv) transferencias de bienes en copropiedad;
- (v) transferencia de concesiones mineras;
- (vi) transferencia de bienes culturales, asignando la titularidad del derecho al Estado²⁸;
- (vii) franquicias, *joint ventures*²⁹ y *joint operating agreements*³⁰;
- (viii) transferencias de acciones y participaciones sociales, entre otros.

En los casos en los cuales un DAP ha sido establecido, ya sea legal o convencionalmente, se busca amparar intereses de personas que normalmente, no siendo propietarios, tienen una alta valoración por la adquisición del bien derivado de su vinculación o proximidad con dicho objeto³¹, lo cual a su vez justifica limitar la libre disposición del bien por parte del propietario. Adicionalmente, se suele buscar otorgar una mejor asignación de la propiedad a aquellos que estén en una mejor capacidad o posición de aprovecharla económica y socialmente³².

Dependiendo del caso en concreto, el DAP tendrá un procedimiento de activación y ejercicio específico según la fuente que lo contemple (legal o convencional). Sin perjuicio de ello, podemos señalar que todo procedimiento de ejercicio del DAP suele contar con tres pasos generales: (i) comunicación de la posible transferencia del bien a un tercero por parte del propietario dirigida al titular del DAP, (ii) ejercicio o no del DAP por parte del titular, y (iii) transferencia al tercero en caso de no ejercicio del DAP.

II. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO

El Derecho Societario³³ es una de las áreas en las cuales el DAP cuenta con un mayor desarrollo. Históricamente, el DAP se ha constituido en uno de los principales mecanismos para limitar la libre transferencia de las participaciones sociales de una sociedad. Habiendo

²⁶ Ver por todos: Flores, 2014, pp. 2123 y ss.

²⁷ Ver al respecto Gonzales, 2003, pp. 14-18.

²⁸ Ley General del Patrimonio Cultural de la Nación, Ley No. 28296.

Artículo 9.- Transferencia de bienes

(...)

9.4 El Estado tiene preferencia en la transferencia onerosa de bienes integrantes del Patrimonio Cultural de la Nación, bajo sanción de nulidad.

²⁹ Walker, 1999, pp. 7-8.

³⁰ Abright, 1978; Slatery y Davis, 2009.

³¹ Respecto a la utilización de un DAP en el contexto del Common Law, se indica que “*The main rationale behind rights of first refusal is the idea that the rightholder will likely value the encumbered property more highly than any third party bidder, either because of investment made in the property or perhaps because of intangible value from using the property over a long period of time (such as business goodwill, sentimental value, etc.).*” (Mitchel, 2001, pp. 987-988)

³² Un DAP puede tener, de manera no exclusiva, cualquiera de los siguientes propósitos: “(1) *preventing either (a) the sale of the property to a person who may use it in an undesirable manner, or (b) the loss of a valuable piece of property, contract, business opportunity, or employee to a competitor; (2) ensuring compatible management of an asset; (3) ensuring continued control over a business or property; or (4) providing an opportunity to purchase an desirable property or to obtain a business or a job. Which of these purposes underline a first-refusal right depends, in large measure, on the nature of the parties’ relationship*” (Lillard et. al, 2010, p. 445).

³³ Entendemos al Derecho Societario como el conjunto de “(...) *las normas que tienen por objeto regular la formación, organización, estructura y extinción de todas las sociedades (...)*” (Elías, 2015a, pp. 38-39).

nacido en el seno de las sociedades personalistas, el DAP se ha extendido también a las sociedades capitalistas. Y en ambos casos cumple con la finalidad de (i) proteger la estructura personalista de la sociedad evitando el ingreso de terceros no deseados y (ii) mantener el equilibrio de poderes de los socios dentro de la estructura societaria.

No obstante que el DAP pueda estar establecido en cualquier tipo de sociedad, a efectos de este trabajo nos interesa centrarnos en la Sociedad Anónima (en adelante, “SA”). Por ello, si bien el desarrollo que a continuación se efectúe puede ser aplicado extensivamente a todo tipo societario, el centro de análisis lo constituyen las SA.

2.1. Contenido y funcionamiento general del Derecho de Adquisición Preferente en el ámbito societario

El DAP, en el contexto societario, se manifiesta como aquel derecho que ostentan los socios para ser preferidos ante cualquier posible transferencia de las acciones o participaciones sociales, ya sea a un tercero o a otro socio. No es inusual que la sociedad misma sea también titular del DAP, y en ciertas ocasiones, incluso un tercero. El contenido, funcionamiento y alcance del DAP será aquel que establezca fuente del derecho: la ley, el pacto social, el estatuto, o el convenio societario respectivo, según corresponda.

Sin perjuicio de la regulación específica que tenga cada DAP en una determinada sociedad, siguiendo a una doctrina autorizada (Broseta, 1984, pp. 102 y ss.), podemos señalar que el procedimiento de ejercicio del DAP suele tener el siguiente funcionamiento:

- (i) Toda transmisión de acciones deberá ser comunicada a la sociedad previamente a ser efectuada. La comunicación deberá contemplar la cantidad de acciones objeto de transmisión, la identidad del tercero adquirente, así como las demás condiciones de la transferencia.
- (ii) La administración de la sociedad –gerente general o directorio, según corresponda–, dentro de un plazo determinado, deberá comunicar a los titulares del DAP la potencial transferencia a efectos de que puedan ejercer su DAP.
- (iii) Dentro de un plazo expresamente establecido, los titulares del DAP que deseen adquirir las acciones deberán comunicarlo a los administradores. De ser más de uno los titulares del DAP interesados en adquirir, la adquisición se llevará a cabo según el mecanismo establecido, usualmente de manera proporcional a la participación de cada uno en el capital social.
- (iv) Si ningún titular del DAP manifiesta, dentro del plazo señalado, la intención de ejercitar su preferencia, en ciertas ocasiones se activa un DAP subsidiario a favor de la sociedad para que, dentro de un plazo determinado, ésta decida si lleva a cabo la adquisición³⁴.

³⁴ En algunos casos la figura es a la inversa, esto es, la sociedad es la titular principal del DAP y los accionistas son titulares subsidiarios del DAP. Lo cual significa que sólo si la sociedad decide no ejercer su DAP, los demás accionistas entran en escena para la adquisición.

- (v) En cualquiera de los escenarios descritos en el numeral anterior, si transcurridos los plazos establecidos sin que los titulares del DAP hayan comunicado su intención de adquisición, el socio queda habilitado para transmitir las acciones al tercero, normalmente en los mismos términos que fueron comunicados.
- (vi) En ciertas ocasiones se establece también el plazo dentro del cual el socio debe cerrar la transferencia con el tercero, y si transcurrido el mismo no se verifica la trasmisión, el proceso de ejercicio del DAP deberá iniciarse nuevamente.
- (vii) Cualquier transferencia que se lleve a cabo en contravención del procedimiento indicado, será inoponible frente a la sociedad, es decir, no surtirá efectos frente a ella. Por lo cual, la sociedad estará obligada a no reconocer tal transferencia.

2.2. Protección reforzada del Derecho de Adquisición Preferente en el Derecho Societario

Un aspecto de suma importancia a considerar es que, dentro del Derecho Societario, el DAP cuenta con una protección reforzada ante su inobservancia, en contraste con los DAP contemplados fuera del ámbito societario. Nos explicamos.

Un DAP fuera del ámbito societario es susceptible de ser incumplido conllevando así que el bien objeto del derecho sea transferido a un tercero contraviniendo la preferencia de los titulares del DAP. Imagínense, por ejemplo, una situación en donde el propietario arrendador de un inmueble inobserva el DAP del arrendatario y transfiere el bien a un tercero. En este caso, a pesar del incumplimiento del DAP, el tercero se convertirá en el nuevo propietario del inmueble.

En este tipo de circunstancias, salvo que la ley establezca algo distinto, la contravención del DAP no impedirá que la transferencia se efectivice en la realidad. Tal incumplimiento conllevará a lo mucho a una situación de responsabilidad (contractual o extracontractual, dependiendo de la fuente) por parte del transferente frente al titular de la preferencia (concretizada en una obligación de indemnizar los daños y perjuicios causados por la inobservancia del DAP), pero la transferencia será eficaz³⁵.

En el Derecho Societario, si bien un DAP puede también ser incumplido y las acciones objeto de preferencia ser transferidas al tercero sin observar la preferencia, la enajenación efectuada en contravención del DAP no surtirá efectos frente a la sociedad. Lo cual significa que, así las acciones hayan sido transferidas al tercero, y este sea jurídicamente el nuevo propietario de las mismas, tal transferencia no podrá ser opuesta a la sociedad, será ineficaz para ésta. Ello en la realidad implica que la transferencia realizada no tendrá consecuencias prácticas dado su no reconocimiento por parte de la sociedad.

³⁵ Dada la ausencia de sanción expresa ante la inobservancia del DAP fuera del ámbito societario, su incumplimiento recaerá netamente en el plano obligacional. Por ejemplo, ante el establecimiento de un DAP contractualmente, la observancia del DAP se convierte en una obligación contractual, ante cuyo incumplimiento se generará responsabilidad contractual; pero la transferencia del bien no podría verse afectada ya que el DAP establecido no es oponible a terceros, no generando ningún tipo de vinculatoriedad para éstos últimos.

Esta protección reforzada que brinda el Derecho Societario al DAP ante potenciales incumplimientos, hace de este derecho un mecanismo cuasi infranqueable. Decimos cuasi, ya que tal virtud tendrá que estar aparejada con una adecuada regulación del DAP para su correcto ejercicio.

Finalmente, cabe señalar que esta protección dependerá en su caso de la regulación que cada ordenamiento societario brinde al DAP y a sus fuentes. Por ejemplo, en ordenamientos como el peruano en donde el DAP puede venir establecido ya sea en la ley, en el pacto social, en el estatuto o en convenios de accionistas, la protección es plena toda vez que la sociedad está obligada a respetar todos estos instrumentos. En cambio, en ordenamientos como el español en donde los convenios parasocietarios no son exigibles frente a la sociedad, un DAP allí incluido no contará con esta protección reforzada³⁶.

III. FUNDAMENTOS Y OBJETIVOS TRADICIONALES DE LA INCLUSIÓN DE UN DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO

En general el DAP, tal como los otros tipos de limitaciones a la libre transferencia de acciones, busca proteger la estructura personalista de una sociedad mediante el impedimento de la adquisición de las acciones por parte de terceros. Por lo cual, un primer gran fundamento para la inclusión de un DAP es la conservación de la estructura accionaria originaria de la sociedad.

Sin embargo, si se tiene en cuenta que un DAP también puede ser establecido para supuestos de transferencia de acciones no sólo a terceros ajenos a la sociedad, sino también a los propios socios de la sociedad, tenemos que el DAP también tiene como fundamento la conservación de la estructura de poder dentro de la sociedad.

En adelante, veremos de manera un tanto más detallada ambos fundamentos de la inclusión de un DAP dentro de una sociedad.

3.1. Protección de la estructura accionaria original de la sociedad

Un DAP suele ser establecido dentro de una sociedad con la finalidad de proteger y conservar la estructura accionaria original de la sociedad. Como explicamos en el Capítulo 1, en una sociedad donde el componente personal y cualitativo de los socios que la conforman es de vital importancia para el inicio y continuidad del negocio, la limitación a la libre transferencia de acciones se convierte en una regla³⁷. Precisamente, el DAP coadyuva a la protección del componente personal dentro de la sociedad.

Esta protección se brinda a través de la doble función que cumple el DAP respecto de sus beneficiarios (Alfaro, 2018): (i) permitir a los titulares adquirir las acciones objeto de

³⁶ En España se afirma que *“Es indudable, pues, que desde un punto de vista jurídico los efectos restrictivos de estos pactos de sindicación (convenios parasocietarios) no son muy enérgicos, puesto que no impiden que los terceros adquirentes devengan accionistas, y, además, porque tan sólo obligan a los que lo hayan pactado expresamente”* (Broseta, 1984, p. 51).

³⁷ Como señala De Trazegnies (2001): *“En tal situación la sociedad anónima se constituye también intuitu personae, es decir, teniendo adicionalmente en consideración a las personas. Esto significa que la affectio societatis o intención de las partes de formar una sociedad y trabajar juntos dentro de ella, tiene un elemento personal basado en el conocimiento y la confianza recíprocos”*. (p. 231) [Énfasis del original]

transferencia (“interés en la adquisición”); y, (ii) impedir su transmisión a terceros (“interés autorizativo”). De esa manera, si los titulares del DAP no desean que el tercero ingrese a la sociedad, tendrán que ejercer su DAP y adquirir las acciones en transferencia.

Al respecto, son oportunas las palabras de De Trazegnies (2001, p. 232) sobre la función protectora del DAP:

Este derecho tiene, entonces, por objeto dar una seguridad relativa a los accionistas de que, de buenas a primeras, no se van a encontrar como socios de una sociedad diferente, con otros accionistas, con una composición accionaria distinta, lo que puede dar lugar a que se decida su cambio de objeto social u otras modificaciones en aspectos substanciales de la organización o de la operación de la empresa, de modo que un grupo de accionistas se encuentre que forma parte de una sociedad que no es aquella en la que aportó su dinero y en la que no tiene ningún control ni confianza.

La protección de la confianza y conocimiento recíprocos entre los miembros del accionariado de una sociedad es fundamental para el establecimiento de un DAP.

Por otro lado, nótese que, con el DAP, el interés del accionista transferente –de enajenar sus acciones– también se ve protegido. El transferente va a tener la seguridad de que la transmisión de sus acciones se va a producir, ya sea al tercero o a los titulares del DAP. Una denegatoria del ejercicio del DAP por parte de los titulares no significará entonces una frustración de la transferencia, sino –contrariamente– una autorización para su realización.

De esa manera, el DAP sirve como un filtro para el ingreso de terceros al accionariado de la sociedad. En caso los titulares del DAP consideren que la transferencia de las acciones al tercero podría significar un peligro para la marcha de la sociedad o una amenaza a sus intereses, entonces procederán a denegarla mediante la adquisición de dichas acciones, conservando así el accionariado original de su sociedad.

Valga decir que no siempre el ingreso de un tercero al accionariado será visto como un peligro, dado que puede haber situaciones en las cuales abrirle las puertas de la sociedad sea lo más recomendable. Piénsese en casos en donde el tercero entra a repotenciar la sociedad, ya sea financiera, técnica o comercialmente. En tales situaciones, un no ejercicio del DAP y el consiguiente ingreso del tercero, se presentan como la mejor opción a tomar.

3.2. Conservación de la estructura de poder dentro de la sociedad

El DAP no tiene como único fundamento y objetivo la protección del accionariado original de la sociedad, sino también busca conservar el equilibrio de poderes dentro de éste. Tal como señalamos previamente, un DAP suele establecerse no sólo para las transferencias de las acciones a un tercero, sino también para transmisiones hacia otro de los socios de la sociedad. En estos escenarios no existe peligro de ingreso de terceros, pero sí una potencial amenaza de desequilibrio en la estructura accionaria de la sociedad.

Como fue explicado (ver Cap.1, I, 1.1.1), la estructura accionaria de una sociedad queda determinada, por regla general, por la cantidad de aportes patrimoniales efectuados por los socios. Así, la cantidad de acciones que tendrá cada socio será directamente proporcional al aporte efectuado. Esta distribución de acciones se efectúa en el momento de creación de la

sociedad. De manera tal que quien contribuyó patrimonialmente más a la sociedad, tendrá mayor cantidad de acciones y, por ende, mayores derechos políticos y económicos. Lo cual a su vez reflejará su grado de poder y control sobre la sociedad.

Este equilibrio inicial establecido en el accionariado de la sociedad al momento constitutivo puede ser fácilmente afectado con la libre transmisión de las acciones de un socio a otro. Así, sólo sería suficiente que uno de los socios decida transmitir sus acciones a alguno de sus pares para que el poder dentro de la sociedad varíe. Para que ello no se produzca tan sencillamente, es que suele establecerse que las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones aplican también ante transferencias internas en la sociedad.

De lo indicado se desprende que, para los socios de sociedades con dotes personalistas, no sólo es importante que terceros no ingresen a su sociedad, sino que es igual de relevante el mantenimiento del equilibrio de poderes original de la sociedad. Los socios no querrán perder el control de su sociedad ni por injerencia de terceros ni por desequilibrios de poder en el accionario. Y precisamente, el DAP sirve para resguardar ambos aspectos.

Es importante mencionar que, además del DAP existen otros derechos de preferencia que apuntan también a la conservación del accionariado original de la sociedad y con ello a mantener el equilibrio de poderes en la sociedad, sino que en contextos distintos. El Derecho de Suscripción Preferente (en adelante, “DSP”) es uno de ellos.

El DSP es el derecho que tienen los socios de conservar su participación dentro del capital social en contextos de aumento de capital. De esa manera, ante un incremento de capital en la sociedad, cada accionista tendrá el derecho de suscribir una proporción tal de acciones que le permita mantener inalterados sus derechos políticos y económicos en la sociedad³⁸. Este es un derecho preferente ya que, usualmente, en caso los accionistas decidan no participar en el aumento de capital, recién se habilitará la participación de terceros en la suscripción de acciones.

En ocasiones se suele confundir los conceptos de DAP y DSP, sin embargo, debe tenerse en cuenta que son derechos distintos que, si bien comparten similar función, se aplican en contextos distintos. El DAP se activa ante transferencias de acciones, en cambio el DSP se activa ante aumentos de capital para la suscripción de acciones. Por lo demás, ambos comparten el ser derechos que tratan de evitar el ingreso de terceros a la sociedad³⁹ y de mantener el equilibrio de poder en el accionariado.

Finalmente, debe tenerse en consideración que la función del DAP en el mantenimiento de la estructura de poder de la sociedad se manifiesta de dos maneras. La primera, al activarse no solo en casos de transferencia de acciones a terceros, sino también a los mismos socios. Y la segunda que, en cualquiera de ambas situaciones, el ejercicio del DAP se dará de manera proporcional a la participación que cada accionista titular tenga dentro de la sociedad. Con

³⁸ “El DSP nace como respuesta a la dilución de las participaciones accionarias que se podían producir en cada aumento de capital en el supuesto que no se permitiera al accionista, o no quisiera o pudiera, intervenir en él, suscribiendo las nuevas acciones que se emitían. El efecto era no sólo la disminución de su porcentaje participatorio sino también la pérdida de su influencia al interior de la sociedad. Había entonces una merma de la posición económica y de la posición política del accionista”. (Salas, 1995, p. 17)

³⁹ En palabras de Salas (1995), “El DSP también responde a la necesidad de evitar que ingresen a la sociedad socios cuya presencia pudiera resultar perturbadora para la marcha social o para los intereses de los socios”. (p. 17)

lo cual, en un escenario ideal de ejercicio de DAP por todos los titulares, el equilibrio de poder de los accionistas que quedan dentro de la sociedad no variará.

Nótese que indicamos que el mantenimiento de la estructura de poder dependerá de un escenario ideal de ejercicio del DAP por todos los titulares, ya que si alguno de ellos decide no ejercerlo, inevitablemente la estructura de poder variará. Sin embargo, en estos casos, como bien menciona De Trazegnies, ya es un problema derivado (teóricamente) de la exclusiva voluntad de esos socios, quienes con su no ejercicio están decidiendo modificar su participación en la composición del poder social (2001, p. 234).

IV. PERSPECTIVA ECONÓMICA DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL DERECHO SOCIETARIO. FUNDAMENTOS E IMPLICANCIAS ECONÓMICAS.

Respecto al estudio del DAP, la doctrina societaria principalmente se ha ocupado de estudiar y analizar sus fundamentos y objetivos tradicionales desde un aspecto netamente societario, los señalados en el apartado anterior. Sin embargo, la riqueza del DAP sobrepasa las funciones societarias clásicas que se le ha asignado a este derecho de preferencia, teniendo fundamentos e implicancias económicas de suma importancia que no pueden ser dejados de lado en su análisis.

En este apartado nos detendremos en la importancia de los aspectos económicos que tiene el DAP. Para ello haremos un repaso de la regulación y contenido de un derecho de preferencia, como el DAP, en el *Common Law*, sistema en el cual el análisis económico de los derechos de preferencia ha sido más difundido.

4.1. El Derecho de Adquisición Preferente en el *Common Law* como Derecho de Preferencia

La primera pregunta que surge es si, en el *Common Law* existe un DAP general en los términos aquí expuestos. Una primera aproximación a la respuesta nos lleva a indicar que un DAP calzaría dentro de los denominados “*First Purchase Rights*”⁴⁰ (Derecho de Preferencia o de Adquisición Preferente). Sin perjuicio de ello, debemos tener en cuenta que dentro de este grupo se encuentran diversos tipos de derechos que cuentan con objetivos y funcionamiento distintos.

Dentro de los tipos de derechos más conocidos que conforman los “*First Purchase Rights*” tenemos al “*Right of First Refusal*” (en adelante, “ROFR”) y al “*Right of First Offer*” (en adelante, “ROFO”) (Kahan, Leshem y Sundaram, 2007, p. 2).

El ROFR requiere que el propietario de un bien ofrezca la propiedad al titular del derecho en los mismos términos ofrecidos por un tercero antes de que el propietario pueda venderlo a dicho tercero (Kahan, 1999, p. 3). En el caso del ROFO, este derecho requiere que el propietario de un bien permita al titular del derecho efectuar una oferta para adquirir dicho bien, y en caso el propietario rechace dicha oferta, éste último puede vender el bien a un

⁴⁰ Dentro de esta categoría tenemos derechos tales como: *Right of First Offer*, *Right of First Refusal*, *Option right*, y *el Right of first negotiation*, entre otros.

tercero únicamente a un precio mayor que el ofrecido por el titular del ROFO (Kahan, 1999, p. 3).

Como se puede notar, el ROFR y ROFO si bien conceden a su titular la preferencia en la adquisición de un determinado bien, esta preferencia se concretiza de distintos modos. En el caso del ROFR, los términos de la adquisición serán los ofertados por el tercero y es el titular quien decide si acepta o no la oferta del propietario; en cambio en el ROFO, el titular es quien proporciona los términos de la adquisición, esto es, es quien efectúa la oferta, y será el propietario quien decida si acepta o rechaza dicha oferta. Es por ello que se suele mencionar que un ROFO es básicamente un ROFR, pero a la inversa (Levin, 2014, p. 12).

En el esquema del ROFR, el titular tiene el “Derecho de Primer Rechazo” de la oferta de adquisición del bien objeto de la preferencia, o lo que es lo mismo, tiene el derecho de aceptar la oferta del propietario en primer lugar, antes de que el bien sea transferido al tercero. En el esquema del ROFO, el titular tiene el “Derecho de Primera Oferta” sobre el bien objeto del derecho antes de su posible transferencia a un tercero, y es el propietario quien tiene la prerrogativa de aceptar o rechazar esa oferta.

Adicionalmente, es de tener en cuenta que, tanto en el ROFR como en el ROFO, si el titular del derecho o el propietario, respectivamente, aceptan la oferta de su contraparte, se forma un contrato de compraventa en los términos ofertados (Circo, 2016, p. 10). En ambas situaciones también, en caso de no aceptación de la oferta, el propietario quedará habilitado a transferir el bien al tercero, generalmente, sólo en los mismos términos ofrecidos o, según se haya establecido, en términos no menos favorables para el propietario (Circo, 2016, p. 10), o visto de otro modo, no más favorables para el tercero.

Es importante tener claro tales semejanzas y diferencias, toda vez que es usual que entre los operadores legales ROFO y ROFR sean confundidos y no puedan ser siempre distinguidos claramente (Circo, 2016, p. 10).

4.1.1. *Right of First Offer* y *Right of First Refusal* en el Derecho Societario

En el *Common Law*, el ROFO y ROFR, como derechos de preferencia, son utilizados en una variedad de situaciones, tales como, en transferencias de propiedades (inmuebles y arrendamientos), en *joint ventures*, en contratos de franquicia, contratos de gestión, en instrumentos de gas y petróleo, y en acuerdos entre accionistas de sociedades cerradas (Kahan, 1999, p. 4; Lillard, Szygenda y Wise, 2010, p. 440). No obstante, en esta ocasión nos interesa su utilización dentro del Derecho Societario, y específicamente, su utilización en contextos de transferencias de acciones.

En el Derecho de Sociedades, ROFR y ROFO suelen ser establecidos dentro de una sociedad como limitaciones a la transferencia de participaciones (“*stock transfer restrictions*”). De manera general, al igual que en el *Civil Law*, en el *Common Law* estas limitaciones sirven a una variedad de propósitos, tales como, permitir a los socios fundadores controlar la sustitución o adición de socios en el futuro; evitar la intromisión de terceros a la sociedad; mantener la distribución de poder de los socios fundadores; cumplir con obligaciones legales; entre otros (Norton, 1985, p. 804).

A modo de ejemplo, en el ámbito societario norteamericano, son en las sociedades cerradas (*close corporations* o *closely-held corporations*)⁴¹ donde es más usual encontrar restricciones a la transferencia de acciones, en especial, ROFR y ROFO; siendo el ROFR el tipo de restricción a la transferencia de acciones más utilizado en el marco de las sociedades cerradas (Berger, 1989, p. 1144). En este contexto, el ROFR se ha desarrollado como una herramienta utilizada por los accionistas para restringir la libre transmisibilidad de las acciones de una sociedad cerrada (Walker, 1999, p. 60).

El ROFR es también conocido como “*preemptive right*” (Mitchell, 2001, p. 985), “*preferential right to purchase*”, “*preferential right*”, “*first-refusal right*” (Lillard et al., 2010, p. 435) o “*first option to buy*” (Levin, 2014, p. 6).

Un ROFR puede ser clasificado como “recíproco” o como “unilateral”, dependiendo de la relación entre los participantes (Walker, 1999, p. 12). En el ámbito societario, el otorgamiento de un ROFR suele ser “recíproco”, esto es, se da entre los accionistas de la sociedad, pudiendo ser incluso titular de tal derecho la misma sociedad (Walker, 1999, p. 13).

Estos derechos de preferencia suelen ser establecidos en la escritura de constitución (*charter*) o en los estatutos (*bylaws*) de la sociedad cerrada o en convenios entre accionistas (*shareholders' agreements*) y tienen duración perpetua (Walker, 1999, p. 13). Al adoptar un ROFR, usualmente los accionistas de una sociedad prometen que sólo venderán sus acciones después de negociar un precio con un tercero y luego de ofrecer las acciones a ese precio a los demás accionistas (Walker, 1999, p. 1).

Al igual como sucede en el caso del DAP, un ROFR se establece para asegurar la compatibilidad en la administración de la sociedad, mantener el control familiar (Easterbrook y Fischel, 1991, p. 229), y/o para proteger a los accionistas del ingreso de un extraño (Walker, 1999, p. 3). De esa manera, con el establecimiento de un ROFR los accionistas se reservan para sí el decidir a sus futuros socios, así como el de prevenir el ingreso de terceros de dudosa integridad o reputación (Walker, 1999, p. 35).

A su vez, un ROFR proporciona la oportunidad a los accionistas de incrementar su porcentaje de participación en el accionariado de la sociedad en caso decidan ejercer su derecho por el precio ofrecido (Lillard et al., 2010, p. 446).

En el caso del ROFO, se contempla que todo aquel accionista que desee transferir sus acciones a un tercero, deberá primero comunicar a los demás accionistas –o a la sociedad, según corresponda– su intención de transferir sus acciones, para que éstos últimos le efectúen una oferta de adquisición. En caso el accionista transferente no acepte la oferta de los titulares del ROFO, se encontrará habilitado para transferir las

⁴¹ “The following factors generally characterize a closely-held corporation: (1) a small number of shareholders; (2) a lack of a public trading market for the corporation’s stock; (3) a close relation between management and at least the principal shareholders; (4) a personal relationship among all or some of the shareholders; (5) shareholder knowledge about the corporation; (6) shareholder desire to exert some control over the corporate voting process; and (7) an informality in a day-to-day management of the corporation”. (Norton, 1985, p. 785)

acciones al tercero usualmente sólo en términos más favorables para el transferente que los ofrecidos por el titular del ROFO.

Como mencionamos previamente, si bien ROFO y ROFR son derechos que otorgan a su titular la preferencia en la adquisición de los bienes en cuestión (en este caso las acciones), se diferencian tanto en el procedimiento de ejercicio, como en el poder que otorgan a su titular. En el ROFR el titular del derecho tiene la prerrogativa de aceptar o no la oferta que le efectúe el accionista transferente (cuyos términos serán aquellos ofrecidos por el tercero); en cambio, en el ROFO el derecho del titular se limita a efectuar una oferta, siendo prerrogativa del accionista transferente el decidir si la acepta o no. Visto de esa manera, puede decirse que el ROFR coloca en una mejor posición a su titular de cara a la adquisición de las acciones objeto de transferencia.

4.1.2. ¿El Derecho de Adquisición Preferente es un ROFR o un ROFO?

De modo general, consideramos que, en el ámbito societario, el ROFR es el derecho que guarda idéntica similitud con el DAP, tanto en finalidad como en funcionamiento:

- (i) En ambos casos tienen como finalidad otorgar una prerrogativa a los accionistas o la sociedad para la adquisición de las acciones de manera previa a que sean transferidas a un tercero.
- (ii) El procedimiento se inicia, generalmente, con la propuesta de adquisición de un tercero, la misma que determina los términos de la oferta que enviará el accionista transferente a los titulares de la preferencia antes de poder transferir las acciones al tercero.
- (iii) Sólo en caso los titulares del derecho decidan no ejercer su preferencia, el accionista quedará habilitado a transferir las acciones, generalmente, en los mismos términos comunicados a los titulares del derecho.

En ese sentido, podemos afirmar que DAP y ROFR, en tanto derechos de preferencia y limitaciones a la transferencia de las acciones de una sociedad, son figuras equivalentes en el marco del Derecho Societario en el *Civil Law* y en el *Common Law*.

Es importante mencionar que la equivalencia entre DAP y ROFR se vuelve menos nítida fuera del ámbito societario. El ROFR en el *Common Law* es un derecho de preferencia que abarca situaciones más amplias que la sola adquisición de bienes (en términos de transferencia de propiedad, como es el caso del DAP). Este derecho suele ser aplicado, en general, como preferencia para la celebración de acuerdos, como podría ser contratos laborales, contratos de licenciamiento, contratos de franquicias, *joint venture* (Walker, 1999, pp. 7-8), entre otros⁴².

Sin perjuicio de ello, a efectos de lo que nos interesa para este trabajo circunscrito en el ámbito societario, tomaremos al ROFR y DAP como figuras equivalentes, sin

⁴² “The practice of granting a right-of-first-refusal is most common in real estate transactions, in the purchase of a partnership interest (by one of the extant partners), in professional sports, and in the right to employ artistic talent in the entertainment industry (books, movies, music)”. (Bikhchandani, Lippman y Ryan, 2002, p. 1)

perjuicio de las características específicas que puedan tener dependiendo de la regulación de cada caso en concreto.

Valga mencionar finalmente que, si bien el ROFO también constituye un derecho de preferencia, dada su distinta funcionalidad, no puede ser equiparado al DAP en los términos aquí expuestos; por lo que en adelante nos enfocaremos en el ROFR.

4.1.3. Funcionamiento del *Right of First Refusal* en el marco de una transferencia de acciones

De lo mencionado hasta este punto, es de tener en cuenta que en un típico ROFR al menos tres partes se encuentran involucradas (Walker, 1999, p. 1): (i) el accionista transferente; (ii) el titular del ROFR (usualmente son los demás accionistas, pudiendo ser también la misma sociedad); y (iii) el tercero interesado, como potencial adquirente de las acciones.

En el esquema más simple, un ROFR otorga a sus titulares el derecho a ser preferidos en la celebración de un contrato de transferencia de acciones –entre el tercero y el accionista transferente–, requiriéndose normalmente que el titular iguale los términos y condiciones contenidos en la oferta del tercero interesado, esto dentro de un determinado periodo de tiempo (Lillard et al., 2010, p. 437).

Usualmente, se establece que un ROFR se activa cuando el otorgante del derecho decide aceptar una oferta por el bien objeto de preferencia. No obstante, no en todos los casos un ROFR se encuentra atado a una oferta de compra ya que, dependiendo de sus términos, podría activarse tan solo con la intención de venta del bien (Lillard et al., 2010, pp. 446-447).

Dependiendo de la situación en concreto regulada, el accionista transferente deberá notificar a los titulares del ROFR los términos y condiciones de la oferta del tercero interesado. Esta notificación, se convierte en la oferta del accionista transferente, y crea en los titulares una opción (*option*) para la adquisición de las acciones en los términos comunicados. Cuando los titulares del derecho notifican su intención de aceptar dicha oferta, ejerciendo así su opción, se celebra un contrato entre el accionista transferente y los titulares del ROFR (Lillard et al., 2010, p. 438; Circo, 2016, p. 6).

En caso los titulares del ROFR decidan no ejercer su preferencia dentro del plazo establecido, el accionista transferente quedará habilitado para transferir sus acciones al tercero interesado, usualmente en los mismos términos comunicados (que son, los ofrecidos por el tercero). En ciertas ocasiones se suele establecer que la transferencia al tercero interesado debe cerrarse dentro de un periodo de tiempo específico, caso contrario, deberá activarse nuevamente el ROFR.

4.2. Fundamentos e implicancias económicas del DAP en el Derecho Societario

En el *Common Law*, desde ya hace dos décadas atrás, se acusaba el hecho de que, aunque los derechos de preferencia, entre ellos el ROFR, sean comúnmente utilizados en la práctica, no habían recibido mucha atención por la literatura del Análisis Económico del Derecho

(Kahan, 1999, p. 4). Luego de ello, varios estudios se han ocupado de su análisis proporcionando valiosos resultados, los mismos que en adelante aplicaremos al DAP.

Antes de comenzar, es necesario mencionar que, en el contexto latinoamericano, a la fecha sólo hemos identificado un meritorio estudio sobre los aspectos económicos del DAP efectuado por los autores argentinos Iván G. Di Chiazza y Pablo A. Van Thienen (2006).

En lo que respecta al ámbito peruano, existe también únicamente un importante artículo académico del autor Diego Carrión (2019), en el cual pudimos colaborar, que plantea y trata estos aspectos, principalmente bajo la influencia del estudio realizado por los autores argentinos mencionados.

Por lo cual, se torna necesario un estudio más amplio y detallado que complemente los valiosos resultados de los autores mencionados.

Ahora bien, lo primero a tener en consideración es que el establecimiento de un DAP tiene una serie de implicancias económicas para todos los involucrados en este derecho (Walker, 1999, p. 73): (i) la “Sociedad”; (ii) el “Accionista Transferente”; (iii) los “Accionistas Titulares” o, en general, “Titulares del DAP”⁴³; y, (iv) el “Tercero Interesado”. En tal sentido, es importante conocer cuáles son estas implicancias para tenerlas en consideración al diseñar, establecer y ejecutar un DAP en una sociedad.

Como bien refieren Di Chiazza y Van Thienen (2006), en la perspectiva del análisis económico, una transferencia de dominio de un bien, en la cual existen de por medio restricciones y limitaciones a dicha transferencia, involucra una serie de costos, valores y objetivos específicos en los involucrados (p. 710); y el DAP no es la excepción.

En tal sentido, dentro de la dinámica del DAP, como limitación a la transferencia de acciones, se presentan una serie de costos, incentivos y efectos económicos en general para los involucrados, los mismos que afectarán sus decisiones y actuaciones en el marco de este derecho de preferencia.

Así, se torna importante conocer el impacto económico que tiene el DAP en los involucrados, complementando así la visión societaria clásica de los fundamentos y objetivos del DAP en el Derecho Societario.

Como veremos a continuación, los efectos económicos del DAP se manifiestan en diversos momentos, tanto desde su inclusión en una sociedad; cuando un accionista pretende transferir sus acciones; y en el momento en que el DAP es activado y ejercido.

4.2.1. Efectos económicos derivados del establecimiento de un DAP en una sociedad

La inclusión de un DAP en una sociedad tiene un impacto económico en ésta desde el momento mismo de su regulación. Usualmente, podría creerse que el DAP es sólo importante cuando estamos frente a un escenario de transferencia de acciones, pero

⁴³ Tomando en cuenta que en ciertas ocasiones la Sociedad suele ser también la titular del DAP, ya sea de manera principal o supletoriamente.

no es así. El DAP comienza a funcionar e influir en los involucrados desde su establecimiento en la Sociedad, tal como veremos a continuación.

a) La inclusión de un DAP incentiva el incremento de valor de las acciones de la Sociedad

El establecimiento de un DAP dentro de una sociedad puede generar efectos positivos para ésta, al incentivar en los Accionistas Titulares del DAP el incremento del valor de las acciones (Kahan, 1999, p. 15; Walker, 1999, p. 46-47). Nos explicamos.

En una sociedad que cuente con un DAP, los accionistas tendrán mayor predisposición a aumentar el valor de la sociedad, y con ello el valor de las acciones, en el entendido de que potencialmente pueden hacer suyo dicho valor a través de la adquisición preferente de las demás acciones.

Ello es factible con la incorporación de un DAP, ya que en caso algún accionista decida vender, los demás accionistas tendrán la preferencia en adquirir dichas acciones (y así, el valor que éstas contemplan). De esa manera, el valor de las acciones se queda con los accionistas y no va a parar a manos de un tercero.

Si bien es posible que en una sociedad que no cuenta con un DAP, los accionistas tengan incentivos para aumentar el valor de la sociedad, estos incentivos se incrementan con la incorporación de un derecho de preferencia (Kahan, 1999, p. 16). Los accionistas tendrán la seguridad de que, potencialmente, el valor que incorporen en la Sociedad, y en las acciones que la conforman, puede volver a ellos, incrementando así su posición económica y poder político dentro de la sociedad. Lo cual no sucedería necesariamente en ausencia del DAP.

Estos incentivos se muestran de manera más clara en las sociedades cerradas, en donde los accionistas usualmente se encargan también de la administración de la sociedad. Luego, es comprensible, y hasta recomendable, que en este tipo de sociedades se incluyan derechos de preferencia como el DAP.

Así, por ejemplo, con la incorporación de un DAP en una sociedad cerrada, los accionistas administradores estarán mejor incentivados a generar un mayor valor de la sociedad, ya que de esa manera no solo incrementarán el valor de sus participaciones, sino que también, potencialmente, pueden hacer suyas las de los demás accionistas, con todo lo que ello conlleva.

b) La inclusión de un DAP brinda una protección a los accionistas ante la ruptura de las negociaciones para la adquisición de las acciones

Otro efecto interesante producido por la inclusión de un DAP en una sociedad es la protección a los accionistas ante eventuales rupturas en las negociaciones (*Bargaining Breakdown*) con otros de los accionistas en un escenario de interés en la adquisición de las acciones (Walker, 1999, pp. 35 y ss.; Di Chiazza y Van Thienen, 2006, p. 713).

Este efecto permite que el incentivo de incremento del valor de las acciones por parte de los accionistas, que el DAP trae consigo, pueda concretizarse.

En un contexto de transferencia de acciones sin un DAP, un accionista puede transferir sus acciones libremente a un tercero. Por ejemplo, si un accionista pretende transferir sus acciones, podría optar por vendérselas a otro de los accionistas o a cualquier otro tercero, sin que los demás accionistas de la sociedad tengan injerencia alguna. En este escenario, el potencial interés de los demás accionistas de adquirir dichas acciones no se encuentra protegido.

Si bien es cierto que, ante tales escenarios de potencial venta de acciones, cada accionista estaría facultado a iniciar negociaciones con el accionista transferente a efectos de adquirir las acciones en venta; no obstante, el quiebre de dichas negociaciones es siempre un escenario probable.

Imaginemos que el Accionista Transferente cuenta con dos ofertas de compra, la del Tercero Interesado y la de los demás accionistas, naturalmente preferirá vender sus acciones a quien, por ejemplo, ofrezca un mejor precio. Imaginemos que es el tercero quien propuso un mejor precio. Entonces en ausencia del DAP sería ese tercero quien se convertirá en el nuevo titular de las acciones. La ruptura de las negociaciones con los accionistas no transferentes entonces se vuelve inminente.

En el mismo escenario, pero con la existencia de un DAP, aún en el caso en que los Accionistas Titulares hayan realizado una oferta menos atractiva que la del Tercero Interesado, y por ende las negociaciones con ellos no hayan prosperado, éstos estarán igualmente protegidos, ya que cuentan con una preferencia en la adquisición antes de que ese tercero lo haga⁴⁴. Teniendo así una segunda oportunidad para adquirir las acciones, aunque la negociación con el Accionista Transferente se haya quebrado.

Por lo tanto, el DAP constituye una protección para los Accionistas Titulares ante el quiebre en la negociación y les proporciona una segunda oportunidad para adquirir las acciones en transferencia.

Nótese que, en nuestro ejemplo, la negociación se quebró porque se ofreció un precio menor al que el tercero estaría dispuesto a pagar; sin embargo, tal quiebre podría deberse a una serie de otros factores, y sin importar ello, el DAP igualmente brindará su protección a los Accionistas Titulares.

En un contexto de una sociedad cerrada, por la connotación personalista que estos tipos de sociedades tienen, la ruptura de las negociaciones para adquirir las acciones de una accionista saliente puede tener severas consecuencias que los accionistas preferirán evitar mediante la inclusión de un DAP.

⁴⁴ Como mencionan Kahan, Leshem y Sundaram (2007), "(...) because the right-holder can exercise his right in every period and is offered to buy the asset in the last period, the right-holder's probability of buying the asset is higher as compared to no-rights case". p. 4.

En este tipo societario, muchos de los accionistas serán recelosos del ingreso de un tercero extraño a la Sociedad, por lo cual un aseguramiento para la adquisición preferente de las acciones en transferencia se torna imprescindible.

De esa manera, el DAP tiene como uno de sus efectos el generar una protección en los Titulares del DAP ante un eventual escenario de quiebre de negociaciones para la adquisición de las acciones del Accionista Transferente; escenario que, sin la existencia de un DAP, no estaría protegido.

Nótese que esto no quiere decir que, los Titulares del DAP se convertirán sí o sí en los adquirentes de las acciones, ya que ello dependerá de que ejerzan o no su preferencia, pero tal decisión estaría ya en su esfera de decisión.

Este efecto en comentario además permite concretizar el efecto de incentivo del incremento del valor de la Sociedad que tienen los accionistas con la existencia de un DAP, ya que los accionistas tendrán la seguridad de que ellos estarán en una posición preferente para incorporar para sí el valor de las acciones en transferencia, aun cuando las negociaciones entabladas directamente con el Accionista Transferente se hayan roto. Caso contrario, en ausencia de un DAP que asegure potencialmente dicha adquisición, tal incentivo disminuiría.

c) Un DAP inhibe la salida de los accionistas de la Sociedad

Visto de manera general, un DAP implica una limitación a la libre transferencia de las acciones de la Sociedad que vuelve más complejo y costoso el procedimiento de transferencia de las mismas. Al hacer más gravoso el procedimiento, y desincentivar a terceros a adquirir las acciones –tal como veremos más adelante–, se dificulta la transferencia de las acciones y con ello se inhibe la salida de los accionistas, aunque no se la prohíbe totalmente.

En contextos de sociedades cerradas, donde se suele incluir un DAP, dado el carácter personal de estas empresas, en un primer momento se torna incluso deseable inhibir la partida de los accionistas originarios de la sociedad. Como se explicó, en este tipo de sociedades la titularidad accionaria y la administración del negocio suelen recaer en las mismas personas, por lo cual los conocimientos técnicos y profesionales de éstos son de suma relevancia para la continuidad del negocio. De allí que su permanencia sea un eje central del rumbo social.

Además, como bien se afirma, un alto grado de estabilidad en el manejo administrativo de la sociedad puede facilitar la continuidad de la inversión por parte de los accionistas (Walker, 1999, p. 57). Y, precisamente, el DAP coadyuva a brindar dicha estabilidad. En la práctica se confirma que un DAP hace un trabajo efectivo en restringir la transferibilidad de las acciones, principalmente en contextos de sociedades cerradas (Walker, 1999, p. 21).

No obstante, indicamos que en un primer momento es deseable evitar la partida de los socios originarios de la sociedad, precisamente porque es en el inicio del negocio en donde son más necesarias sus cualidades técnicas y profesionales para la continuidad de la empresa. Posteriormente, su permanencia en la sociedad se

vuelve dispensable. Con lo cual, en contextos de salida de un accionista, el DAP ya no cumplirá una función de inhibir la partida del socio sino de servir como filtro para el ingreso de uno nuevo, o incluso de incentivo para la venta de las acciones, como veremos más adelante.

Visto de esa manera, el DAP se convierte en una herramienta adecuada y flexible para los accionistas a ser incluida en el momento creación de la sociedad, dado que cumple valiosas funciones sin necesidad de restringir de manera absoluta la venta de las acciones.

4.2.2. Efectos económicos del DAP ante la posible transferencia de las acciones por un accionista

Un DAP tiene una serie de efectos dentro de la Sociedad que se manifiestan en distintos momentos de la vida social. Como vimos anteriormente, desde su misma inclusión, el DAP genera efectos tanto para la Sociedad, como para los accionistas. Otra serie de efectos se presentan cuando los accionistas pretenden transferir sus acciones. Veamos.

Cuando un accionista tiene la intención de transferir sus acciones, ya sea a un tercero o a otro accionista, la inclusión de un DAP en la Sociedad tendrá efectos importantes en su decisión de concretizar o no la transferencia. De igual manera, en tal contexto, el DAP tendrá efectos relevantes en los Accionistas Titulares e incluso en el Tercero Interesado.

En adelante, analizaremos los efectos tanto negativos como positivos que el DAP tiene en los distintos actores, individualizando las situaciones de cada uno de ellos. No obstante esta división realizada para fines didácticos, debe tenerse en cuenta que los efectos negativos para uno pueden implicar efectos positivos para otro, y viceversa, siendo en algunas situaciones caras distintas de una misma moneda.

a) Efectos en el Accionista Transferente

Dado que un DAP limita la libre transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente, su decisión de transferencia estará condicionada por el análisis previo que efectúe sobre la conveniencia de la transacción, teniendo los efectos del DAP un rol central.

- (i) Un DAP reduce las posibilidades de negociación del Accionista Transferente, en favor del Titular del DAP

En un contexto de transferencia de acciones sin un DAP, el Accionista Transferente puede transferir sus acciones libremente a un tercero. El precio que el tercero esté dispuesto a pagar constituiría la base para una negociación posterior a un precio mayor con los demás accionistas interesados (Kahan, 1999, pp. 7-8).

Sin embargo, con un DAP si bien el Accionista Transferente puede aún negociar con el Tercero Interesado la venta de las acciones, los Accionistas Titulares tendrán el derecho de adquirirlas preferentemente al mismo precio y en las

mismas condiciones acordadas con el Tercero Interesado (Kahan, 1999, p. 8), y no por un precio mayor ni en condiciones distintas.

Con el establecimiento de un DAP, el precio que el Tercero Interesado estaría dispuesto a pagar ya no constituye más la base para una posterior negociación por parte del Accionista Transferente, sino que se convierte en el precio final de la transferencia (Kahan, 1999, p. 8).

En ese sentido, la existencia de un DAP reduce las posibilidades de negociación del Accionista Transferente de cara a obtener un mayor valor por las acciones por esa vía. Al afectar adversamente las opciones de negociación del Accionista Transferente, el DAP se convierte en valioso para los Titulares del DAP (Kahan, 1999, p. 8).

Sin la existencia de un DAP, un accionista interesado en la adquisición de las acciones posiblemente pagaría un precio más elevado producto de la negociación previa entre el Accionista Transferente y el Tercero Interesado. En cambio, la inclusión del DAP genera un efecto adverso en las posibilidades de negociación del Accionista Transferente, lo cual a su vez implica un efecto positivo en el Titular del DAP, ya que no tendrá que pagar un precio mayor u ofrecer mejores condiciones que las ofrecidas por un tercero, la transferencia será por el mismo precio y condiciones⁴⁵.

Cabe señalar que esta estructura se presenta siempre y cuando el Accionista Transferente esté dispuesto realmente a transferir las acciones al Tercero Interesado. Ya que nada obsta para que el Accionista Transferente, una vez que obtenga la oferta del tercero, decida no activar el DAP, sino en su lugar acudir directamente a los Accionistas Titulares para que éstos le efectúen una oferta por las acciones⁴⁶. De esa manera, si bien su capacidad de negociación no es plena, sí logra obtener dos precios sobre la base de los cuales decidir a quién transferir las acciones.

Sin perjuicio de ello, aun en tal escenario, debido a que un DAP suele estar establecido también para casos de transferencia de acciones a los propios accionistas, a efectos de que el Accionista Transferente pueda transferir sus acciones a quién haya decidido (accionistas o el tercero), deberá necesariamente activar el DAP. En estos casos, aun si los Accionistas Titulares ofrecieron un

⁴⁵ En principio, este efecto se muestra positivo para los Accionistas Titulares. Sin perjuicio de ello, podría haber situaciones en que este esquema se torna riesgoso y hasta negativo para los Titulares del DAP, como podrían ser casos de sobrevaloración de las acciones por parte del Tercero Interesado, o una valoración excesiva de las acciones por parte de los mismos Accionistas Titulares, entre otros, tal como se verá más adelante.

⁴⁶ Para que este esquema sea factible, como presupuesto los Titulares del DAP no tendrían que conocer que existió la negociación con el Tercero Interesado, y por ende desconocer el precio ofrecido, ya que, de no ser así, los Accionistas Titulares no estarían dispuestos a ofrecer un precio mayor que el ofertado por el tercero. Ello sería así, toda vez que éstos sabrían que, en aplicación del DAP, si el Accionista Transferente pretende vender sus acciones al Tercero Interesado, ellos tendrán el derecho de adquirirlas al mismo precio ofertado, no a un precio mayor. Por ende, en tales situaciones, no tendría mucho sentido que ofrezcan un precio más elevado.

precio menor por las acciones y, por ende, el Accionista Transferente haya decidido tener como destinatario de la transferencia al Tercero Interesado, los Titulares del DAP seguirán teniendo la preferencia en la adquisición en virtud de su DAP.

Así que, incluso en escenarios en los cuales el Accionista Transferente pretenda obtener un mejor provecho de la transferencia de sus acciones, los Accionistas Titulares se encuentran en una mejor posición, ya que a pesar de haber ofrecido un precio menor que el del Tercero Interesado, tienen aún la oportunidad de adquirir las acciones ejerciendo su DAP, aunque a un precio mayor que el ofertado por ellos. Esto es virtud de la protección contra el quiebre de las negociaciones que les brinda el DAP.

(ii) Un DAP puede incentivar o desincentivar la salida de un accionista de la Sociedad

Como mencionamos previamente, un DAP por regla general inhibe la salida del accionista de la Sociedad, principalmente al inicio de la marcha del negocio. No obstante, dependiendo del contexto específico, el DAP también podría incentivar la salida del accionista.

Cuando la Sociedad se encuentra en plena marcha, y un accionista pretende transferir sus acciones, el DAP puede tener efectos motivadores o desmotivadores dependiendo de si el accionista desea salir de la Sociedad o mantenerse. En otras palabras, los efectos del DAP en el Accionista Transferente serán distintos en caso se trate de una transferencia total o de una transferencia parcial de las acciones.

- *Desincentivo de la venta de las acciones por parte del Accionista Transferente en transferencias parciales*

En caso el Accionista Transferente esté en la posición de transferir parcialmente sus acciones a un Tercero Interesado, el DAP significaría un desincentivo para llevar a cabo dicha transacción (Di Chiazza y Van Thienen, 2006, p. 711). La razón: al decidir el Accionista Transferente vender parcialmente sus acciones, existe una alta posibilidad de que los Accionistas Titulares ejerzan su DAP y con ello incrementen su poderío dentro de la Sociedad. Con esa posibilidad, la posición societaria del Accionista Transferente dentro de la Sociedad quedaría debilitada en favor de sus co-accionistas.

Por lo cual, en principio, en tal contexto el DAP desmotivaría la transferencia parcial de las acciones, haciendo más probable que la decisión del Accionista Transferente sea no llevar a cabo esa transacción. Ello a fin de evitar que pierda su porción de poder dentro de la Sociedad en beneficio de los demás Accionistas Titulares.

Al respecto, Di Chiazza y Van Thienen (2006, p. 712) refieren que, si el Accionista Transferente es puesto en la posición de tener que decidir entre vender sus acciones, y activar así el DAP (con la posibilidad de que los

Accionistas Titulares lo ejerzan), o evitar que los Accionistas Titulares alcancen un mayor control dentro de la Sociedad (ya sea por motivos empresariales, estratégicos o personales), probablemente optará por la segunda opción. Debiendo en tales casos balancear el mayor beneficio o los menores costos que tal decisión conllevaría.

En principio, el DAP tendrá un efecto desmotivador de la transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente en contextos de ventas parciales. No obstante, ello no implica que debido a la presencia del DAP, el Accionista Transferente en todos los casos se abstendrá de vender, sino que tendrá que efectuar un mayor análisis costo-beneficio de tal decisión (Carrión, 2019, p. 38).

- *Incentivo de la salida del Accionista Transferente en transferencias totales de las acciones*

En contextos en los cuales el Accionista Transferente desee transferir la totalidad de sus acciones, y dejar así de ser accionista de la Sociedad, el DAP tiene efectos motivadores para que esa situación se produzca (Di Chiazza y Van Thienen, 2006, p. 712). La razón: el Accionista Transferente tendrá mínimamente dos potenciales adquirentes de sus acciones, los Titulares del DAP y el Tercero Interesado. Y en principio, dado que saldría de la Sociedad, indiferente le sería quien adquiera sus acciones, siendo lo fundamental recibir el retorno esperado por su inversión.

Si bien es cierto que, por regla general, un DAP reduce las posibilidades de negociación del Accionista Transferente, tal como se explicó previamente, es cierto también que le brinda mayores posibilidades de transferir sus acciones cuando decida hacerlo. El DAP crea un ambiente competitivo entre los Titulares del DAP y el Tercero Interesado (Carrión, 2019, p. 38), el cual incrementa además las posibilidades del Accionista Transferente de obtener un mayor “valor” por las acciones.

Tal mayor “valor”, como bien se ha mencionado, no implica tan solo recibir un mayor precio por las acciones, sino puede abarcar situaciones que coloquen al Accionista Transferente en una mejor posición de cara a la transferencia de sus acciones (Carrión, 2019, p. 38), como podrían ser: (i) el pago de la totalidad del precio al contado; (ii) supresión de cuentas de garantía (*escrow*) que retengan parte del precio; (iii) supresión o reducción de obligaciones y garantías a ser prestadas por el Accionista Transferente; (iv) acortamiento del régimen indemnizatorio del contrato; entre otras.

En tal sentido, en contextos de transferencias de la totalidad de las acciones del Accionista Transferente, el DAP se presenta como un incentivo para la salida del accionista de la Sociedad, a su vez que puede servir también como mecanismo de asignación de un mayor valor a las acciones en favor del Accionista Transferente (Carrión, 2019, p. 38).

b) Efectos en el Tercero Interesado

El Tercero Interesado en la adquisición deberá afrontar una serie de costos a fin de obtener la titularidad de las acciones del Accionista Transferente. En primer lugar, el tercero deberá identificar la Sociedad y las acciones objeto de adquisición; en segundo lugar, recolectar información sobre la marcha de la Sociedad y, en tercer lugar, evaluar la pertinencia de la adquisición. A estos costos se les denomina comúnmente como “costos de búsqueda” (*search costs*). Finalmente, a efectos de llegar a un acuerdo con el Accionista Transferente, el Tercero Interesado tendrá que incurrir en “costos de negociación” (*negotiation costs*) (Walker, 1999, p. 13).

En su decisión de si activar o no el proceso de adquisición, el Tercero Interesado deberá sopesar el estimado de sus costos de búsqueda y negociación con el beneficio potencial que pueda obtener por la adquisición (Walker, 1999, p. 18). Sólo si considera que el beneficio que pueda obtener es mayor a los costos en los que tenga que incurrir, el Tercero Interesado decidirá iniciar el proceso de adquisición de las acciones.

Los costos de búsqueda del Tercero Interesado se encuentran relacionados con la transparencia en los precios y con la fungibilidad de la propiedad objeto de adquisición (Walker, 1999, p. 18). Las acciones de una sociedad cerrada, en donde se suelen incluir los DAP, por naturaleza son no fungibles respecto de las acciones de cualquier otra sociedad y, dado que estas sociedades no cotizan en bolsa, son de difícil valuación. Tornando así más difícil la labor de análisis de la adquisición por parte del tercero y, por ende, elevando sus costos de búsqueda, y, potencialmente, desincentivando al tercero a adentrarse en la transacción.

Asumiendo que el Tercero Interesado al sopesar sus costos de búsqueda y negociación decida continuar con el proceso de adquisición de las acciones, en un contexto de DAP, existen otros factores importantes que podrían frustrar la transacción. El más evidente es que, en ejercicio de su DAP, los Accionistas Titulares decidan adquirir para sí las acciones. Claro, esta situación hasta cierto punto tendría que estar dentro de las previsiones que el Tercero Interesado haya efectuado al decidir realizar una propuesta por las acciones al Accionista Transferente.

Además de lo mencionado, existen algunas cuestiones importantes a considerar por parte del Tercero Interesado que podrían afectar su decisión de adquirir unas acciones gravadas por un DAP:

(i) Desventajas en el acceso a la información de la Sociedad

El valor de las acciones de una sociedad está directamente relacionado con el estatus económico y patrimonial de ésta. En ese sentido, para valorar las acciones necesariamente se tienen que analizar los aspectos técnicos, legales y comerciales de la sociedad. En un contexto de DAP, usualmente los Accionistas Titulares tendrán mayor información sobre la sociedad que el Tercero Interesado, por lo

cual estarán en una mejor posición para determinar un valor más adecuado de las acciones.

Los Accionistas Titulares del DAP, por su misma calidad, por regla general tendrán ventaja en el acceso a la información de la sociedad, a diferencia el Tercero Interesado⁴⁷. Lo cual por sí mismo, potencialmente, afectará la predisposición del tercero de adquirir acciones gravadas con un derecho de preferencia (Walker, 1999, p. 20). Y en caso los Accionistas Titulares identifiquen que el valor asignado por el tercero es menor al valor que ellos –mejor informados– le asignan, entonces tenderán a ejercer su preferencia. En el caso contrario, se abstendrán de efectuar la adquisición (Walker, 1999, p. 20).

Siendo así, la mayor ventaja en el acceso a la información de la Sociedad por parte de los Accionistas Titulares, potencialmente significa una desventaja para el Tercero Interesado que puede llevarlo a abstenerse de participar en la adquisición de las acciones. O en caso decida hacerlo, a que pierda la adquisición de las acciones a manos de los Accionistas Titulares si estos deciden ejercer su DAP.

(ii) *Insider Idiosyncratic Value* en los Accionistas Titulares

Sumado a lo indicado, existe otro factor de suma importancia, aunque de muy difícil medición y previsión, en la evaluación de si los Accionistas Titulares del DAP decidirán ejercer o no su preferencia: el *Insider Idiosyncratic Value*. El *Insider Idiosyncratic Value* es el valor subjetivo, elevado e intangible, que los titulares de un determinado bien le asignan a éste de conformidad con su interacción con el mismo (Di Chiazza y Van Thienen, 2006, p. 713; Carrión, 2019, p. 40).

En el contexto societario, el *Insider Idiosyncratic Value* se manifiesta como la alta valoración subjetiva que los accionistas de una sociedad le asignan a ésta y, por ende, a las acciones que la conforman.

El *Insider Idiosyncratic Value* se suele asociar con el carácter único del bien objeto de transferencia. En el caso de las acciones de una sociedad cerrada, por ejemplo, éstas son por naturaleza únicas –desde que cada sociedad es distinta a la otra– por lo cual tienen un alto potencial para un *Insider Idiosyncratic Value* elevado (Walker, 1999, p. 19).

Dependiendo del nivel de interacción y vinculación de cada accionista con la sociedad, su *Insider Idiosyncratic Value* será más o menos intenso. Por ejemplo, la valoración subjetiva de los accionistas administradores suele ser mayor que la de los no administradores; los accionistas fundadores normalmente apreciarán más

⁴⁷ Como bien menciona Boisset (2015) “(...) la asimetría informativa en las compras de empresas, se evidencia en que los propietarios de la empresa, poseen mayor información sobre la misma que aquel que desea adquirirla. Si bien las compras de empresas se canalizan a través de la transferencia de las acciones, lo cierto es que la información relevante no se limita únicamente a las acciones como lo bienes que se van a adquirir, sino a toda la información de las múltiples relaciones jurídicas que subyacen a dichas acciones y que constituyen el complejo funcionamiento propio de la empresa”. (p. 145)

a la sociedad que los que ingresaron después; los accionistas controladores valorarán más a las acciones que los que no lo son; etc.

Por ende, ante una transferencia de las acciones, y ante el peligro que estas vayan a parar a manos de terceros, los accionistas con un alto nivel de *Insider Idiosyncratic Value* tenderán a ejercer su preferencia con prevalencia en la valoración subjetiva que puedan tener de las acciones, más que pensando en la pertinencia objetiva de la adquisición. Ello a fin de resguardar el *Insider Idiosyncratic Value* que tienen de su sociedad.

De esa manera, la incertidumbre creada por el espectro del potencial del *Insider Idiosyncratic Value* reduce las posibilidades de éxito de compra por parte del Tercero Interesado y, de manera general, reduce el interés de este en llevar a cabo la adquisición (Walker, 1999, p. 19). Siendo así, se constituye en un importante factor a considerar por parte del Tercero Interesado cuando se encuentre ante la presencia de un DAP.

(iii) Problemas en el procedimiento de ejercicio del DAP y sobrevaloración de las acciones

Otro de los factores que escapan al control del Tercero Interesado lo constituyen los posibles conflictos en torno al adecuado procedimiento de ejercicio del DAP que podrían afectar la efectiva transferencia de las acciones.

Podría darse que, una vez iniciado el procedimiento para que los Titulares del DAP ejerzan su DAP, se presenten cuestionamientos a alguna de las etapas del mismo y/o al cumplimiento de requisitos para el efectivo ejercicio de su derecho de preferencia. En esos casos, existe riesgo de que se trabe el procedimiento y/o se lo declare como inválido, con la consecuente frustración de la transferencia al Tercero Interesado.

Teniendo estos aspectos en cuenta, la decisión del Tercero Interesado de incurrir en costos de transacción, como los costos de búsqueda, negociación y celebración del contrato, se basará en estimaciones probabilistas que tengan en consideración si los Accionistas Titulares ejercerán o no su DAP. Dado que en dichas estimaciones no dependen únicamente de factores objetivos, potencialmente un Tercero Interesado se abstendrá de gastar recursos en la adquisición de acciones que se encuentren gravadas con un DAP.

Un efecto económico adicional del DAP en el Tercero Interesado es que, a fin de asegurar la adquisición, posiblemente se vea tentado a efectuar una oferta más elevada de la que realizaría por las mismas acciones de no existir un DAP. Ello a fin de desincentivar a los Accionistas Titulares a ejercer su preferencia (Mitchel, 2001, p. 988). Como bien se menciona, *“In fact, the first-refusal right’s very nature encourages a third party to offer terms and conditions that it believes will defeat the right”* (Lillard et al., 2010, pp. 484-485).

De esa manera, la presencia del DAP hace que el tercero potencialmente incurra en mayores costos por la adquisición que en un escenario sin este derecho de preferencia.

En esa misma línea, es importante mencionar también que el DAP puede propiciar que el precio que oferte el Tercero Interesado sea competitivo, favorable y hasta elevado, toda vez que, si oferta un precio reducido o poco competitivo, asumirá el riesgo de que los Accionistas Titulares se vean más incentivados a ejercer su DAP en tales circunstancias, al ser las condiciones más convenientes para ellos.

Como puede notarse, los efectos económicos y riesgos que conlleva un DAP se presentan de manera más adversa para el Tercero Interesado. Es por ello que en un contexto de DAP, los Terceros Interesados usualmente tratan de prever dichas situaciones y acuerdan con el Accionista Transferente el traslado o la compartición de los riesgos ante tales eventos.

Así, por ejemplo, se suele pactar como una condición precedente para la celebración del contrato de adquisición de las acciones, que los Accionistas Titulares renuncien previamente a su DAP. Otro término usual es que, ante problemas en el procedimiento de ejercicio del DAP que imposibiliten la transferencia al Tercero Interesado, el Accionista Transferente asuma o comparta los costos en los cuales ha incurrido el tercero para efectuar la oferta y celebrar el contrato.

Siendo así, si bien con la existencia de un DAP el escenario para la adquisición de las acciones por parte del Tercero Interesado se presenta adverso y riesgoso, en nuestra consideración ello no obsta para que terceros decidan ofertar por dichas acciones. La decisión dependerá, en última instancia, del valor que estos terceros le asignen a la Sociedad y de una adecuada medición, prevención y asignación de los riesgos presentes en torno al procedimiento de ejercicio del DAP.

c) Efectos en los Accionistas Titulares

Como podrá notarse hasta este punto, el DAP lleva consigo una serie de efectos para todos los involucrados en este derecho. En el caso de los Accionistas Titulares, el DAP les confiere tanto efectos positivos como negativos.

De entre los efectos positivos, tal como vimos anteriormente, el DAP les brinda a los Accionistas Titulares la seguridad de que, ante cualquier potencial transferencia por parte del Accionista Transferente, ellos serán preferidos para la adquisición de las acciones. Significando esto una protección ante una ruptura en las negociaciones previas que los Accionistas Titulares puedan entablar con el Accionista Transferente para adquirir dichas acciones.

De igual manera, el DAP al reducir las posibilidades negociación del Accionista Transferente, en principio, coloca en una mejor posición a los Accionistas Titulares, ya que pagarían un precio menor por las acciones en comparación con

un escenario sin DAP (ver Cap. 2, 4.2.2, a), (i)). No obstante, este efecto puede tornarse en negativo también en caso el Tercero Interesado tenga una valoración más alta de las acciones y ofrezca un precio elevado, caso en el cual los Accionistas Titulares tendrán que decidir si ejercer su DAP –pagando ese precio–, o dejar que el tercero adquiriera las acciones.

Es de tener en cuenta también que, en un escenario de transferencia de acciones, los Accionistas Titulares estarán en una posición más ventajosa respecto del Tercero Interesado, no sólo porque está en sus manos decidir la adquisición de las acciones, sino también porque en principio contarán con mayor información sobre la Sociedad para evaluar la pertinencia de la transacción.

A ello debe sumarse el hecho de que, en un escenario óptimo, el Tercero Interesado invertirá tiempo y dinero para analizar la conveniencia de la adquisición y, sobre la base de ello, realizará una oferta por las acciones del Accionista Transferente.

En tales circunstancias, la oferta que este Tercero Interesado realice reflejará tal inversión, constituyéndose –normalmente– en una propuesta estudiada y mediata. Siendo así, es el Tercero Interesado quien asume los costos de búsqueda, negociación y celebración del contrato al efectuar su oferta al Accionista Transferente, pudiendo los Accionistas Titulares hacer suyos los beneficios de tal inversión con el solo ejercicio de su DAP.

En ese sentido, el DAP es valioso para los Accionistas Titulares dado que les significa un ahorro de costos de transacción para la adquisición de las acciones, ya que la inversión es asumida en gran parte por el Tercero Interesado. Y si a ello le sumamos el hecho de que, en su calidad de accionistas, conocerán más de la Sociedad, podemos concluir que los Accionistas Titulares estarán mejor posicionados para decidir la adquisición de las acciones que el Tercero Interesado.

Sin perjuicio de lo mencionado, el DAP también podría tener efectos negativos en los Accionistas Titulares.

Por su propio funcionamiento, el DAP incorpora una dinámica de “tómalo o déjalo” en cuanto a la adquisición de las acciones. Los Accionistas Titulares se verán en la posición de comprar las acciones en los términos ofertados por el Tercero Interesado o dejar que éste sea quien las adquiera. Siendo usualmente el tiempo para ejercer el DAP corto, los Accionistas Titulares tendrán que efectuar un análisis acelerado de la pertinencia de la adquisición. El riesgo de tener que decidir el ejercicio del DAP en el periodo de tiempo establecido recae en los Accionistas Titulares.

Otro factor importante a considerar es que, el *Insider Idiosyncratic Value* de los Accionistas Titulares en el contexto del DAP, podría jugarles en contra también, al llevarlos a ejercer su DAP por las acciones inclusive en situaciones en las cuales (i) el precio ofertado por el Tercero Interesado sea muy elevado (en comparación

a su propia valuación), (ii) los términos y condiciones sean poco favorables para ellos, o (iii) estén frente a una oferta deficiente o mal preparada. En tales circunstancias, al ejercer su DAP los Accionistas Titulares indefectiblemente harán suyos los términos y condiciones de dicha oferta (con lo positivo y negativo).

Por otro lado, la decisión de los Accionistas Titulares de ejercer su DAP también estará influenciada en gran medida por permitir o evitar el ingreso del Tercero Interesado a la Sociedad. Podría pensarse que tenderán a ejercer su preferencia para evitar el ingreso de terceros extraños a la Sociedad; no obstante, como ya se mencionó previamente, en el contexto de un DAP, no siempre la adquisición de las acciones por parte de un tercero será negativa. Dependiendo del caso en concreto, el ingreso del tercero a la sociedad puede traer consigo no sólo externalidades negativas sino también positivas en los demás accionistas (Kahan, 1999, p. 17).

Por ejemplo, piénsese en casos en los cuales el tercero es un fondo de inversión o una empresa trasnacional, que cuentan con equipos experimentados de administración, cuyo ingreso en la sociedad va destinado a repotenciarla. En estos escenarios, todo el conocimiento que el tercero colóque en la sociedad redundará en un mayor valor de ésta, y por ende de las acciones que la conforman, viéndose así los demás accionistas beneficiados también.

Claro, distinto sería el caso, en donde el tercero es un competidor que pretende ingresar a la sociedad precisamente para debilitarla desde dentro. En estos casos, los efectos que se creen para los demás accionistas serán negativos también.

Lo que debe quedar claro es que, al analizar un DAP, no debe partirse de la idea de que la finalidad de esta preferencia es evitar el ingreso del tercero a toda costa, sin un análisis de los costos, beneficios y/o perjuicios que dicho ingreso pueda significar. Habrá situaciones donde abrirle las puertas de la sociedad al tercero sea lo recomendable, a pesar del deseo de ejercer la preferencia que otorga el DAP.

Con el desarrollo de esta sección hemos pretendido mostrar que la inclusión de un DAP trae consigo una serie de costos, incentivos, riesgos y valores para las partes involucradas⁴⁸. Un DAP no es inofensivo económicamente, y dependiendo de la utilización que se le dé, tendrá efectos positivos o negativos para los actores inmersos.

⁴⁸ Como bien ha mencionado Carrión (2019) al respecto, “*Dentro del proceso del DAP cada uno tendrá a su vez intereses y objetivos distintos. El Accionista Vendedor buscará obtener el mayor valor posible por sus acciones, los Accionistas Titulares desearán mantener el accionariado de la sociedad inalterado sin incurrir en costos elevados por la compra de las acciones y el Tercero Interesado procurará la adquisición de las acciones por el menor precio posible y sin incurrir en costos adicionales como la dilación de tiempo por extensión del proceso de DAP o por eventuales conflictos con los Accionistas Titulares que puedan cuestionar su adquisición*”. (p. 36)

Por ello, para los accionistas, es importante tener en consideración estos efectos económicos al momento de decidir regular un DAP en una Sociedad. Una regulación adecuada y clara del procedimiento de ejercicio del DAP se torna de vital importancia en este sentido.

De igual manera, será importante para los Terceros Interesados conocer los posibles riesgos y efectos que enfrentan cuando están ante un DAP, para que puedan así preverlos y asignarlos adecuadamente ante una potencial adquisición de las acciones de la sociedad.

En síntesis, los aspectos económicos inmersos en un DAP, como limitación a la transferencia de las acciones, se vuelven de imperativo análisis dada su importancia y trascendencia para los involucrados.

V. CONCLUSIONES

El DAP, como restricción a la transferencia de bienes, ha sido ampliamente usado en diversas áreas del Derecho; y es en el ámbito societario donde ha alcanzado un grado mayor de desarrollo debido a significativa utilización restringiendo la entrada de terceros y conservando la estructura de poder de la sociedad. Estas funciones se han visto reforzadas con la protección especial con la que cuenta el DAP en el Derecho Societario.

Si bien comúnmente el DAP suele ser estudiado únicamente teniendo en consideración sus funciones e implicancias societarias, existen también diversas implicancias económicas relevantes en torno a este derecho de preferencia que necesitan ser tenidas en cuenta al momento de evaluar este derecho.

Por mucho tiempo la negociación de este tipo de derechos de preferencia se ha reducido a consideraciones de mera técnica jurídica, mas no se efectúa una apreciación económica sobre su conveniencia (Di Chiazza y Van Thienen, 2006, p. 711). Por lo cual, para una cabal comprensión del DAP, se necesita tener una visión más completa y aprehensiva sobre su contenido y funcionamiento, no sólo jurídica sino también económica; y eso es lo que pretendemos propiciar igualmente con esta investigación.

Así, tanto para el diseño, establecimiento y ejecución de un DAP se torna indispensable conocer no sólo su funcionamiento, sino también su impacto (societario y económico) en todos los involucrados en este derecho. A su vez, la concretización de las valiosas funciones e implicancias que el DAP trae consigo dependerá de su adecuada comprensión y, principalmente, de su apropiada regulación dentro de la sociedad.

CAPÍTULO 3: EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE COMO LIMITACIÓN A LA TRANSFERENCIA DE ACCIONES EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA

En este tercer, y penúltimo capítulo, estudiaremos el Derecho de Adquisición Preferente (en adelante, “DAP”) en el marco de la Ley General de Sociedades (en adelante, “LGS”), específicamente el regulado para las Sociedades Anónimas Cerradas (en adelante, “SAC”), que constituye el objeto central de esta investigación.

Sobre la base de la regulación contenida en la LGS para las SAC, analizaremos quiénes son los beneficiarios de este DAP y, a su vez, explicaremos cuáles son los fundamentos del establecimiento expreso de un derecho de preferencia para esta forma especial de sociedad anónima en nuestro ordenamiento societario.

Finalmente, explicaremos el procedimiento de ejercicio del DAP en las SAC, señalando cuáles son los pasos a seguir para la transferencia de las acciones. Dejaremos para el capítulo final el estudio y análisis detallado de las incertidumbres y potenciales problemas derivados de este procedimiento de ejercicio.

I. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN LA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Dentro del ordenamiento societario peruano, el DAP puede provenir tanto de fuente legal como convencional. La LGS contiene DAP legalmente establecidos para los casos de las SAC y de las Sociedades Comerciales de Responsabilidad Limitada⁴⁹ (en adelante, “SRL”). En las demás formas societarias, dependiendo de su estructura legal, podría regularse un DAP de manera convencional, ya sea a través del pacto social, el estatuto o vía convenio de socios.

⁴⁹ Artículo 291.- Derecho de adquisición preferente

El socio que se proponga transferir su participación o participaciones sociales a persona extraña a la sociedad, debe comunicarlo por escrito dirigido al gerente, quien lo pondrá en conocimiento de los otros socios en el plazo de diez días. Los socios pueden expresar su voluntad de compra dentro de los treinta días siguientes a la notificación, y si son varios, se distribuirá entre todos ellos a prorrata de sus respectivas participaciones sociales. En el caso que ningún socio ejercite el derecho indicado, podrá adquirir la sociedad esas participaciones para ser amortizadas, con la consiguiente reducción del capital social. Transcurrido el plazo, sin que se haya hecho uso de la preferencia, el socio quedará libre para transferir sus participaciones sociales en la forma y en el modo que tenga por conveniente, salvo que se hubiese convocado a junta para decidir la adquisición de las participaciones por la sociedad. En este último caso si transcurrida la fecha fijada para la celebración de la junta ésta no ha decidido la adquisición de las participaciones, el socio podrá proceder a transferirlas.

Para el ejercicio del derecho que se concede en el presente artículo, el precio de venta, en caso de discrepancia, será fijado por tres peritos, nombrados uno por cada parte y un tercero nombrado por los otros dos, o si esto no se logra, por el juez mediante demanda por proceso sumarísimo.

El estatuto podrá establecer otros pactos y condiciones para la transmisión de las participaciones sociales y su evaluación en estos supuestos, pero en ningún caso será válido el pacto que prohíba totalmente las transmisiones.

Son nulas las transferencias a persona extraña a la sociedad que no se ajusten a lo establecido en este artículo. La transferencia de participaciones se formaliza en escritura pública y se inscribe en el Registro.

De manera general, el DAP legalmente establecido para las SRL cuenta con características particulares que lo diferencian del DAP contemplado para las SAC, tal como veremos a detalle más adelante⁵⁰; a saber:

- Se activa únicamente ante transferencias de participaciones sociales a terceros extraños a la sociedad; a diferencia del DAP de las SAC que se activa tanto ante transferencias externas como internas.
- La transferencia de las participaciones sociales, ya sea al tercero interesado o a los socios titulares, no necesariamente será en los términos y condiciones informadas por el socio transferente en su comunicación, dado que:
 - (i) Es posible que los socios titulares del derecho cuestionen el precio de adquisición de las participaciones sociales; caso en el cual el precio se fijará mediante intervención de peritos o por vía judicial.
 - (ii) En caso de no ejercicio de la preferencia por parte de los socios titulares, el socio transferente puede transferir sus participaciones en la forma y en el modo que tenga por conveniente.
- Se sanciona con nulidad a las transferencias de participaciones que se efectúen inobservando el DAP.

En lo concerniente a la Sociedad Anónima (en adelante, “SA”), como explicamos en el Capítulo 1 (ver 3.1.), la habilitación general para el establecimiento de limitaciones a la transferencia de acciones, como lo es el DAP, viene dada por el artículo 101 de la LGS. En estos casos, si el DAP se incorpora en el pacto social o en el estatuto de la SA, se vuelve de observancia obligatoria para todos los accionistas (originarios y futuros), y para la sociedad. Y en caso el DAP sea incorporado en un convenio de accionistas, este será vinculante únicamente para las partes del convenio y frente a la SA, siempre y cuando le sea notificado.

También mencionamos que, en cuanto a la SA, la posibilidad de establecer limitaciones varía dependiendo de si nos encontramos ante algunas de las formas especiales de SA (ver Cap. 1, 3.2). En el caso de las Sociedades Anónimas Abiertas (en adelante, “SAA”), por regla general, en aplicación del artículo 254 de la LGS, no es válido pactar un DAP. En cambio, en el caso de las SAC, el DAP viene preestablecido en el artículo 237 de la LGS y es aplicable de manera supletoria.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que la regulación y los efectos jurídicos de un DAP legal no siempre se ven reflejados de igual manera en un DAP convencional (Lillard et al., 2010, p 435). La regulación que se incluya en cada instrumento (estatuto, pacto social o convenio de accionistas) será la que determinará el procedimiento y efectos de este derecho de preferencia convencionalmente establecido.

⁵⁰ Dado los objetivos de este trabajo centrados en el análisis y estudio del DAP legal regulado para las SAC dejaremos para otra oportunidad el estudio detallado del derecho de preferencia de las SRL; no obstante, si consideramos importante mencionar algunas de sus principales características y diferencias.

Por ello, tanto para la redacción como para la interpretación de los términos contenidos en un DAP convencional, se debe tener presente que la asignación del nombre “Derecho de Adquisición Preferente” no necesariamente determina que tenga los mismos efectos derivados de un DAP regulado legalmente.

Sin perjuicio de lo indicado, en la práctica societaria peruana, los DAP convencionales en las SA suelen tomar como base la regulación contenida en el DAP establecido para las SAC (Carrión, 2019, p. 43). Por lo cual, es doblemente valioso analizar los fundamentos y funcionamiento de este derecho de preferencia regulado en la LGS.

En adelante, nos centraremos en el estudio y análisis del DAP legalmente establecido para las SAC, objeto central de esta investigación.

II. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS

2.1. Regulación del Derecho de Adquisición Preferente en la Sociedad Anónima Cerrada

Para el caso de las SAC, la LGS contiene un DAP legalmente establecido en su artículo 237 (en adelante, el “DAP Legal”):

Artículo 237.- Derecho de adquisición preferente

El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes, para que dentro del plazo de treinta días puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital.

En la comunicación del accionista deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio y demás condiciones de la transferencia.

El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán los que le fueron comunicados a la sociedad por el accionista interesado en transferir. En caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa, o a título gratuito, el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valorización que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.

El accionista podrá transferir a terceros no accionistas las acciones en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra.

El estatuto podrá establecer otros pactos, plazos y condiciones para la transmisión de las acciones y su valuación, inclusive suprimiendo el derecho de preferencia para la adquisición de acciones.

Este DAP Legal es aplicable de manera supletoria a toda transferencia de acciones dentro de una SAC. Indicamos de manera supletoria, ya que su aplicación está supeditada a que no sea modificado o suprimido en el estatuto por los accionistas de la SAC. La LGS deja, en última instancia, a voluntad de los accionistas fundadores la adopción del DAP Legal, teniendo estos la libertad para modificarlo, suprimirlo o establecer inclusive otros pactos.

Cabe señalar que es usual en la práctica que las SAC contengan un DAP, en la mayoría de los casos será el DAP Legal, que no es necesario incluirlo expresamente en el pacto social o estatuto de la sociedad por su carácter supletorio; y en otros, será una versión modificada de éste regulada en el pacto social, en el estatuto o en convenios de accionistas.

A fin de efectuar un análisis y revisión certera del funcionamiento del DAP en las SAC, nuestro estudio se centrará en el DAP Legal, toda vez que su regulación expresa en la LGS nos brinda un procedimiento de ejercicio específico y detallado de este derecho de preferencia ante una transferencia de las acciones de una SAC.

2.2. Beneficiarios del Derecho de Adquisición Preferente en la Sociedad Anónima Cerrada

Un primer aspecto fundamental en cuanto al DAP Legal de las SAC, es determinar quiénes son los beneficiarios de este derecho de preferencia. Se suele entender, en una primera impresión, que los beneficiarios del DAP Legal son únicamente los accionistas de la SAC. Sin embargo, en realidad, son dos los beneficiarios o titulares de este derecho: (i) los accionistas; y, subsidiariamente, (ii) la SAC⁵¹.

Esta lectura se deriva del tercer párrafo del artículo 237, leído conjuntamente con el último párrafo del artículo 238 de la LGS⁵². El artículo 237 establece que el accionista transferente estará habilitado a transferir las acciones en caso transcurra el plazo establecido “*sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra*”. De ello se deriva la doble titularidad. Y el artículo 238 establece que, en cualquier evento de transferencia de acciones y en caso los accionistas no ejerciten su preferencia, la SAC podrá adquirir dichas acciones. De aquí se desprende la titularidad o ejercicio supletorio del DAP Legal por parte de la sociedad.

El DAP Legal tiene entonces dos titulares, un titular principal (los accionistas) y un titular supletorio (la SAC). Esto quiere decir que, en caso los accionistas, como titulares principales,

⁵¹ En el mismo sentido: Palmareda, 2009, p. 477.

⁵² **Artículo 238.- Consentimiento por la sociedad**

El estatuto puede establecer que toda transferencia de acciones o de acciones de cierta clase quede sometida al consentimiento previo de la sociedad, que lo expresará mediante acuerdo de junta general adoptado con no menos de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

La sociedad debe comunicar por escrito al accionista su denegatoria a la transferencia.

La denegatoria del consentimiento a la transferencia determina que la sociedad queda obligada a adquirir las acciones en el precio y condiciones ofertados.

En cualquier caso de transferencia de acciones y cuando los accionistas no ejerciten su derecho de adquisición preferente, la sociedad podrá adquirir las acciones por acuerdo adoptado por una mayoría, no inferior a la mitad del capital suscrito.

no ejerzan su preferencia, se activará el DAP Legal de la SAC para decidir la adquisición de las acciones en transferencia.

El modo y los requisitos del procedimiento para el ejercicio del DAP Legal serán estudiados más adelante en detalle en este capítulo y en el Capítulo 4.

2.3. Fundamentos de la regulación de un Derecho de Adquisición Preferente legal en la Sociedad Anónima Cerrada

Habiéndose determinado que la titularidad del DAP Legal recae tanto en los accionistas como en la SAC, es oportuno preguntarnos por qué la LGS regula expresamente este derecho de preferencia en el caso de las SAC. Es importante conocer cuáles son los fundamentos de la regulación de un DAP Legal en esta forma especial de SA. Para ello será relevante analizar las particulares de la SAC que la diferencian de la SA ordinaria y de la SAA, y que la hacen meritoria de una regulación diferenciada.

2.3.1. La Sociedad Anónima Cerrada como sociedad cerrada y con dotes personalistas

La SAC, como forma especial de la SA, es una innovación societaria incorporada por primera vez en la actual LGS (Ferrero Diez Canseco, 1998, pp. 17 y ss.). La idea detrás de la implementación de esta figura social era canalizar la constitución de sociedades comerciales con dotes personalistas a través de una SAC, protegiendo el carácter cerrado de este tipo de sociedades y proporcionando a su vez las características y fortalezas de una sociedad capitalista (Normand, 1997; Hundskopf, 2012, p. 206).

Hasta antes de la promulgación de la actual LGS, las sociedades de capitales con fuertes dotes personalistas se canalizaban principalmente a través de las SRL. Sin embargo, dada la estructura rígida de estas sociedades, los legisladores de la LGS optaron por proponer una nueva forma social, la SAC, en la cual incorporaron las características de las SRL y le otorgaron la flexibilidad y beneficios de la SA (Normand, 1997; Ferrero Diez Canseco, 1998, p. 23).

Inicialmente, en el Anteproyecto de LGS que preparó la comisión redactora, se decidió suprimir la figura de la SRL para dejar el protagonismo a la SAC, como sociedad capitalista con dotes personalistas, y de esa manera no duplicar figuras con similar funcionamiento y finalidades. No obstante, en la versión final de LGS, la comisión revisora decidió mantener la regulación de la SRL conviviendo con la nueva SAC.

Ahora bien, lo relevante de lo mencionado es que la idea detrás de la incorporación de la SAC dentro de nuestro ordenamiento societario fue implementar una sociedad cerrada que combinase las características capitalistas y personalistas. Ello se confirma con la regulación especial establecida para la SAC.

Por un lado, el hecho de que la SAC sea una modalidad especial de SA y, por ende, una sociedad capitalista, determina que su capital social esté conformado por aportes

patrimoniales reflejados en acciones, contando con una estructura administrativa y societaria especializada, y con responsabilidad limitada por parte de sus accionistas.

Sin embargo, por otro lado, la SAC ostenta características especiales que la diferencian de la SA ordinaria y de la SAA como sociedades netamente capitalistas; siendo primordialmente una sociedad capitalista cerrada con fuertes dotes personalistas.

Debe tenerse en cuenta que, en la práctica societaria, una sociedad cerrada es aquella conformada por un

(...) pequeño número de socios que viven en una misma zona geográfica, se conocen entre sí y, sobre todo, conocen sus respectivas habilidades empresariales, que participan todos o casi todos en la gestión y se preocupan por quienes puedan ser en el futuro los posibles miembros de la sociedad y porque no entren en ella personas indeseables. (Gómez Mendoza, 1997, p. 1885)

Ahora bien, en cuanto a la SAC, una primera característica que demuestra su carácter cerrado y personalista es el número limitado de accionistas que la pueden conformar. Las SAC pueden tener máximo hasta veinte accionistas (art. 234 LGS), siendo este un número bastante reducido. Desde esta primera aproximación, la LGS centra las características de la SAC no tanto en las acciones que la conforman, como lo sería normalmente en una SA (sociedad capitalista), sino en los accionistas, esto es, en los titulares de las acciones.

Dado el número reducido de accionistas que conforman una SAC, a veces se suele señalar que la SAC es una empresa pequeña, muchas veces familiar, o simplemente una sociedad chica. Pero como bien lo ha manifestado Beaumont, “*habrá de tener cuidado, sin embargo, en no confundir “pequeña”, “chica”, “de corte familiar”, etc. con su significación económica o su dimensión o alcance empresarial y social*” (2007, p. 577). En nuestro país una SAC no es necesariamente sinónimo de empresa pequeña o de reducido patrimonio⁵³; contrariamente, son diversas las empresas de grandes patrimonios e impacto social que funcionan en la práctica como SAC.

Una segunda característica, y que se constituye en determinante del carácter personalista de la SAC, es el establecimiento expreso de limitaciones a la libre transferencia de acciones. En el caso de las SAC, la LGS regula una serie de restricciones a la transferencia de acciones, algunas de aplicación imperativa y otras supletoria (ver Cap. 1, III, 3.3). Mediante estas limitaciones se busca principalmente proteger la estructura cerrada de una SAC.

⁵³ Son oportunas las palabras de Elías (2015b) al respecto: “*Nótese que la circunstancia de que la SAC admita un máximo de veinte accionistas no implica que sea limitada su posibilidad de manejar grandes capitales. Por el contrario, no existe impedimento alguno para que en esta modalidad el pequeño grupo de accionistas invierta importantes sumas de dinero. Nada tiene que ver el volumen económico de la empresa, que puede ser enorme, sino solamente el número reducido de socios*”. (p. 77)

Vimos previamente que, con el establecimiento de limitaciones a la libre transferencia de acciones, se reconoce la relevancia personal de la conformación accionaria en una sociedad. Estas limitaciones denotan la trascendencia que tiene para la sociedad, y para los accionistas, las cualidades personales de cada uno de los titulares de las acciones. Por lo cual, el ingreso y salida de los accionistas, se vuelve trascendental en una sociedad cerrada.

La regla general de que en una sociedad capitalista no se toma en consideración las circunstancias o cualidades personales de los accionistas (Broseta, 1984, p. 24), en la SAC se convierte en la excepción. En una SAC los accionistas que la conforman se convierten en el eje central sobre el cual gira toda la actividad social; por ende, se torna imperativo proteger el accionariado original de la sociedad. Y la LGS lo reconoce de esa manera.

Los legisladores de la LGS, conocedores de la realidad societaria peruana, en donde la gran mayoría de sociedades se conforman por grupos cerrados, ya sea de amigos, familia, profesionales, grupos empresariales, etc., –y en donde claramente las cualidades personalistas de cada uno de ellos importan–, decidieron regular anticipadamente los tipos de restricciones a la libre transferencia de acciones que éstos suelen utilizar en la práctica. De esa manera, los accionistas fundadores de una SAC pueden escoger el tipo de restricción que mejor calce inicialmente con sus intereses.

Como bien menciona Perdices:

La Ley gradúa la transmisibilidad de la condición de socio en función de cada tipo social. El objetivo que persigue con eso es recoger en cada caso la voluntad hipotética de las partes: de acuerdo con la distinta racionalidad económica y modo normal de contratación en cada tipo social, se dispone para cada uno de ellos el nivel de transmisibilidad que establecerían unos contratantes razonables. (1997. p. 25)

En ese sentido, la LGS recoge la voluntad hipotética de los socios fundadores de una sociedad cerrada, en cuanto al régimen de limitaciones a la transferencia de acciones que razonable y usualmente escogerían en la práctica, y establece una regulación previa a efectos de ahorrar los costos que significarían establecer limitaciones desde cero. Será decisión final de los accionistas el acoger, modificar o suprimir algún régimen específico de limitaciones.

Las limitaciones a la libre transferencia de acciones, que conjugan el carácter personalista de la SAC, se consideran tan importantes para los accionistas, que inclusive la LGS reconoce un derecho de separación para los accionistas en caso de modificaciones al régimen relativo a las limitaciones a la transmisibilidad de acciones⁵⁴.

⁵⁴ **Artículo 244.- Derecho de separación**

Sin perjuicio de los demás casos de separación que concede la ley, tiene derecho a separarse de la sociedad anónima cerrada el socio que no haya votado a favor de la modificación del régimen relativo a las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o al derecho de adquisición preferente.

Recopilando lo hasta ahora dicho, podemos afirmar que, en aras de proteger el carácter personalista y cerrado de las SAC, la LGS postula como regla general en este tipo societario a las limitaciones a la libre transferencia de acciones. Para lo cual, la LGS regula anticipadamente varios tipos de limitaciones (imperativas y/o supletorias) por las cuales los accionistas pueden optar y moldear a fin de proteger sus intereses.

Una tercera característica de la SAC, como sociedad cerrada, es la regulación expresa de la posibilidad de excluir a accionistas ante determinados eventos contemplados en el pacto social o en el estatuto de la sociedad. La exclusión de socios es una figura típica derivada de las sociedades personalistas, donde se demuestra la importancia que tienen los socios para el funcionamiento de la sociedad. Se denota así la primacía del *affectio societatis* y del *intuitus personae* en la SAC (Beaumont, 2007, p. 577).

La última característica que confirma el carácter cerrado y diferenciado de una SAC, con prevalencia de las limitaciones a la transferencia de acciones, es que las acciones de la SAC no pueden ser inscritas en el Registro de Mercado de Valores, y, por ende, no pueden ser negociadas en el mercado de valores. Esta característica se desprende del hecho mismo de que la nota esencial de las acciones negociadas en el mercado de valores es su libre transmisibilidad, siendo por lo tanto incompatibles en este contexto las limitaciones a la libre transferencia de acciones.

Por otro lado, usualmente, en las sociedades personalistas la administración y propiedad de la SAC recae en los propios accionistas, quienes a su vez son un número reducido (Elías, 2015a, p. 25), lo cual amerita un tratamiento más flexible y diferenciado. Por ello, la flexibilidad de la SAC, en cuanto a la estructura administrativa y funcionamiento social (tal como contar con directorio facultativo y poder efectuar juntas no presenciales) se deriva precisamente del carácter cerrado y personalista que tiene este tipo societario.

Sobre lo indicado, y como bien se menciona, el hecho de que la propiedad y la gestión se encuentren normalmente en los accionistas, y sean estos quienes se dediquen a la sociedad, y deseen por tanto conservar el poder, se convierte en una razón fundamental para incluir limitaciones a la transferencia de acciones que impidan que terceros entren sin más a la sociedad (Gómez Mendoza, 1997, p. 1885).

En síntesis, la caracterización de la SAC como una sociedad cerrada con dotes personalistas, y en la cual es transcendental mantener la composición accionaria, fundamenta y explica la presencia de un DAP Legal para esta forma societaria. Tal como menciona Elías, el DAP Legal se encuentra establecido “(...) con el propósito de cautelar el interés de los accionistas de mantener la titularidad de las acciones en poder del pequeño grupo inicial (...)” (2015b, p. 83).

El DAP Legal, por su estructura y funcionamiento, coadyuva a dicha finalidad, ya que no significa una restricción absoluta a la transferencia de acciones, sino un mecanismo

que permite evitar la injerencia de terceros en la SAC (a través de la adquisición de las acciones en transferencia por parte de los accionistas o de la propia sociedad), a su vez que permite mantener inalterada el balance de poderes dentro de la sociedad (al activarse no sólo ante transferencias a terceros, sino también en transferencias internas).

De esta manera, el DAP Legal se convierte en uno de los principales mecanismos a disposición de las SAC para proteger su carácter cerrado, a la vez que otorga seguridad a los accionistas de que no se producirá una modificación de la estructura accionaria de la sociedad sin antes otorgarles la preferencia para la adquisición de las acciones en transferencia.

2.3.2. Protección del *intuitus personae* y del *affectio societatis* de la Sociedad Anónima Cerrada

En la SAC, el desinterés teórico de las sociedades capitalistas por acciones por quiénes sean los socios o por sus actividades personales, queda descartado; por el contrario, tal como indica Ferrero Diez Canseco, en este tipo de sociedad cerrada, sí interesa no sólo la aportación patrimonial del socio, sino también su actividad personal y su persona misma (prestigio, experiencia, y forma de pensar y actuar) (1998, p. 18). Este autor agrega que, en las SAC,

(...) más aún, el *affectio societatis* e *intuitus personae* prevalecen incluso sobre el *intuitus pecuniae*, interesando principalmente para su ingreso a la sociedad las cualidades personales del socio aportante, quedando en un segundo plano su capacidad de aportar y el monto de su contribución. (1998, p. 18)

Entonces, íntimamente relacionado con la consideración de la SAC como sociedad cerrada y con fuertes dotes personalistas, surge la necesidad de proteger el *intuitus personae* y el *affectio societatis* de esta forma societaria. Se parte del presupuesto de que los socios deciden constituir una SAC (*affectio societatis*) precisamente por las cualidades personales y la confianza recíproca entre los accionistas (De Trazegnies, 2001, p. 231). Como ya lo hemos explicado largamente, esta protección se logra fundamentalmente con el establecimiento de restricciones a la libre transferencia de acciones.

Al respecto, como bien señala Broseta:

En estos casos, cuando las circunstancias personales de los socios son tan relevantes que posiblemente sin ellas la sociedad anónima no se hubiera constituido, es justo permitir que la sociedad o sus socios protejan su interés estableciendo un control sobre el ingreso de nuevos accionistas para lo cual es necesario restringir la transmisibilidad de sus acciones. (1984, p. 53)

Y, precisamente, esta protección para los socios de la SAC se regula de manera anticipada en la LGS a través del establecimiento de limitaciones a la transferencia de acciones y derechos a favor de los accionistas y/o la sociedad en tales contextos. De manera tal que, ante cualquier transferencia de acciones, los accionistas y/o la sociedad

estarán habilitados a activar las protecciones y derechos específicos que las limitaciones establecidas les otorgan.

Como menciona De Trazegnies, “*en principio, dado que la sociedad anónima cerrada se constituye con un vínculo personal muy fuerte entre los socios, la ley cuida que ese vínculo se mantenga*” (2001, p. 234). Y de los principales mecanismos para lograr tal finalidad lo constituyen las limitaciones a la transferencia de acciones, siendo uno de ellos precisamente el DAP Legal.

Por lo cual, con un DAP Legal, ante cualquier potencial transferencia de acciones, los accionistas o la sociedad tendrán la seguridad de que podrán adquirir esas acciones de manera preferente; protegiéndose así el *affectio societatis* y el *intuitus personae* que la ley reconoce en las SAC. De igual manera, los potenciales accionistas transferentes se verán protegidos ya que, como mencionamos anteriormente (Cap. 2, III, 3.1.), estos tendrán la seguridad de que la transmisión de sus acciones se va a producir, ya sea al tercero o a los titulares del DAP.

2.3.3. Conservación de la estructura de poder dentro de la Sociedad Anónima Cerrada

Además de la protección de la estructura cerrada, del *affectio societatis* y del *intuitus personae* de las SAC, otro de los fundamentos de la regulación de un DAP Legal es la conservación y balance de la estructura de poder dentro del accionariado de la sociedad. Este propósito se manifiesta de dos maneras: (i) con el ejercicio del DAP a prorrata de la participación social de cada accionista; y (ii) con la activación de la preferencia no sólo ante transferencias a terceros ajenos a la sociedad, sino también entre accionistas.

El punto (ii) es muy importante, ya que si se admite que el fundamento del DAP Legal es únicamente evitar el ingreso o injerencia de terceros en la SAC, entonces tal derecho no se activaría ante transferencias internas, es decir, a otros de los accionistas. Sin embargo, el DAP Legal busca también mantener un balance de poderes dentro de la SAC, el mismo que se vería resquebrajado si la preferencia no fuese de aplicación en estos escenarios.

El mantenimiento de la estructura y balance de poder dentro de la SAC se logra otorgando la posibilidad a los accionistas de adquirir un porcentaje de las acciones directamente proporcional a su participación en el accionariado de la sociedad, ya sea ante transferencias a terceros o a otros accionistas. De esa manera, en caso todos los accionistas decidan ejercer su DAP, el resultado será el aumento de la cantidad de acciones de cada uno, pero manteniendo equilibrado la proporción de su participación y poder social.

Nótese que estos fundamentos de la LGS para el establecimiento de un DAP Legal son los fundamentos y objetivos tradicionales de la inclusión de un DAP en el Derecho Societario, conforme fue analizado en el Capítulo 2, III. Sin embargo, es importante reiterar que un DAP también cuenta con una serie de fundamentos e implicancias económicas, estudiadas en el Cap. 2, IV, que hasta donde hemos podido investigar, en

principio, no tuvieron un rol relevante para la regulación del DAP Legal en la LGS; pero que son de trascendental importancia en el análisis de un derecho de preferencia como éste.

2.4. Críticas a la inclusión de un Derecho de Adquisición Preferente en la Ley General de Sociedades para las Sociedades Anónimas Cerradas

Al estudiar la inclusión de un DAP Legal para las SAC, también se torna oportuno el pronunciarnos sobre algunas voces críticas de esta opción legislativa, y, en general, de la inclusión de un derecho de preferencia ante la transferencia de las acciones de una SA.

Por largo tiempo la inclusión de limitaciones a la transferencia de acciones en una sociedad no ha sido un asunto pacífico. Los objetores de su regulación en una sociedad anónima alegaban principalmente la desnaturalización de esta sociedad como sociedad capitalista y la frustración de la finalidad circulatoria de las acciones.

Por ejemplo, en nuestro medio antes de la dación de la nueva LGS, un civilista reconocido como Manuel de la Puente y Lavalle postulaba una visión crítica de este tipo de limitaciones en una SA, a propósito del artículo 115 de la antigua LGS:

Llama la atención que siendo la sociedad anónima una sociedad de capitales, en la cual no juega un rol significativo la calidad personal de los accionistas, y que estando representadas sus acciones por títulos valores cuya característica esencial es la circulación, se permita imponer limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones. (1995, p. 79)

De la Puente (1995) era crítico de la limitación a la libre transferencia de acciones; y en particular, respecto de la inclusión de un DAP en una SA, su postura era que “(...) *es nula la cláusula estatutaria de preferencia que figura en el estatuto de una sociedad anónima, en el caso de compraventa de las acciones de dicha sociedad*” (p. 86). La razón que alegaba era que este tipo de pactos iban en contra de la prohibición del pacto de preferencia contenido en el inciso 2 del artículo 1582 del Código Civil⁵⁵, ya que un DAP vulneraba la protección que busca esta prohibición, al desalentar la emisión de ofertas de adquisición al quedar éstas sin efecto por el ejercicio de la preferencia por parte de la sociedad o de los accionistas (p. 83).

Como hemos tratado de explicar a lo largo de este trabajo, si bien la estructura legal de la SA está diseñada teóricamente para ser una sociedad despersonalizada, y propiciar así la libre circulación de las acciones, en la práctica usualmente las cualidades personales de los accionistas son trascendentales para la vida social. Por lo cual, las limitaciones a la libre transferencia de acciones adquieren un rol esencial, convirtiéndose en estipulaciones muy frecuentes en el ámbito societario.

Además, la libre circulación de las acciones y de la riqueza no es un fin en sí mismo en el Derecho Societario, ni una protección absoluta. Actualmente, la propia LGS reconoce

⁵⁵ **Artículo 1582.-** Puede integrar la compraventa cualquier pacto lícito, con excepción de los siguientes, que son nulos:

(...)

2.- El pacto de preferencia, en virtud del cual se impone al comprador la obligación de ofrecer el bien al vendedor por el tanto que otro proponga, cuando pretenda enajenarlo.

distintos ámbitos de aplicación de las limitaciones a la libre transferencia de acciones, regulando incluso expresamente una serie de limitaciones para las SAC. Este reconocimiento se da no sólo porque la realidad así lo requiere, sino también por las apreciables funciones y finalidades que estas restricciones cumplen.

Ahora bien, en lo que concierne a la alegación de una supuesta nulidad de un DAP en una SA, con la regulación detallada e incluso expresa de este derecho de preferencia que contiene la nueva LGS, esta discusión queda zanjada; siendo anecdótico, no obstante, las posturas que alegaban su invalidez.

Por otro lado, a pesar de que actualmente es aceptado pacíficamente, tanto legal como doctrinariamente, la inclusión de limitaciones a la transferencia de acciones, y con ello, la inclusión de un DAP en una SA, por los valiosos fundamentos y objetivos inmersos, aún existen algunas voces que sin fundamentos sólidos cuestionan su valía.

Por ejemplo, Ramos Padilla (2004) en su tesis de maestría cataloga de un “despropósito” a la inclusión de un DAP Legal en las SAC (p. 307), señalando que:

Lo único que hace el Estado, como política legislativa, es inducir al empresariado peruano a fortalecer concepciones que han sido una de las causales para el primitivo desarrollo de las sociedades anónimas en el Perú e inclusive su crisis, interrumpiendo el desarrollo de las empresas. (p. 307)

En nuestra opinión, catalogar como despropósito a la regulación legal de un DAP en una SAC implica desconocer los fundamentos y objetivos no solo societarios, sino también económicos, que este derecho de preferencia conlleva. Considerar que un DAP impide el desarrollo de una empresa es dejar de lado los múltiples propósitos que este derecho tiene, y que coadyuvan precisamente al desarrollo interno de la sociedad. Adicionalmente, con tal afirmación se olvida que la regulación del DAP Legal es supletoria, por lo cual prima la libertad de los socios para decidir su adopción, modificación o, incluso, exclusión.

Visto de manera general, consideramos que la posición de la LGS de expresamente regular limitaciones a la libre transferencia de acciones para las SAC (como el DAP), es adecuada, ya que reconoce la realidad societaria peruana y se adapta a ésta. Es relevante también su propuesta de regulaciones específicas para cada tipo de limitación, ya que ello significa un ahorro en los costos de regulación de dichas limitaciones para los accionistas. A lo cual se suma los valiosos propósitos societarios y económicos que estas estipulaciones llevan consigo.

No obstante, para que las limitaciones legales (y convencionales) a la transferencia de acciones cumplan cabalmente sus propósitos, deben contener reglas claras y procedimientos de ejercicio predecibles. De lo contrario, todos los aspectos positivos que conllevan dichas limitaciones se pierden para convertirse en obstáculos para la adecuada transferencia de las acciones de una sociedad. Con todas las consecuencias negativas que ello significa.

En tal sentido, en adelante, en esta investigación se describirá la regulación y el procedimiento de ejercicio del DAP Legal, para luego, en el capítulo final, analizar si esta preferencia contiene reglas claras para su activación y ejercicio; o si, contrariamente, se presentan

problemas e incertidumbres en torno al ejercicio de este derecho que podrían culminar en escenarios de frustración de las transferencias de acciones.

III. EL PROCEDIMIENTO DE EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA CERRADA

En este apartado describiremos el procedimiento de activación y ejercicio del DAP Legal, fundamentalmente, desde el punto de vista de su regulación societaria. La descripción se efectuará siguiendo la regulación del artículo 237 de la LGS y teniendo en cuenta cada uno de los pasos y requisitos contenidos en el procedimiento de ejercicio del DAP Legal.

Intencionalmente, nos reservaremos para el siguiente capítulo el análisis detallado, tanto desde un punto de vista societario como civilista, de la naturaleza y efectos jurídicos de los actos y requisitos contenidos en cada etapa del procedimiento de ejercicio del DAP Legal. Allí discutiremos y analizaremos los potenciales problemas e incertidumbres que pueden surgir en la práctica en torno a la activación y ejercicio del DAP Legal.

A efectos del desarrollo del procedimiento de ejercicio del DAP Legal, retomaremos la utilización de los siguientes términos: (i) “Accionista Transferente”, es el accionista interesado en transferir sus acciones; (ii) “Titulares del DAP”, que contempla tanto a los “Accionistas Titulares” como a la “SAC”; y, (iii) “Tercero Interesado”, es aquel tercero interesado en la adquisición de las acciones, que para efectos del DAP Legal también podría ser alguno de los accionistas de la SAC.

3.1. Paso 1: Comunicación del Accionista Transferente

Como paso número uno, el Accionista Transferente debe comunicar a la SAC, a través de una carta dirigida al gerente general, la intención de transferencia de las acciones (total o parcial) a un Tercero Interesado o incluso a otro accionista (en adelante, la “Comunicación”).

Al respecto, el artículo 237 de la LGS señala que esta Comunicación debe contener las condiciones de la eventual transferencia, a saber, el nombre del posible comprador y, en caso de ser persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas; el número y clase de las acciones que se desea transferir; el precio; y las demás condiciones de la transferencia.

Adicionalmente, de tratarse de una transferencia de acciones distinta a la compraventa (a título oneroso o gratuito), la valorización del precio de las acciones será el que acuerden las partes o el contemplado en el estatuto; y a falta de acuerdo o de pacto, el precio lo determinará el juez por proceso sumarísimo.

3.2. Paso 2: Notificación de la Comunicación por parte del gerente general a los Accionistas Titulares

Como paso número dos, el gerente general, dentro de los diez (10) días siguientes de recibida la Comunicación, la pondrá en conocimiento de los demás accionistas para que, en un plazo de treinta (30) días, ejerzan su DAP a prorrata de su participación en el capital social de la SAC.

Debe tenerse en consideración que, eventualmente, la notificación de la Comunicación por parte del gerente general podría no realizarse oportunamente (dentro de los diez (10) días), por causas imputables a él, y eso podría reducir el plazo para que los Accionistas Titulares ejerzan su DAP o incluso, en el peor de los casos, imposibilitar su ejercicio.

Así, como se puede notar, el procedimiento de ejercicio del DAP Legal se canaliza mediante la SAC y, específicamente, a través del gerente general. El gerente general, en representación de la SAC, juega un rol de intermediario entre el Accionista Transferente y los Titulares del DAP de cara al ejercicio del DAP. Por lo cual, un adecuado proceso de ejercicio no dependerá únicamente de los principales actores involucrados, sino también de la actuación del gerente general.

3.3. Paso 3: Ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP

Como paso número 3, dentro del plazo de sesenta (60) días de haberse realizado la notificación de la Comunicación a la sociedad, los demás Accionistas Titulares y/o la SAC deberán comunicar su voluntad de adquirir las acciones.

Nótese que el plazo máximo legal establecido, dentro del cual se debe ejercer el DAP Legal, es sesenta (60) días contados desde que se puso en conocimiento la Comunicación a la SAC, sin perjuicio de los plazos con los que cuentan tanto el gerente general como los demás Accionistas Titulares o la SAC dentro de este proceso.

3.4. Paso 4: Transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente al Tercero Interesado

Finalmente, un cuarto y último paso se presenta en casos los Accionistas Titulares y/o la SAC hayan decidido no ejercer su DAP, ya sea porque no lo manifestaron expresamente, o porque dejaron pasar el plazo que tenían para ello. En tales escenarios, la LGS nos indica que el Accionista Transferente quedará en libertad de transferir sus acciones al Tercero Interesado en los mismos términos y condiciones contenidas en la Comunicación.

Este es el desarrollo a grandes rasgos del procedimiento de ejercicio del DAP Legal según la regulación contenida en el artículo 237 de la LGS. Es usual también que este mismo procedimiento sea plasmado por las SAC en el estatuto y/o en el pacto social con ciertas modificaciones, incluyéndose por ejemplo expresamente una segunda ronda de ejercicio del DAP y plazos diferenciados (Carrión, 2019, p. 45). Este procedimiento también suele ser acogido, con ciertas modificaciones, por las SA cuando deciden incluir un DAP como limitación a la transferencia de acciones.

Como indicamos al iniciar este apartado, al análisis minucioso del procedimiento de ejercicio del DAP Legal, que responda a la serie de preguntas y cuestionamientos que este procedimiento trae consigo, nos avocaremos de lleno en el siguiente capítulo.

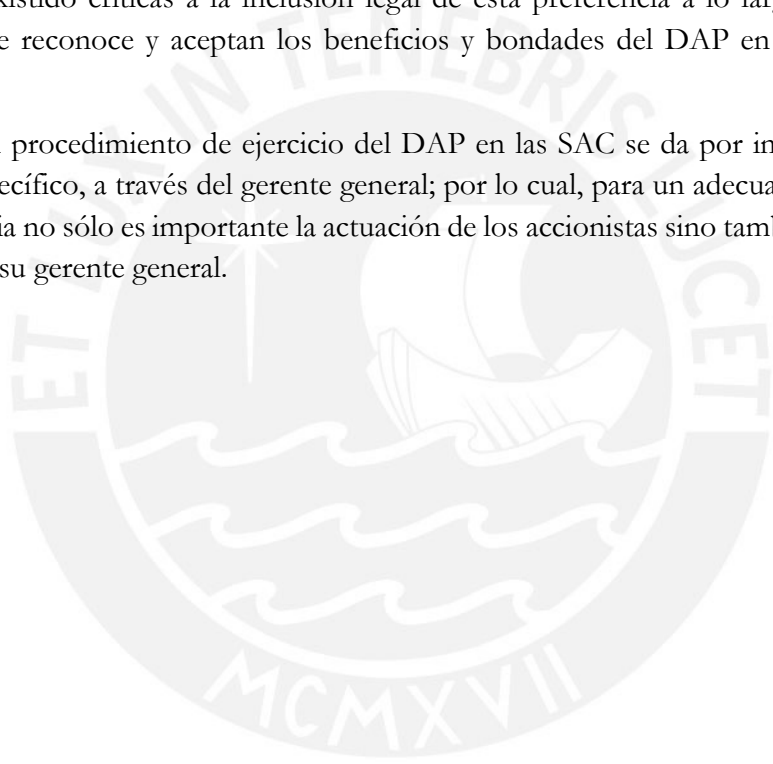
IV. CONCLUSIONES

En la legislación societaria peruana, la SAC contiene un DAP legalmente establecido en favor tanto de los accionistas como de la SAC, que se activa ante transferencia de acciones ya sea a un tercero o incluso a otro accionista.

Este DAP legal busca proteger el carácter cerrado y personalista de la SAC, evitando que terceros ajenos ingresen a la sociedad. A su vez, esta preferencia también busca mantener el equilibrio de poderes al interior del accionariado de la SAC.

Si bien han existido críticas a la inclusión legal de esta preferencia a lo largo del tiempo, actualmente se reconoce y aceptan los beneficios y bondades del DAP en las sociedades cerradas.

Finalmente, el procedimiento de ejercicio del DAP en las SAC se da por intermedio de la SAC, y en específico, a través del gerente general; por lo cual, para un adecuado ejercicio de esta preferencia no sólo es importante la actuación de los accionistas sino también de la SAC, por medio de su gerente general.



CAPÍTULO 4: INCERTIDUMBRES Y PROBLEMAS EN TORNO AL PROCEDIMIENTO DE EJERCICIO DEL DAP LEGAL EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS CERRADAS

En el capítulo anterior hemos desarrollado la regulación y funcionamiento general del Derecho de Adquisición Preferente regulado en el artículo 237 de la Ley General de Sociedades (en adelante, el “DAP Legal”). Intencionalmente hemos evitado pronunciarnos sobre las preguntas e incertidumbres que surgen en el procedimiento de ejercicio de este derecho de preferencia para que sean tratadas a detalle en este capítulo final.

En doctrina se reconoce que, si bien el procedimiento para ejercer un DAP parecer ser claro, existen una serie de preguntas y cuestionamientos que surgen en torno a este derecho de preferencia (Muñoz-Planas, 1996, p. 2125; Kahan, 1999, pp. 14-15; Walker, 1999, p. 69; Vicent, 2008, p. 378; Lillard et al., 2010, p. 436; Circo, 2016, p. 7; Carrión, 2019, p. 50). La relevancia de responder a dichas interrogantes radica en que, la falta de respuestas y de una apropiada interpretación, conlleva a situaciones de incertidumbre y crea una serie de problemas y conflictos de cara a un adecuado ejercicio del DAP.

De esa manera, las incertidumbres y problemas en torno al ejercicio del DAP Legal en la SAC pueden traer consigo situaciones no queridas en el contexto de una transferencia de acciones, principalmente, la frustración de la transacción y la generación de controversias legales, con todos los costos que ello implica para los involucrados.

A fin de evitar estas situaciones negativas, en adelante trataremos de identificar las preguntas y cuestionamientos en torno al DAP Legal, y proponer respuestas e interpretaciones para evitar potenciales controversias que entorpezcan el funcionamiento de este valioso derecho de preferencia.

I. SOBRE LA ACTIVACIÓN DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE

1.1. ¿En qué momento se activa el procedimiento de ejercicio del DAP Legal?

Una primera gran pregunta que surge en torno al ejercicio del DAP Legal es: ¿en qué momento se activa el procedimiento de ejercicio del DAP? Es esencial dar respuesta a esta interrogante para saber con certeza desde qué momento tienen que seguirse los pasos contemplados en este procedimiento.

El artículo 237 indica que “*El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad (...)*”. Esta primera parte nos indica el momento de la activación del procedimiento de ejercicio del DAP. Ante lo cual, es oportuno preguntarnos ¿en qué consiste el hecho de que de un accionista “se proponga” transferir sus acciones?, ¿cómo y en qué momento se configura tal hecho? y ¿qué eventos lo propician?

A nuestro parecer, el hecho de que un accionista “se proponga” transferir sus acciones, significa que el accionista tiene la “intención” de transmitir la titularidad en propiedad de sus

acciones⁵⁶. Esto quiere decir que, el momento de la activación del proceso de ejercicio del DAP Legal se da con la intención del Accionista Transferente de enajenar⁵⁷ sus acciones al Tercero Interesado, ya sea total o parcialmente.

Toda vez que esta “intención de transferir” es un hecho primordialmente subjetivo, esto es, que se encuentra en la esfera interna del Accionista Transferente, para que se exteriorice y canalice correctamente, tendrá que ir acompañado del inicio del procedimiento de ejercicio del DAP Legal.

Por lo tanto, con la “intención de transferencia” del Accionista Transferente se activa el procedimiento de ejercicio del DAP Legal y es a partir de ese momento que deben de seguirse los pasos regulados en el artículo 237 de la LGS; siendo el envío de la Comunicación el primer paso a seguir.

1.2. ¿Cuáles son los eventos que originan la activación de procedimiento de ejercicio del DAP Legal?

Ahora bien, habiendo determinado el momento de activación del DAP Legal, es pertinente preguntarnos, ¿qué da origen a la “intención de transferencia” del Accionista Transferente?

En el contexto de una transferencia de acciones que incluye un DAP, usualmente se considera que el procedimiento de ejercicio del DAP se activa cuando el Accionista Transferente recibe una oferta firme de un Tercero Interesado y tiene la intención de aceptarla (esto es, de transferir sus acciones).

Ese suele ser, por ejemplo, el esquema tradicional de activación de un *Right of First Refusal* - ROFR (Ver Cap. 2, IV, 4.1.3): el procedimiento para el ejercicio de la preferencia se activa con la intención del Accionista Transferente de aceptar la oferta del Tercero Interesado. Y para que este accionista pueda aceptar la oferta de ese tercero y transferir las acciones, antes debe seguir el procedimiento de ejercicio del DAP y esperar que ninguno de los titulares ejerza su preferencia.

Sin embargo, cabría preguntarse si, en el contexto de la regulación del artículo 237 de la LGS, ¿la activación del DAP Legal se da exclusivamente con la intención del Accionista Transferente de aceptar la oferta de un Tercero Interesado? O, en otras palabras, ¿si la activación del DAP Legal presupone necesariamente la oferta del Tercero Interesado?

En nuestra consideración, la activación del DAP Legal no necesariamente presupone la existencia de una oferta. Si bien lo más común es que la activación del DAP venga precedida de una oferta de un Tercero Interesado, éste no es el único acto o evento susceptible de propiciar la activación del DAP Legal. La redacción del artículo 237 de la LGS no es restrictiva en este aspecto, y lo único que exige es que el Accionista Transferente se proponga

⁵⁶ Téngase en cuenta que el DAP Legal regula la preferencia en la transferencia de las acciones en propiedad, esto es, como un todo (Palmereda, 2009, p. 475). Por lo cual, la transferencia de algunos de los derechos que conforman o que pueden gravar a las acciones, por regla general, se encuentran fuera de la aplicación del DAP Legal. Para cubrir estos aspectos, en la práctica societaria se suele ampliar convencionalmente el alcance de la aplicación del DAP a tales situaciones.

⁵⁷ Utilizamos el término “enajenar” para contemplar la transmisión de la propiedad de las acciones tanto a título oneroso como gratuito. De conformidad con el artículo 237, el DAP Legal incluye transferencias onerosas y gratuitas.

transferir sus acciones, esto es, que tenga la intención de transmitir la titularidad de éstas; pudiendo tal intención originarse en diversos eventos.

Lo indicado es relevante toda vez que, en la práctica societaria, en algunos DAP convencionales (asemejándolos a un ROFR común) se suele establecer que una transferencia de acciones podrá efectuarse siempre y cuando (i) exista una oferta firme por parte de un Tercero Interesado y, consecuentemente, (ii) se active el procedimiento de ejercicio del DAP en caso el Accionista Transferente tenga la intención de aceptarla.

De esa manera, en este tipo de casos, se supedita la transferencia de acciones y la activación del DAP únicamente a la existencia de una oferta firme por parte de un Tercero Interesado. Sin embargo, como se explicó, la regulación del artículo 237 es lo suficientemente amplia como para restringir la activación del DAP Legal únicamente a este supuesto.

Por ejemplo, la intención de transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente puede tener también su fuente no en la oferta del Tercero Interesado, sino en la oferta que este accionista desee efectuar al tercero. Así, en este caso la activación del DAP tiene su origen no en la oferta del Tercero Interesado sino en la del Accionista Transferente.

Adicionalmente, en nuestra opinión, la activación del procedimiento de ejercicio del DAP Legal puede tener su fuente no únicamente en una oferta previa (del Tercero Interesado o del Accionista Transferente), sino también en un contrato o acuerdo preparatorio, o inclusive en un contrato de compraventa ya celebrado pero condicionado al ejercicio del DAP, o en cualquier otro acuerdo susceptible de generar la transferencia de la propiedad de las acciones⁵⁸.

Todos los actos indicados previamente originan o demuestran la intención del Accionista Transferente de transferir la titularidad de sus acciones al Tercero Interesado, y por ende son susceptible de producir la activación del procedimiento de ejercicio del DAP Legal.

Lo indicado constituye, en nuestra consideración, una de las diferencias esenciales entre el DAP Legal y el ROFR, dado que, como se explicó, comúnmente un ROFR sólo se activa en el supuesto de que exista una oferta firme de un tercero. Sin embargo, en el caso del DAP Legal, son diversos los actos o eventos que originan su activación.

1.3. Consideraciones adicionales sobre la activación del procedimiento de ejercicio del DAP Legal

En el caso del DAP Legal, nos atreveríamos a afirmar que, inclusive, el procedimiento del DAP Legal puede activarse con la pura y exclusiva intención del Accionista Transferente de enajenar sus acciones, sin necesidad de la existencia previa de una oferta, contrato o acuerdo de transferencia de tales acciones. La razón, nuevamente, es que la regulación de artículo 237 no contempla nada al respecto más allá de indicar que cuando el Accionista Transferente se proponga transferir sus acciones, debe comunicarlo a la sociedad.

Esta postura podría ser cuestionada en el extremo en qué generaría la activación del DAP Legal sin existir la certeza de que, en caso de no ejercicio de la preferencia, la transferencia

⁵⁸ Por ejemplo, una opción, una donación, una dación en pago, una permuta, el aporte de las acciones, etc.

de tales acciones vaya a efectuarse al Tercero Interesado. O sea, que no existiría un riesgo potencial del ingreso de un tercero. Sin embargo, este cuestionamiento carecería de fundamentos toda vez que la certeza de que la transferencia se vaya a producir no forma parte del contenido de la regulación del DAP Legal.

Nos explicamos. La regulación del artículo 237 de la LGS no exige que obligatoriamente la transferencia de las acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado se tenga que producir en caso de no ejercicio de la preferencia. En otras palabras, en caso los Titulares del DAP no ejerzan su DAP, no existe la obligación de que el Accionista Transferente concrete la transferencia al Tercero Interesado.

El cuarto párrafo del artículo 237 claramente señala que en caso los Titulares del DAP no ejerzan su DAP, el Accionista Transferente “(...) *podrá transferir* (...)” las acciones. La palabra utilizada es “podrá” y no “deberá”, por lo cual es prerrogativa del Accionista Transferente el decidir en este contexto si concretiza o no la transferencia de las acciones al Tercero Interesado. Por lo cual, de conformidad con la configuración del DAP Legal, no existe certeza de que la transferencia se vaya a concretizar. Volveremos más adelante con un análisis más minucioso de esta consideración.

Lo mencionado refuerza el hecho de que lo que activa el procedimiento de ejercicio del DAP Legal es la “intención” de transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente –independientemente de qué sucesos o actos generan dicha intención–, y no necesariamente una transacción ya cerrada.

En tal sentido, dada la ausencia de restricciones a los supuestos de activación del DAP Legal, uno de los riesgos inherentes en la regulación del artículo 237 de la LGS para los Titulares del DAP, es que el Accionista Transferente decida activar el procedimiento de ejercicio de la preferencia aun sin contar con una propuesta firme de adquisición de sus acciones. Ello es parte de la dinámica contemplada en el artículo 237 de la LGS.

Podría considerarse que, en tales casos, dado que no existe una propuesta de adquisición firme, entonces no existiría mayor riesgo para los Titulares del DAP, por lo cual no sería necesario que ejerzan su DAP. Sin embargo, se debe tener en cuenta que, independientemente de la existencia o no de una propuesta firme para la adquisición o transferencia de las acciones, una vez que los Titulares del DAP decidan no ejercer su preferencia, el Accionista Transferente quedará en libertad para ofrecer y transferir las acciones a ese Tercero Interesado en los términos indicados en su Comunicación.

Por lo cual, en tales casos, los Titulares del DAP se verán en la disyuntiva de adquirir las acciones del Accionista Transferente incluso sin tener la certeza de que la transferencia de las acciones al Tercero Interesado se va o no a efectuar. Así, el riesgo de que, aun en la ausencia de propuestas, la transferencia de las acciones se pueda producir al Tercero Interesado, se mantiene latente, y deberá ser tomado en cuenta por los Titulares del DAP para decidir respecto al ejercicio de su DAP.

II. SOBRE LA COMUNICACIÓN ENVIADA POR EL ACCIONISTA TRANSFERENTE

Otro de los hitos más importantes dentro del procedimiento de ejercicio del DAP Legal, lo constituye el envío de la Comunicación por parte del Accionista Transferente. Con este envío se inicia el Paso 1 de este procedimiento. En este apartado analizaremos los términos a ser incluidos en dicha Comunicación, así como su naturaleza jurídica, y examinaremos las preguntas y situaciones de incertidumbre que surgen al respecto.

2.1. Sobre los términos a ser incluidos en la Comunicación

De conformidad con el artículo 237 de la LGS, el Accionista Transferente una vez activado el DAP Legal, debe comunicar su intención de transferencia a la SAC mediante una carta dirigida al gerente general (la “Comunicación”), quien luego lo pondrá en conocimiento de los Titulares del DAP. Como requerimientos del contenido de esta Comunicación se indica:

(...)

En la comunicación del accionista deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios o accionistas, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio y demás condiciones de la transferencia.

(...)

Veamos a detalle el contenido y sentido de cada término a ser incluido en la Comunicación.

2.1.1. El nombre del posible comprador

El primer término a ser incluido en la Comunicación es el nombre del posible comprador, esto es, el nombre del Tercero Interesado. Y se precisa que, en caso el Tercero Interesado sea una persona jurídica, deberá constar el nombre de sus principales socios o accionistas.

El fundamento principal de la indicación del nombre del Tercero Interesado es posibilitar a los Titulares del DAP la identificación del potencial adquirente de las acciones. De esa manera, al estar en la capacidad de conocer quién sería este Tercero Interesado, los Titulares del DAP podrán medir los riesgos de su ingreso a la SAC.

Téngase en cuenta que uno de los propósitos de un DAP es, precisamente, evitar el ingreso de terceros no deseados a la sociedad, mediante el otorgamiento de una preferencia en la adquisición de las acciones. En ese sentido, para que los Titulares del DAP puedan tomar una decisión informada al respecto, es imperativo el conocimiento previo de la identidad de este tercero (Carrión, 2019, p. 58).

Relacionado con el rol informativo de la indicación del nombre Tercero Interesado como posible comprador, se debe tener en cuenta también que éste podría ser no un *outsider*, sino un *insider*, esto es, otro de los accionistas. Y en tal caso no existe el riesgo del ingreso de un extraño, sino un riesgo de desequilibrio de los poderes dentro del accionariado de la sociedad.

En tal escenario, como bien menciona Palmareda (2009), “(...) *los demás* (accionistas) *desearán conocer si la transacción afectaría el equilibrio de fuerzas al interior de la junta general* (...)” (p. 477). Por lo cual, este requerimiento coadyuva también al cumplimiento de la función conservatoria del poder dentro de la sociedad.

Ahora bien, la identificación del Tercero Interesado no presenta mayores inconvenientes cuando se trata de personas naturales, pues la indicación del nombre, apellidos y documento de identidad es suficiente para conocer quién es este tercero. Sin embargo, no sucede lo mismo cuando nos encontramos ante personas jurídicas, casos en los cuales la identificación del Tercero Interesado comienza a complejizarse (Carrión, 2019, p. 58).

Claro, podría pensarse que, la identificación del Tercero Interesado cuando es persona jurídica se cumple indicando el nombre de ésta, o sea, su denominación o razón social, según corresponda. Así, los Titulares del DAP podrán identificar quién es esta persona jurídica interesada en adquirir las acciones y, sobre la base de ello, tomar la decisión de si permitir su ingreso o no.

Sin embargo, en los casos de una persona jurídica, independientemente de que estemos ante un sujeto de derecho autónomo, se torna relevante conocer no sólo quién es ésta, sino también saber quiénes son las personas (naturales o jurídicas) que la conforman. En una persona jurídica son los socios o accionistas los que adoptan las decisiones sobre su actuación. De allí que sea relevante también conocer quiénes están detrás de la persona jurídica.

Ese es el sentido del requerimiento de la LGS de colocar el nombre de los principales socios o accionistas del Tercero Interesado cuando éste sea una persona jurídica. De esa manera, los Titulares del DAP no sólo estarán en la capacidad de conocer el nombre del Tercero Interesado, sino también la identidad de los principales socios o accionistas que lo conforman. Al fin y al cabo, indirectamente, serán estos socios o accionistas los que ingresarán a la SAC ante una transferencia de las acciones.

a) ¿Cómo se cumple el requerimiento de la inclusión del nombre de los principales socios o accionistas de una persona jurídica?

El artículo 237 de la LGS reconoce entonces la importancia de conocer la identidad de los “principales” socios o accionistas del Tercero Interesado cuando es persona jurídica. Al respecto, las interrogantes que surgen son: ¿Qué entender por “principales” socios o accionistas de una persona jurídica? ¿Cómo cumplir este requerimiento?

Las respuestas a las preguntas planteadas son importantes toda vez que permitirán considerar que este requerimiento ha sido cumplido o no. Por lo cual, es legítimo cuestionarse, tanto desde el punto de vista de los Titulares del DAP como del Accionista Transferente, quiénes son esos principales accionistas o socios que deberán estar consignados en la Comunicación.

Al tratarse de personas jurídicas, los casos pueden ser tan variados dependiendo de las situaciones concretas que se presenten. Por ejemplo, el Tercero Interesado

podría ser una sociedad anónima que cuente con dos accionistas, con lo cual, la consignación de los nombres de éstos dentro de la Comunicación no significaría mayores problemas. Pero qué sucedería cuando, por ejemplo, estemos ante una sociedad con cientos de accionistas, ¿cómo saber quiénes son sus principales accionistas?

En nuestra consideración, en este contexto, el criterio fundamental para determinar quiénes son los socios o accionistas principales de una persona jurídica es el “control corporativo”.

Entendemos el “control corporativo” como la capacidad que tienen los socios, accionistas, o miembros en general, de decidir la actuación de la persona jurídica (Payet, 2003, p. 92). Esta capacidad se puede manifestar de manera directa, a través de la posibilidad de adoptar directamente las decisiones de la persona jurídica (por ejemplo, a través de la junta de socios o accionistas); o de manera indirecta, al poder designar al administrador o mayoría de administradores de la persona jurídica (como puede ser gerente, directorio o administrador en general) (Echaiz, 2010, p. 90).

Adicionalmente, consideramos que el “control corporativo” se determina en cada caso en concreto, dependiendo de la estructura de participaciones y distribución de derechos políticos con la que cuente la persona jurídica.

En general, se considera que los socios o accionistas de una sociedad ostentan el control corporativo de ésta cuando poseen más del 50% de las participaciones sociales. Sin embargo, de acuerdo con la estructura societaria específica de cada sociedad, más o menos del 50% podría ser suficiente o insuficiente para decidir la marcha social. Por lo que consideramos que el control societario necesariamente se determina en cada caso en concreto.

Recopilando lo dicho, en nuestra opinión, la indicación de los “principales” socios o accionistas del Tercero Interesado, cuando éste es persona jurídica, se cumple indicando la identidad de los socios, accionistas o miembros controladores. La razón es que serán los controladores de la persona jurídica los que, al final de cuentas, tomarán las decisiones del Tercero Interesado, y serán estos quienes ingresarán indirectamente a la SAC. De allí que sea relevante para los Titulares del DAP conocer quiénes son sus potenciales socios indirectos.

Cabe mencionar que, podría darse el caso, muy probable en nuestros días, de que los principales socios o accionistas del Tercero Interesado sean a su vez otras personas jurídicas. Con lo cual, la consignación del nombre (razón o denominación social) de éstos, en principio, no sería suficiente para cumplir con el requerimiento en comentario.

En tales situaciones consideramos que sería necesario que se aplique el mismo razonamiento para estas personas jurídicas, debiéndose consignar a su vez la identidad de sus principales socios o accionistas, hasta llegar razonablemente a

determinar a la persona o personas naturales que ostentan el control indirecto del Tercero Interesado⁵⁹.

Cabe mencionar que, en no pocas ocasiones, debido a las estructuras corporativas de los grupos societarios, el determinar las personas naturales que son los beneficiarios finales de las sociedades será una labor de difícil realización. Por lo cual, en tales casos, el cumplimiento de este requerimiento se cumpliría con la indicación de los socios controladores que razonablemente permita a los Titulares del DAP estar informados sobre quién es el Tercero Interesado en ingresar a la sociedad.

Finalmente, es importante recalcar que el fundamento del requerimiento de la consignación del nombre de los principales socios o accionistas del Tercero Interesado es brindar la información suficiente para que los Titulares del DAP puedan razonablemente tomar una decisión informada sobre el eventual ingreso de este tercero a la SAC. La buena fe comercial y el criterio de razonabilidad serán fundamentales para considerar este requerimiento como cumplido.

b) ¿Qué sucede cuando el Tercero Interesado no es una persona jurídica?

Un problema adicional se presenta cuando el Tercero Interesado no es ni persona natural ni persona jurídica.

Como se sabe, actualmente, no solo las “personas” pueden ser titulares de derechos y, por ende, susceptibles de adquirir la propiedad de las acciones de una SAC. Existen otros entes jurídicos que no podrían ser catalogados como personas naturales o jurídicas; tales como fondos de inversión, fideicomisos, y patrimonios autónomos en general. En estos casos no podríamos hablar propiamente de la existencia de socios o accionistas principales, ya que la estructura legal de estos entes jurídicos no lo permite.

Al respecto, podemos preguntarnos ¿qué sucede en este tipo de casos? ¿Cómo cumplir el requerimiento en cuestión?

Una primera respuesta podría ser que, al no estar frente a personas jurídicas, entonces el requerimiento adicional de indicar el nombre de los principales socios o accionistas no es aplicable. Y, por ende, se tendría que colocar únicamente el nombre del Tercero Interesado en sí, al ser éste el requisito general indicado en el artículo 237 de la LGS (“*nombre del posible comprador*”).

Sin embargo, en los casos de entes jurídicos, tal respuesta sería insuficiente. En principio, la sola indicación del nombre del Tercero Interesado no brindaría la información suficiente para que los Titulares del DAP puedan efectuar el análisis

⁵⁹ Reconocemos que, no en todos los casos sería necesario llegar a las personas naturales que están detrás de los socios del Tercero Interesado, podría suceder que con la sola indicación de dichos socios se brinda la información suficiente para el cabal reconocimiento del Tercero Interesado. Por ejemplo, tal sería el caso de que nos encontremos ante socios que son empresas cotizadas en bolsa; sociedades pertenecientes a un reconocido grupo empresarial; sociedades posicionadas en el mercado; entre otros.

sobre los riesgos de la transferencia de las acciones a éste. Recuérdese que esta es la finalidad última del requerimiento del nombre del Tercero Interesado.

En tal sentido, si bien en los casos de entes jurídicos no podemos identificar propiamente a sus principales socios o accionistas, sí es posible identificar a las personas jurídicas o naturales que se encuentran detrás de éstos, es decir, a quienes ostentan su control (directa o indirectamente). Con lo cual, este requerimiento se considerará cumplido no sólo con la indicación del nombre del ente jurídico, sino con la identificación de los principales beneficiarios y/o administradores de éstos, según corresponda.

Por ejemplo, en los casos de los fondos de inversión, además del nombre del fondo, sería necesario la identificación de la SAFI a cargo de su administración. En los casos de los fideicomisos, dependiendo de ante qué tipo nos encontremos, sería necesario la indicación de las partes que lo conforman. Y en los casos de patrimonios autónomos en general, sería necesario la indicación de sus principales beneficiarios o administradores.

Demás esta mencionar que el cumplimiento de este requerimiento dependerá una vez más del caso en concreto en el cual nos encontremos y estará sometido a un análisis de razonabilidad y buena fe comercial (Carrión, 2009, p. 58).

2.1.2. El Precio

Otro de los términos a ser incluido en la Comunicación es el precio de las acciones. Al respecto, pueden presentarse tres situaciones generales respecto al título de la transferencia de las acciones al Tercero Interesado: (i) que sea a título de compraventa; (ii) que sea título oneroso distinto a la compraventa; y, (iii) que sea a título gratuito.

En el primer caso (i), el precio vendrá determinado por el precio a ser pagado por el Tercero Interesado comprador; en los dos casos restantes (ii) y (iii), según el artículo 237 de la LGS, “(...) *el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valoración que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.*”

En adelante, queremos centrarnos en los casos en que estamos frente a la activación del DAP Legal a propósito de una transferencia de acciones a título de compraventa, que suelen ser las transacciones más usuales, y en donde se pueden presentar ciertas preguntas relevantes respecto a la determinación del precio. Veamos.

a) ¿Existe un precio específico que los Titulares del DAP deban pagar por las acciones?

Cuando de un DAP se trata, en la doctrina y jurisprudencia, principalmente española, ha existido una larga discusión sobre el precio que se debe pagar por las acciones ante la activación de esta preferencia (Muñoz-Planas, 1996, pp. 2130 y ss.). Así, gran parte de la doctrina española considera que debe pagarse un

precio justo, determinado sobre la base del valor real o razonable de las acciones (Marqués, 2017, p. 508).

Tal ha sido la discusión respecto al valor que debería recibir un accionista por sus acciones en un contexto de restricciones a la transferencia, que el Reglamento del Registro Mercantil español ha establecido en su artículo 123.6 que “*No podrán inscribirse en el Registro Mercantil las restricciones estatutarias que impidan al accionista obtener el valor real de sus acciones (...)*”. En palabras de Muñoz-Planas:

Lo que se quiere, pues, con esa norma, es garantizar al accionista potencial vendedor que el mecanismo de valoración de sus acciones nunca pueda traducirse en que el precio resultante sea inferior al valor real. (1996, p. 2126)

Como puede notarse entonces, en la legislación y doctrina española, en el contexto de un DAP, se busca que el precio que los Titulares del DAP paguen, y que a su vez el Accionista Transferente reciba, sea un precio justo. Y ello lo tratan de conseguir mediante el establecimiento de una metodología específica de valuación de las acciones.

Más allá del cuestionamiento a las metodologías de valorización y de las discusiones existentes sobre si éstas permiten obtener un precio “justo” por las acciones, es importante señalar que la regulación de una metodología destinada obtener un valor específico (“real o razonable”) desnaturaliza el funcionamiento de un DAP.

Así lo reconoce, por ejemplo, Martínez-Cortés (2017) al señalar que la inclusión de un criterio de valorización “*(...) aleja técnicamente la figura mercantil del derecho de preferencia del derecho de adquisición preferente puro (...)*” (p. 831). Con ello, los Titulares del DAP ejercerán su preferencia no pagando lo mismo que el Tercero Interesado oferte, sino un valor distinto, con los potenciales conflictos que ello puede ocasionar (p. 831).

En general, podría pensarse que este razonamiento de buscar un “precio justo” por las acciones estaría pensado para ser aplicado a los casos de transferencias a título gratuito o de transferencias a título oneroso distinto a la compraventa, situaciones en las cuales no existe, en estricto, un precio de adquisición propuesto por el Tercero Interesado. Sin embargo, como se puede notar en el caso español, tal regulación aplica incluso para los casos de transferencias a título de compraventa, en donde sí existe un precio específico dispuesto a ser pagado por el Tercero Interesado.

En nuestra consideración, existen dos razones fundamentales para rechazar la aplicación de este razonamiento al caso del DAP Legal peruano:

Primero, en los casos de transferencias a título gratuito o a título oneroso distinto a la compraventa, el artículo 237 de la LGS regula el procedimiento para la determinación del precio, sin mencionar o decantarse por un criterio de valorización en específico.

Segundo, en el caso de transmisiones a título de compraventa, el artículo 237 de la LGS es claro en indicar que el precio de las acciones será aquel propuesto (por el Accionista Transferente y/o el Tercero Interesado) en la Comunicación para la transferencia.

Como se puede notar, adecuadamente según nuestra opinión, en la regulación del DAP Legal no se busca que el precio a pagarse por las acciones sea un precio “justo” (si algo así siquiera existe en este contexto), sino que el mismo será determinado por el precio establecido para la transferencia, en los casos de compraventa; o, cuando estamos frente a transferencias a título gratuito u oneroso distinto a la compraventa: por el acuerdo entre las partes, por el mecanismo de valoración establecido en el estatuto, o por el juez; según corresponda.

Al respecto, coincidimos con Di Chiazza y Van Thienen en que, en el requerimiento de un precio justo o de una determinada metodología de valoración en el DAP, se presenta una paradoja, ya que la operatividad de este derecho de preferencia es más eficiente en ausencia de estos requerimientos (2006, p. 721). Como bien indican estos autores, la eficiencia y bondades del DAP están relacionadas con el precio y los costos en juego, toda vez que sobre éstos se estructura y edifica el sistema de incentivos y desincentivos de este derecho (2006, p. 721).

Por lo mismo, discrepamos de Guillén Rispa (2003) quien considera que es conveniente que en el DAP se “(...) establezca al menos la base de cálculo, parámetros o procedimientos para lograr se fije el precio de la forma más objetiva y transparente (...)” (p. 903).

Como vimos en el Capítulo 2, IV, 4.2, el DAP cuenta con una amplia gama de efectos económicos positivos para la sociedad y para los accionistas, principalmente relacionados con el precio que se esté dispuesto a pagar por la adquisición de las acciones. De manera tal que, la indeterminación previa del precio de las acciones, antes de activarse el DAP, es fundamental en el funcionamiento adecuado de este derecho de preferencia. Los incentivos y riesgos inmersos en esta preferencia tienen íntima relación con este hecho.

De lo mencionado se desprende que, en el DAP Legal, los Titulares del DAP, así como los Accionistas Transferentes, no podrán exigir o requerir un precio distinto al contemplado en la Comunicación para los casos de transferencias a título de compraventa. Y, en los demás casos, el precio será aquel que se determine: (i) por mutuo acuerdo; o (ii) siguiendo el mecanismo de valoración establecido en el estatuto, en caso lo hubiere; o (iii) el fijado por el juez.

Tal como señalamos en el Capítulo 2, IV, 4.2, en los casos de transferencia a título de compraventa, la oferta por las acciones que se efectúe (por el Tercero Interesado y/o por el Accionista Transferente), en el mejor de los casos puede ser una oferta bien analizada y estructurada, que refleje cabalmente la situación financiera de la sociedad; y en el peor de los casos, puede no serla.

Independientemente de en qué situación nos encontremos, este es uno de los riesgos intrínsecos que los Titulares del DAP y el Accionista Transferente asumen al incorporar esta preferencia.

En ese sentido, en tales casos, el precio consignado en la Comunicación será el precio definitivo sobre la base del cual los Titulares del DAP tendrán que tomar la decisión de adquirir o no las acciones. En caso de que consideren que es un precio bajo y/o que refleja la realidad societaria, entonces ejercerán su DAP; y en caso consideren lo contrario, optarán por no ejercer su preferencia. Por la dinámica del DAP Legal, el riesgo de esta decisión recae en los Titulares del DAP.

Por lo tanto, dentro de la dinámica establecida en el DAP Legal, los requerimientos de un “precio justo” o de un determinado mecanismo de valorización de las acciones, no se encuentran presentes.

b) ¿El precio de las acciones consignado en la Comunicación tiene que ser determinado o podría ser también determinable?

Un cuestionamiento adicional respecto al precio de las acciones deriva de la pregunta de si éste tiene que ser determinado o si podría ser determinable también. En la práctica el no tener una respuesta clara a esta pregunta podría traer consigo una situación problemática (Carrión, 2019, p. 56) respecto a la adecuada consignación del precio en la Comunicación.

Cuando se trata de verificar en la Comunicación el precio de las acciones, lo normalmente esperado por los Titulares del DAP sería encontrar un precio determinado, esto es, un número en concreto. Sin embargo, cada vez es más usual que el precio ofertado para adquirir las acciones de una sociedad no sea un monto específico, sino uno sujeto a determinación, o sea, un precio determinable.

Por ejemplo, como bien reconoce Carrión (2019, p. 56), en las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas (M&A por sus siglas en inglés), usualmente el precio de las acciones será determinado utilizando una fórmula específica de cálculo, como pueden ser el EBITDA o el valor de liquidación. Con lo cual, en estos casos el precio aún no se encuentra determinado, sino que será determinable utilizando la fórmula específica de cálculo establecida.

Ante ello, surge las interrogantes de si es válido consignar dentro de la Comunicación un precio determinable por las acciones, y si ello sería un impedimento para el ejercicio del DAP.

Coincidimos en que es válido establecer un precio determinable en la Comunicación para el ejercicio del DAP (Carrión, 2019, p. 57); y, por ende, ello no constituye un impedimento para el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP. Recordemos que, en la normativa civil, el objeto de un negocio jurídico, como lo sería el precio de la compraventa, puede ser

determinado o determinable (Morales, 2011, pp. 223-224)⁶⁰. Y en la LGS no se establece excepción alguna a esta regla general. Por lo cual, el precio de las acciones consignado en la Comunicación podrá ser determinado o también determinable.

Es más, es relevante indicar que, de conformidad con el artículo 237 de la LGS, existen supuestos en los cuales el precio de las acciones consignado en la Comunicación será uno necesariamente determinable. Nos referimos a los casos en que la transferencia de las acciones al Tercero Interesado sea a título oneroso distinto a la compraventa o a título gratuito.

En los casos del párrafo anterior, el precio final es determinable y será determinado siguiendo los mecanismos de determinación regulados en el artículo 237 de la LGS, a saber: (i) por acuerdo entre las partes; (ii) por el mecanismo de valorización establecido en el estatuto; o, (iii) por fijación judicial.

Finalmente, cabe señalar que, a efectos de la determinación del precio, se tendrán que tener en consideración los criterios objetivos y/o las fórmulas de cálculo incluidos en la Comunicación o requeridos legalmente. Hacemos énfasis en qué si bien el precio de las acciones podría ser determinable, si ello se presenta, tendrá que ir acompañado de criterios, fórmulas o procedimientos objetivos para su concretización en un precio específico (Espinoza, 2012, p. 506).

2.1.3. El número y la clase de acciones

En la Comunicación deben consignarse también el número y la clase de acciones objeto de transferencia. Este es otro de los términos de suma importancia a ser establecidos.

Dependiendo de la estructura accionaria de la SAC, podrían existir diferentes clases de acciones. En tales casos, para una adecuada identificación e individualización no sólo será necesario indicar el número o cantidad de acciones a transferir, sino también señalar a qué clase éstas pertenecen.

Las acciones a ser consignadas en la Comunicación deberán entonces estar debidamente identificadas tanto en cantidad como en clase, cuando así corresponda. La determinación de estos términos estará relacionada con la intención del Accionista Transferente de transferir al Tercero Interesado la totalidad de sus acciones dentro de la SAC o sólo una parte de ellas. La decisión sobre el alcance de estos términos recae en él.

Veamos a continuación un importante cuestionamiento que se puede presentar al respecto.

⁶⁰ El profesor Morales señala que *“Asimismo el acto de autonomía privada es válido si el objeto es determinado en el acto o si se configura criterios para su determinación. La determinación se refiere a la identificación del objeto”* (2011, p. 223).

a) **¿Podría el Accionista Transferente verse obligado a transferir a los Titulares del DAP una cantidad menor de acciones a las indicadas en la Comunicación?**

Relacionado con la identificación y cantidad de acciones, se pueden presentar ciertos problemas en cuanto al número de acciones que efectivamente podrán ser objeto del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP. En específico, surge la interrogante de, si del total de las acciones ofrecidas por el Accionista Transferente, podrían llevarse a cabo adquisiciones parciales de las mismas por los Titulares del DAP. En otras palabras, si el ejercicio del DAP podría dar como resultado no la adquisición de la totalidad de las acciones objeto de transferencia, sino sólo de una parte de ellas.

La respuesta a esta interrogante se torna poco dificultosa si, en cada caso en concreto, los Accionistas Transferentes establecen expresamente en la Comunicación que la adquisición de las acciones por parte de los Titulares del DAP se puede dar de manera parcial como total. En tales casos no existirá, en principio, duda de que pueden llevarse a cabo adquisiciones parciales respecto de la totalidad de acciones ofertadas por el Accionista Transferente.

Sin embargo, la cuestión principal está referida a si, en ausencia de indicación expresa por parte del Accionista Transferente, éste se encontraría obligado a aceptar una adquisición parcial de las acciones por parte de los Titulares del DAP. Para responder a esta interrogante, es importante desentrañar cuál es el sentido de la regulación del DAP Legal establecida en el artículo 237 de la LGS, en lo concerniente a la cantidad de acciones a transferir y al alcance del ejercicio de la preferencia por parte de los Titulares del DAP.

Dado que a este punto todavía no contamos con todos los insumos para dar una respuesta completa a esta interrogante, dejamos planteada la pregunta para que sea desarrollada más adelante, en el numeral 3.2.4, cuando hablemos del alcance del ejercicio del DAP de los Titulares del DAP.

2.1.4. Las demás condiciones de la transferencia

Adicionalmente, de conformidad con el artículo 237 de la LGS, en la Comunicación deberá constar las demás condiciones de la transferencia. Dependiendo de la complejidad de la transacción, la potencial transmisión de las acciones al Tercero Interesado podría tener, además de los mencionados, otros términos importantes a ser considerados por parte de los Titulares del DAP. En tales casos, el Accionista Transferente deberá consignar dichos términos y condiciones en la Comunicación.

Esta indicación del LGS es importante para la real determinación del alcance del contenido de la Comunicación. En el caso del DAP Legal, como se puede notar, los términos y condiciones de la Comunicación serán todos aquellos que regirán la

eventual transacción con el Tercero Interesado, en caso de no ejercicio de la preferencia. Por lo cual, la LGS regula un contenido amplio para la Comunicación del DAP Legal.

Lo expuesto es trascendental de cara al cumplimiento del procedimiento de ejercicio de un DAP, en este caso, en lo que respecta a la Comunicación. Ya que la exigencia en el DAP Legal será que la Comunicación contenga todos los elementos requeridos en el artículo 237 de la LGS, los cuales contemplan incluso a las demás condiciones de la transferencia. La adecuada estructuración de la Comunicación dependerá del cumplimiento de este requerimiento.

En esa línea, es oportuno reiterar que el alcance del contenido de la Comunicación en el marco de un DAP dependerá de la regulación que gobierna al procedimiento de ejercicio de la preferencia. Dependiendo de la fuente específica que contenga el DAP, los requerimientos podrán ser mayores o menores. Y ello determinará el modo en cómo deben ser cumplidos.

Por ejemplo, en ocasiones se suele plasmar en los DAP convencionales que la comunicación deberá contener únicamente el nombre del tercero interesado, el precio y la cantidad de acciones a transferir. Entonces, en tal caso, el accionista transferente cumple con la estructuración de su comunicación con la inclusión de tales términos, no siendo necesario colocar más información. Y a su vez, los accionistas titulares no podrían exigirle un detalle mayor al requerido en la regulación del DAP convencional.

Un caso español es ilustrativo al respecto. En este caso, el Tribunal Supremo español comentando un artículo del estatuto de una sociedad que contemplaba un DAP, manifestó que, toda vez que la regulación sólo requería indicar el número de acciones que se propone vender, el nombre y las circunstancias personales del comprador, y el precio fijado para la venta, todo lo demás carecía de trascendencia, porque no era oponible a los socios (STS 17-2015).

Ahora bien, respecto a la regulación del 237 de la LGS, diversas preguntas e incertidumbres surgen sobre el alcance de las condiciones adicionales que tendrían que ser incluidas en la Comunicación.

a) ¿Cuál es el alcance de las demás condiciones de la transferencia a ser incluidas en la Comunicación?

Una de las preguntas principales que surge respecto a las demás condiciones a ser incluidas en la Comunicación, es respecto a saber cuál es el alcance de éstas. En específico, la cuestión principal es determinar qué condiciones adicionales debe el Accionista Transferente incluir en la Comunicación.

Al respecto, es importante recordar que, en el contexto de un DAP, el contenido de la Comunicación vendrá determinado por los términos y condiciones de la eventual transferencia al Tercero Interesado. Por lo cual, el Accionista Titular

debe incluir en la Comunicación todos los términos y condiciones de la eventual transmisión de las acciones al Tercero Interesado.

Es indiferente si los términos y condiciones de la transacción al Tercero Interesado son propuestos por éste, por el Accionista Transferente o por ambos. Sea cual fuere la situación, dichos términos deberán formar parte de la Comunicación.

Lo indicado es relevante toda vez que, conforme a las reglas del artículo 237 de la LGS, (i) los Titulares del DAP en caso decidan ejercer su DAP, adquirirán las acciones en los términos y condiciones propuestos en la Comunicación⁶¹; y (ii) en caso de no ejercicio del DAP, la transferencia de las acciones al Tercero Interesado deberá darse en los términos y condiciones comunicadas, esto es, en las contenidas en la Comunicación⁶².

Como puede notarse, la indicación de los términos y condiciones en la Comunicación cumple una función de doble garantía: (i) asegura que la adquisición de las acciones por parte de los Titulares del DAP se producirá de conformidad con el contenido de la Comunicación, y (ii) en caso de no ejercicio del DAP, garantiza a los Titulares del DAP que la transferencia al Tercero Interesado se dará en los mismos términos y condiciones comunicados.

Así, para una adecuada formación de la Comunicación es necesario que el Accionista Transferente indique en la Comunicación no sólo el nombre del Tercero Interesado, la cantidad y clase de acciones a ser transferidas, y el precio de las acciones, sino también las demás condiciones de la eventual transferencia a ese tercero.

El contenido de la Comunicación se completa con todos los términos y condiciones de la eventual transferencia de las acciones al Tercero Interesado. La finalidad de ello es que los Titulares del DAP tengan a su disposición toda la información necesaria para decidir el ejercicio de su DAP.

Con la información contenida en la Comunicación, los Titulares del DAP decidirán si ejercen su DAP igualando los términos y condiciones de la potencial adquisición del Tercero Interesado; o si permiten que éste adquiera las acciones.

Relacionado con las condiciones a ser incluidas en la Comunicación, surgen otras interrogantes e incertidumbres que pueden complicar el procedimiento de ejercicio del DAP (Circo, 2016, p. 7), tales como:

- (i) ¿Qué sucede si la adquisición de las acciones por el Tercero Interesado forma parte de una transacción más amplia? ¿Cómo se llena el contenido

⁶¹ **Artículo 237.-** (...) El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, **serán los que le fueron comunicados a la sociedad** por el accionista interesado en transferir. (...).

⁶² **Artículo 237.-** (...) El accionista podrá transferir a terceros no accionistas las acciones **en las condiciones comunicadas a la sociedad** cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra. (...).

de la Comunicación en estos casos? Y, ¿cuál sería el alcance del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP?

- (ii) ¿Qué pasa en los casos en que la transferencia de las acciones al Tercero Interesado contempla términos y condiciones únicas, personalísimas o razonablemente imposibles de cumplir por parte de los Titulares del DAP?

En los casos indicados, independientemente del alcance del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP, será necesario que el Accionista Transferente indique en la Comunicación todos estos términos y condiciones de la transacción con el Tercero Interesado.

De esa manera, los Titulares del DAP, ya sea ante el ejercicio o no del DAP, no podrán cuestionar el cumplimiento del contenido de la Comunicación requerido por el artículo 237 de la LGS.

Sobre la respuesta en detalle a las preguntas planteadas, nos remitimos al numeral 3.2.7 de este capítulo referido al alcance del ejercicio del DAP por los Titulares del DAP.

2.2. Sobre la naturaleza jurídica de la Comunicación

2.2.1. El contexto civilista del DAP

Llegado este punto, es el momento de desarrollar uno de los temas más relevantes en torno al DAP, y del cual conscientemente hemos evitado pronunciarnos: el marco civilista del procedimiento de ejercicio del DAP. Como se ha podido notar, principalmente el análisis efectuado del DAP hasta ahora ha sido desde la óptica societaria y económica. Pero existe un marco general de suma importancia en el DAP. Ese es el civilista.

Muchas veces no se tiene en cuenta que, si bien el DAP incluido en una sociedad tiene un origen societario, el procedimiento de ejercicio de este derecho de preferencia es uno civilista. El procedimiento de ejercicio del DAP no es otra cosa que un procedimiento de formación de un contrato: el contrato de transferencia de la propiedad de las acciones del Accionista Transferente.

Ahora bien, como es sabido, cuando nos encontramos en un contexto de contratación entre ausentes, como lo es en el procedimiento de ejercicio de un DAP, la formación de un contrato se compone básicamente de dos actos: (i) una oferta y (ii) una aceptación.

Siendo ello así, es necesario identificar cuál es la naturaleza jurídica de los actos y etapas que componen el procedimiento de ejercicio del DAP Legal. De esa manera podremos estar en una mejor posición para comprender los requisitos que contienen, así como los efectos jurídicos que generan.

2.2.2. ¿Cuál es la naturaleza jurídica de la Comunicación?

La interrogante más importante respecto de la Comunicación en el contexto del DAP Legal radica en saber cuál es su naturaleza jurídica. Esta interrogante se compone de dos preguntas: (i) ¿Qué es jurídicamente la Comunicación?; y, (ii) ¿qué efectos jurídicos genera?

Las respuestas a estas preguntas son determinantes para identificar no sólo los efectos jurídicos sino también prácticos de la Comunicación en el procedimiento de ejercicio del DAP Legal. La vinculación jurídica de la Comunicación y un ejercicio adecuado de esta preferencia a su vez dependen también de estas respuestas.

El cuestionamiento de la naturaleza jurídica de la comunicación que remite el accionista interesado en transferir sus acciones en el marco de un DAP es uno de los aspectos que más debate ha generado en la doctrina societaria y civil (Broseta, 1984, p. 103 y ss.). Al respecto, como bien sintetiza Muñoz-Planas (1996, p. 2130), al preguntarnos sobre ¿qué es esta comunicación?, se han esbozado dos respuestas: (i) es una simple “comunicación”; y, (ii) es una auténtica “oferta contractual”.

Como bien se señala, las consecuencias de la elección de una u otra respuesta son muy distintas (Muñoz-Planas, 1996, pp. 2130 y ss.):

- (i) Si se alega que es una mera “comunicación”, entonces estaríamos ante lo que se conoce como una declaración de ciencia, cuyos efectos serían solamente informativos. Y de ser así, esta comunicación no vincularía al accionista transferente a efectuar la transmisión de las acciones en caso los titulares de la preferencia decidan ejercer su derecho.

En este caso, la comunicación tendría efectos meramente informativos y exploratorios. Lo que se buscaría es conocer si los titulares de la preferencia estaban o no dispuestos a adquirir las acciones preferentemente. Y en caso estos comunicasen que sí se encuentran interesados, pues el accionista transferente no estaría obligado a transferirles las acciones. Con la consecuencia de que tampoco podría transferírselas al tercero interesado; claro, salvo en los casos en que los titulares hayan comunicado que no quieren valerse de su preferencia (Muñoz-Planas, 1996, pp. 2130 y 2131).

En tal escenario, eventualmente, la concretización de la transferencia tendría que ser objeto de la celebración de un posterior contrato entre el Accionista Transferente y los Titulares del DAP que hayan comunicado su intención de adquirir las acciones. Pero ello estará sujeto a una negociación, no pudiendo los Titulares del DAP exigir coactivamente que se concrete la transmisión (Muñoz-Planas, pp. 2130 y 2131).

- (ii) Por otro lado, si se afirma que estamos ante una auténtica “oferta contractual”, entonces la vinculatoriedad de la comunicación queda fuera de dudas. En palabras de Muñoz-Planas, en este escenario nos encontraríamos frente a “(...) una declaración de voluntad recepticia dirigida a perfeccionar la venta de las acciones si es aceptada (1996, p. 2131).

En este escenario, el Accionista Transferente quedaría vinculado a su comunicación, y en caso los Titulares del DAP ejerzan su preferencia, entonces el contrato de transferencia de acciones se perfeccionaría y la obligación de transferir las acciones surgiría.

En tal contexto, es necesario preguntarnos, en el marco del artículo 237 de la LGS, ¿cuál es la naturaleza jurídica de la Comunicación? ¿Estamos ante una simple comunicación o ante una autentica oferta contractual?

En nuestra opinión, la Comunicación es una auténtica oferta contractual que vincula al Accionista Transferente, y que, en caso de aceptación por parte de los Titulares del DAP, conlleva a la celebración de un contrato de transferencia de acciones. A continuación, explicaremos las razones de nuestra consideración.

Dentro de nuestro ordenamiento, una oferta es una declaración voluntad recepticia destinada a formar un contrato (Forno, 1991, pp. 216 y ss.); siendo sus requisitos los siguientes:

- (i) Completa o autosuficiente, ello significa que la oferta debe contener todos los elementos que configuran el contrato que está destinada a formar, de manera tal que la sola aceptación del destinatario produzca el perfeccionamiento del contrato;
- (ii) Recepticia, esto es, va dirigida a un destinatario o destinatarios en específico, surtiendo efectos desde el momento en que es recibida;
- (iii) Formal, significa que la oferta deberá seguir la misma formalidad establecida para el contrato que pretende perfeccionar, y/o la formalidad legal requerida para la oferta misma, y
- (iv) Seria, entendiéndose que el oferente tenga un real propósito de vincularse jurídicamente con la sola aceptación de la oferta.

Siendo así, a continuación, explicamos el por qué la Comunicación, de conformidad con los requerimientos del artículo 237 de la LGS, se configura como una oferta contractual:

- (i) La Comunicación es completa o autosuficiente. Tal como vimos, el artículo 237 de la LGS requiere que en la Comunicación consten los elementos del futuro contrato, tales como la identificación de las acciones, tanto en clase como en número; el precio (determinado o determinable); así como las demás condiciones de la transferencia. Estos elementos conforman la estructura del contrato de transferencia de acciones que se perfeccionará en caso de aceptación de los Titulares del DAP.

Cabe señalar que, el artículo indicado requiere adicionalmente que se consigne en la Comunicación la identificación del Tercero Interesado. Esto, más que ser parte de los elementos de la oferta misma, es un requisito para la adecuada estructuración de la Comunicación; y, por ende, para un adecuado ejercicio del DAP Legal (Carrión, 2019, p. 47).

- (ii) La Comunicación es recepticia. De acuerdo con el artículo 237 de la LGS, la Comunicación tiene un destinatario directo específico: la SAC, a través del gerente general⁶³. Téngase en cuenta que, en principio, la oferta debe ser remitida a, y ser recibida por, sus destinatarios para cumplir con el carácter recepticio. Sin embargo, en el caso del DAP Legal el destinatario directo es la SAC, y los destinatarios indirectos son los Accionistas Titulares, ambos Titulares del DAP.

Teniendo ello presente, de conformidad con la regulación del DAP Legal, para que la Comunicación, como oferta contractual, entre en vigencia y surta efectos respecto a los Titulares del DAP, es suficiente con su recepción por parte de la SAC, a través del gerente general. Luego de ello, será responsabilidad del gerente general el remitir la Comunicación a los Accionistas Titulares dentro del plazo establecido por la norma.

Sin perjuicio de lo señalado, en aras de evitar potenciales controversias respecto a la efectiva recepción de la Comunicación por parte de los Accionistas Titulares, es recomendable que ésta al ser remitida a la SAC, sea enviada también con copia a dichos accionistas.

- (iii) La Comunicación es formal. El artículo 237 establece una formalidad específica para la Comunicación: por escrito. Esto se deriva de la indicación de que la intención de transferencia debe ser comunicada mediante “carta”. De allí que la formalidad sea por escrito.

Usualmente, y es lo recomendable, la Comunicación se remite por conducto notarial a fin de dejar constancia de la fecha cierta a partir de la cual se comenzarán a computar los plazos de la vigencia de esta.

Sin perjuicio de ello, el artículo 237 de la LGS no establece otro requisito adicional para esta carta que el que sea por escrito; por ende, cualquier mecanismo que permita plasmar por escrito la Comunicación, ya sea físico o virtual, será susceptible de cumplir con dicho requerimiento.

- (iv) Por último, el envío de la Comunicación se da en el contexto de la activación del DAP Legal, lo cual presupone un análisis previo por parte del Accionista

⁶³ **Artículo 237.-** El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones (...) **debe comunicarlo a la sociedad mediante carta dirigida al gerente general**, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas (...).

Transferente sobre la potencial transferencia de sus acciones, y, por ende, lleva consigo una real intención de vincularse jurídicamente.

Así las cosas, podemos dar respuesta a las interrogantes planteadas: ¿Qué es la Comunicación? Es una oferta contractual destinada a perfeccionar un contrato de transferencia de acciones. ¿Qué efectos genera? Como toda oferta contractual (Morales, 2011, pp. 90-91), la Comunicación le otorga el poder a los Titulares del DAP de, con su sola decisión, perfeccionar el contrato de transferencia de acciones (derecho potestativo); quedando el Accionista Transferente sujeto a la decisión que éstos adopten (estado de sujeción).

2.2.3. Sobre el plazo de la Comunicación

La Comunicación, en tanto oferta contractual, tiene un plazo de vigencia determinado en el cual surte sus efectos. Al respecto, en el artículo 237 de la LGS se establecen tres plazos a considerar:

- (i) El plazo de diez (10) días siguientes a la recepción de la Comunicación que tiene el gerente general de la SAC para poner en conocimiento de los Accionistas Titulares esta carta.
- (ii) El plazo de treinta (30) días para que los Accionistas Titulares puedan ejercer su DAP.
- (iii) El plazo de sesenta (60) días que transcurren desde efectuada la Comunicación sin que los Titulares del DAP hayan ejercido su preferencia, y después del cual el Accionista Transferente podrá transferir sus acciones al Tercero Interesado.

De los plazos indicados, la pregunta que surge es ¿cuál es el plazo de vigencia de la Comunicación?

El plazo (i) es descartado como plazo de la vigencia de la Comunicación ya que es el plazo interno que maneja el gerente general para poner la Comunicación en conocimiento de los Accionistas Titulares.

En cuanto al plazo (ii), podría alegarse que es el plazo que tendrían los Accionistas Titulares para ejercer su preferencia, por lo cual éste sería el plazo de vigencia de la Comunicación, al menos para los Accionistas Titulares. Sin embargo, el artículo 237 permite que la notificación de la voluntad de compra por parte de los Titulares del DAP, Accionistas Titulares y/o la SAC, se produzca dentro del plazo (iii)⁶⁴.

En tal sentido, el plazo de vigencia de la Comunicación dentro del cual surte sus efectos como oferta contractual es de sesenta (60) días desde que ésta es puesta en conocimiento de la SAC. Por lo tanto, este es el plazo que tienen los Titulares del DAP

⁶⁴ **Artículo 237.-** (...) El accionista podrá transferir (...) cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra. (...).

para ejercer su DAP; y luego del cual, en caso de no ejercicio, el Accionista Transferente estará habilitado para transmitir sus acciones al Tercero Interesado.

2.2.4. ¿Desde qué momento se comienza a computar el plazo de la Comunicación?

Habiendo señalado el plazo de vigencia de la Comunicación, se torna importante saber desde cuando este se inicia, esto es, desde cuando comienzan a surtir los efectos de esta oferta. Al respecto, la LGS no establece una regulación específica aplicable a las comunicaciones dentro del procedimiento de ejercicio del DAP Legal, por lo cual, en tanto oferta contractual, le será de aplicación la normativa civil correspondiente a las declaraciones contractuales (Carrión, 2019, p. 49).

El Código Civil, en lo concerniente a declaraciones contractuales entre ausentes, como es el caso del DAP Legal, reconoce dos formas de canalizar dichas declaraciones: (i) por medios físicos, y (ii) a través de medios electrónicos, ópticos u otro análogo⁶⁵. La regla de recepción y conocimiento de estas declaraciones, y por ende del inicio de su vigencia, varía dependiendo ante cuál de los dos supuestos nos encontramos.

En el caso de las declaraciones contractuales efectuadas por medios físicos, como una carta física, estas se consideran conocidas desde el momento en que llegan a la dirección del destinatario; claro, salvo que pruebe que, sin su culpa, se encontraba en imposibilidad de conocerlas.

En cuanto a las declaraciones realizadas por medios electrónicos, ópticos u análogos, dado que, por su propia naturaleza éstas no tienen como destino la dirección física del destinatario, sino un destino “virtual”, la regla de recepción cambia. En estos casos, la recepción y conocimiento de la declaración se presumirá cuando el remitente reciba el acuse de recibo.

Así las cosas, el inicio del cómputo del plazo de vigencia de la Comunicación dependerá de si ésta es remitida a través de medios físicos o través de medios electrónicos. En caso de medios físicos, la Comunicación iniciará su vigencia desde el día en que ésta llega a la dirección física de la SAC. Y en los casos de medios electrónicos, ópticos u otro análogo, el inicio de vigencia se dará con el acuse de recibo de la SAC.

Sin perjuicio de lo señalado, es recomendable, en general, a efectos de evitar controversias respecto al inicio de la vigencia de la Comunicación, que en el estatuto se establezca expresamente desde qué momento comienza a surtir efectos. Asimismo, es importante que se consigne la dirección física de la SAC en donde llegará la

⁶⁵ **Artículo 1374.- Conocimiento y contratación entre ausentes**

La oferta, su revocación, la aceptación y cualquier otra declaración contractual dirigida a determinada persona se consideran conocidas en el momento en que llegan a la dirección del destinatario, a no ser que este pruebe haberse encontrado, sin su culpa, en la imposibilidad de conocerla.

Si se realiza a través de medios electrónicos, ópticos u otro análogo, se presumirá la recepción de la declaración contractual, cuando el remitente reciba el acuse de recibo.

Comunicación; y en caso de medios electrónicos, que se indique cual es la dirección virtual o electrónica de la SAC, regulándose desde qué momento se considerará recibida la Comunicación por estos medios.

2.3. ¿Qué sucede cuando existe una pluralidad de Accionistas Transferentes?

Otro escenario de muy probable ocurrencia en la práctica es que existan varios Accionistas Transferentes que pretendan transferir sus acciones a un mismo Tercero Interesado. Esto se puede dar precisamente porque, en no pocas ocasiones, el Tercero Interesado tendrá la intención de ingresar a la sociedad adquiriendo una porción significativa de las acciones que le permitan obtener el control social, o al menos una mayoría considerable en la sociedad (Carrión, 2019, p. 55).

En tal contexto, naturalmente cada Accionista Transferente tendrá que activar el procedimiento de ejercicio del DAP de manera previa a concretizar la transferencia de sus acciones. El riesgo que surge es que, al iniciarlo, podría darse que los Titulares del DAP sólo decidan adquirir las acciones ofertadas por uno o algunos de los Accionistas Transferentes, pero no las de todos. Con la consecuente frustración de la transferencia al Tercero Interesado, cuyo interés será adquirir la totalidad y no solo una parte de las acciones (Carrión, 2019, p. 55).

En estos casos, para evitar tales riesgos, compartimos la posición de que es completamente factible que los Accionistas Transferentes condicionen la transferencia de sus acciones a los Titulares del DAP a la adquisición de la totalidad de acciones ofertadas, esto es, al total ofrecido por ellos en conjunto (Carrión, 2019, p. 55). Inclusive, en este tipo de escenarios, sería recomendable que la Comunicación a enviarse sea una sola, la cual contemple los términos y condiciones de la eventual transferencia conjunta al Tercero Interesado.

Como bien señala Carrión al respecto (2019, p. 59), el condicionamiento de la adquisición de todas las acciones de los Accionistas Transferentes será precisamente una de las “demás condiciones de la transferencia” al Tercero Interesado y, como tal, tendría que ser cumplida por los Titulares del DAP en caso deseen ejercer su preferencia.

III. EL EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE POR PARTE DE LOS TITULARES DEL DAP

3.1. ¿Cuál es la naturaleza jurídica del ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente?

Hemos indicado previamente que el procedimiento de ejercicio del DAP Legal se enmarca en un proceso de formación de un potencial contrato de transferencia de acciones entre el Accionista Transferente y los Titulares del DAP.

En este procedimiento, la Comunicación constituye una oferta contractual. Esta oferta le otorga un derecho potestativo a los Titulares del DAP de decidir, con su sola voluntad, el perfeccionamiento del contrato, estando el Accionista Transferente sujeto a la decisión que éstos adopten.

El ostentar un DAP significa entonces que los Titulares del DAP tienen la prerrogativa de decidir, de manera preferente, si adquieren o no las acciones del Accionista Transferente (Carrión, 2019, p. 48). Siendo así, dependiendo de la decisión de los Titulares del DAP, el procedimiento de ejercicio del DAP Legal puede tener o no como resultado la adquisición de las acciones del Accionista Transferente (Carrión, 2019, p. 48). Esta decisión recae exclusivamente en los Titulares del DAP.

En tal sentido, en caso los Titulares del DAP deseen adquirir las acciones ofrecidas por el Accionista Transferente, tendrán que ejercer su DAP y perfeccionar así un contrato de transferencia de acciones. Ejercer el DAP significa aceptar los términos y condiciones contenidos en la Comunicación. Por lo cual, coincidimos en que el ejercicio del DAP Legal se constituye en la aceptación de la oferta contractual contenida en la Comunicación (Carrión, 2019, p. 48).

La naturaleza jurídica del ejercicio del DAP Legal, como acto, es el ser la aceptación contractual de la oferta de adquisición de las acciones del Accionista Transferente. Y como tal, el ejercicio del DAP deberá cumplir con los requisitos de una aceptación contractual (Carrión, 2019, p. 48), a saber:

- (i) Ser oportuno. El ejercicio del DAP, esto es, la comunicación de la voluntad de compra por parte de los Titulares del DAP debe ser informada oportunamente al Accionista Transferente dentro del plazo de vigencia de la Comunicación.

De conformidad con el artículo 1375 del Código Civil⁶⁶, la aceptación debe llegar a conocimiento del Accionista Transferente dentro del plazo establecido por él. En este caso, el plazo de vigencia de la oferta, y por ende dentro del cual tiene que ser comunicado el ejercicio del DAP Legal, viene establecido legalmente.

- (ii) Ser incondicional. El ejercicio del DAP Legal tiene que ser conforme con la Comunicación. Con el ejercicio del DAP, por regla general, los Titulares del DAP hacen suyos los términos y condiciones tal cual están contenidos en la oferta contractual del Accionista Transferente, sin modificarlos⁶⁷.
- (iii) Formal. El ejercicio del DAP Legal tiene que seguir la formalidad requerida por el Accionista Transferente en su Comunicación para surtir efectos como aceptación contractual.

A continuación, en esta sección veremos las particularidades que presenta el ejercicio del DAP Legal como aceptación contractual. Además, analizaremos a detalle el cumplimiento de los requisitos para el ejercicio de la preferencia por parte de los Titulares del DAP.

⁶⁶ **Artículo 1375.-** La aceptación debe llegar a conocimiento del oferente dentro del plazo establecido por él.

⁶⁷ Este es un requisito uniformemente aceptado para el ejercicio de un derecho de preferencia. Ver, por ejemplo, para el caso del ROFR a Lillard, Szygenda y Wise, 2010, pp. 475 y ss., quienes mencionan “*The “exact-match” requirement is founded on the basis rule of offer and acceptance that an offeree may not vary the offer’s terms – that is, an acceptance must be the “mirror image” of the offer.*” (Lillard et al., 2010, p. 476).

Finalmente, trataremos de dar respuesta a las preguntas, interrogantes y situaciones problemáticas que surgen de la regulación sobre el ejercicio del DAP Legal en la LGS.

3.2. Incertidumbres y problemas en torno al ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente por parte de los Titulares del DAP

Recapitulando lo explicado hasta este punto: el envío de la Comunicación por parte del Accionista Transferente a la SAC es el Paso 1 dentro del procedimiento de ejercicio del DAP Legal. El Paso 2 es la remisión de la Comunicación recibida por la SAC, a través del gerente general, a los Accionistas Titulares. Luego de lo cual, como Paso 3, los Titulares del DAP decidirán el ejercicio de su DAP. Y finalmente, como Paso 4, en caso de no ejercicio, el Accionista Transferente podrá transferir las acciones al Tercero Interesado.

Veamos en esta sección las incertidumbres y problemas que pueden surgir en el Paso 2 y 3 del procedimiento de ejercicio del DAP Legal.

El artículo 237 de la LGS señala que, una vez remitida la Comunicación a la SAC por parte del Accionista Transferente, el gerente general de la SAC tiene diez (10) días desde recibida para ponerla en conocimiento de los Accionistas Titulares, quienes a su vez tendrán un plazo de treinta (30) días para ejercer su DAP a prorrata de su participación en el capital. Y en caso de no ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP dentro del plazo de sesenta (60) días de recibida la Comunicación, el Accionista Transferente quedará liberado para transmitir sus acciones.

En tal contexto, luego de recibida la Comunicación por parte de la SAC, llega la etapa decisiva en la cual los Titulares del DAP decidirán si adquieren o no las acciones. Sin embargo, dada la regulación de la LGS, esta etapa tiene la potencialidad de volverse problemática dadas las incertidumbres que contiene. Así, algunas de las interrogantes que surgen son las siguientes:

- (i) ¿Qué sucede si el gerente general tarda en enviar, o no envía, la Comunicación a los Accionistas Titulares? En tales casos, ¿qué pasaría con el DAP de los Accionistas Titulares? Y, ¿se vería afectado el DAP de la SAC?
- (ii) ¿Cuál es el plazo que realmente tienen los Accionistas Titulares y la SAC para ejercer su DAP? ¿Es treinta (30) días, sesenta (60) días o incluso un plazo mayor?
- (iii) ¿En qué consiste el que los Accionistas Titulares ejerzan su DAP “a prorrata” de su participación en el capital?
- (iv) ¿En qué situaciones la SAC, como Titular del DAP, está habilitada para adquirir las acciones en transferencia? ¿Cómo tomaría la SAC tal decisión y cuál es el plazo que tendría para ello?
- (v) ¿Cuál es el alcance del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP? ¿Qué consecuencias jurídicas tiene?

A continuación, plantearemos y trataremos de absolver estas y otras interrogantes que surgen en torno al ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP.

3.2.1. El incumplimiento del gerente general en el envío de la Comunicación a los Accionistas Titulares

Una vez que la Comunicación es recibida por la Sociedad, surge el deber del gerente general de poner en conocimiento de los Accionistas Titulares dicha comunicación. Esta obligación debe cumplirse dentro de los diez (10) días siguientes de recepcionada la Comunicación por la SAC.

El envío de la Comunicación a los Accionistas Titulares les permite tomar conocimiento de la intención de transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente y, por ende, los habilita a evaluar la conveniencia del ejercicio de su DAP.

Sin embargo, podría suceder que la Comunicación, por causas imputables al gerente general, les llegue fuera del plazo indicado por la LGS, reduciendo así el tiempo que tendrían para decidir el ejercicio de su preferencia; o peor aún, podría incluso no llegarles nunca. En tales casos, las preguntas que surgen son: ¿qué podrían hacer los Accionistas Titulares al respecto? ¿el procedimiento de ejercicio del DAP sufriría alguna afectación?

Sin duda, el hecho de que la Comunicación les llegue a los Accionistas Titulares después del plazo de diez (10) días establecido, o que incluso nunca lleguen a recibirla, les significará una grave afectación patrimonial y societaria, ya sea por la dificultad de tener que tomar una decisión en un tiempo más corto o porque se verán imposibilitados de ejercer su DAP.

Lamentablemente para los Accionistas Titulares, dentro del esquema de ejercicio del DAP Legal, la obligación de poner en su conocimiento la Comunicación recae en el gerente general, y en caso de incumplimiento (tardío o total), es éste quien tendrá que responder frente a ellos por los daños que su conducta causase (Elías, 2015b, pp. 84-85; Guillén, 2003, p. 914).

En ese sentido, la demora en la puesta en conocimiento de la Comunicación, o la falta de ésta, no implicará una extensión del plazo que tienen los Accionistas Titulares para ejercer su DAP, ni tampoco el otorgamiento de una nueva oportunidad para adquirir las acciones. En el esquema societario del DAP Legal, este riesgo recae en los Accionistas Titulares.

Adicionalmente, es relevante mencionar que el incumplimiento del gerente general de comunicar oportunamente la Comunicación, no sólo puede causar afectaciones a los Accionistas Titulares, con miras al ejercicio del DAP, sino también a la SAC. Recuérdese que la SAC también es titular subsidiaria del DAP. Por lo que una demora o ausencia en la remisión de la Comunicación a los Accionistas Titulares, puede potencialmente acortar o anular el plazo que la misma SAC tendría para decidir el ejercicio de su DAP.

Esta situación, por regla general, le es ajena al Accionista Transferente, quien cumple su deber en el procedimiento de ejercicio del DAP Legal con remitir la Comunicación a la SAC. Por lo cual, el incumplimiento del gerente general no tendría por qué afectarlo.

En síntesis, la ausencia o la tardanza en la remisión de la Comunicación son riesgos que recaen en los Titulares del DAP, y al ser así, por regla general, no pueden ser trasladados al Accionista Transferente. Por lo cual, el gerente general tendrá que responder por los daños que irroge tanto a los Accionistas Titulares como a la SAC. La validez del procedimiento de ejercicio del DAP en tales situaciones no se verá afectada.

3.2.2. ¿Cuáles son los plazos que realmente tienen los Accionistas Titulares y la SAC para ejercer su DAP?

Habiendo determinado que la oportunidad y el plazo que tienen los Titulares del DAP para ejercer su DAP no se ven afectados por la demora o ausencia del envío de la Comunicación por parte del gerente general, es preciso preguntarnos: (i) ¿cuál es ese plazo que tienen los Accionistas Titulares y la SAC para ejercer su preferencia? y, (ii) si ¿este plazo podría ser en ocasiones distinto al establecido legalmente?

a) ¿Cuál es el plazo que tienen los Titulares del DAP para ejercer su preferencia?

Antes de determinar el plazo que tienen los Accionistas Titulares y la SAC para evaluar los riesgos de la potencial transferencia de las acciones al Tercero Interesado y decidir el ejercicio de su DAP, es necesario efectuar algunas precisiones.

Por regla general, el plazo para el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP, tanto Accionistas Titulares como la SAC, se encuentra íntimamente relacionado con el plazo de vigencia de la Comunicación.

Como indicamos previamente, el plazo de vigencia de la Comunicación es de sesenta (60) días desde que esta es comunicada a la SAC; por lo cual, el plazo que tienen los Accionistas Titulares y la SAC para ejercer su DAP, esto es, para comunicar su aceptación al Accionista Transferente, es el plazo durante el cual se encuentre vigente esta oferta contractual.

Sin perjuicio de lo señalado, teniendo en cuenta que existen dos Titulares del DAP Legal: los Accionistas Titulares y la SAC, es necesario determinar los plazos internos que cada uno de éstos tienen para comunicar su voluntad de adquirir las acciones. Veamos.

Según el esquema de ejercicio del DAP Legal, en un escenario ideal, el plazo de sesenta (60) días de vigencia de la Comunicación se distribuiría del siguiente modo:

- (i) Primer acto: Dentro de los primeros diez (10) días, el gerente general pondrá la Comunicación en conocimiento de los Accionistas Titulares.
- (ii) Segundo acto: Dentro de los treinta (30) días siguientes, los Accionistas Titulares decidirán si ejercen o no su DAP, y comunicarán esta intención a la SAC.

Hasta aquí ya transcurrieron cuarenta (40) días del total de sesenta (60) días de vigencia de la Comunicación.

- (iii) Tercer acto: En caso los Accionistas Titulares hayan decidido no ejercer completamente su DAP, dentro de los veinte (20) días restantes, la SAC tendrá que tomar la decisión de adquirir o no las acciones.

Según el esquema contemplado en la LGS, los Accionistas Titulares, como beneficiarios principales del DAP, tendrían en principio treinta (30) días desde que reciben la Comunicación por parte del gerente general para tomar la decisión de ejercer su DAP, independientemente de la demora en la remisión de la Comunicación.

Luego de transcurridos los treinta (30) días sin que los Accionistas Titulares hayan decidido adquirir completamente las acciones, en aplicación de los artículos 237 y 238 de la LGS, la SAC quedará habilitada para convocar a una junta general de accionista para decidir el ejercicio de su DAP. Para la adopción de este acuerdo se requerirá una mayoría no inferior a la mitad del capital suscrito.

El plazo interno que tendrá la SAC para decidir el ejercicio de su DAP inicia luego de transcurrido el plazo interno que tienen los Accionistas Titulares para comunicar su intención de compra a la SAC, sin que hayan decidido ejercerlo completamente. Este plazo, en un escenario ideal, será de veinte (20) días; sin embargo, en caso el gerente general demore en transmitir la Comunicación a los Accionistas Titulares, este plazo quedará eventualmente acortado.

Sin perjuicio de lo señalado, consideramos que, si bien el plazo interno establecido para que los Accionistas Titulares decidan la adquisición de las acciones es de treinta (30) días, éstos podrían en realidad tomar la decisión final ejercer su DAP hasta antes de que la SAC adopte el acuerdo de adquirir las acciones; claro, siempre que, en última instancia, el ejercicio del DAP sea comunicado externamente al Accionista Transferente dentro del plazo de sesenta (60) días de vigencia de la Comunicación.

Las razones para tal consideración son las siguientes:

- (i) Los titulares principales del DAP son los Accionistas Titulares, por lo cual, cualquier plazo interno establecido debe interpretarse a su favor;
- (ii) Relacionado con lo anterior, la adquisición por parte de la SAC de sus propias acciones es una situación excepcional, por lo cual, en la medida de lo posible, su actuación debe ser subsidiaria y de última ratio; y,
- (iii) El artículo 237 no establece que, transcurridos los treinta (30) días, los Accionistas Titulares ya no podrán tomar la decisión de ejercer su DAP; al contrario, hace énfasis en que recién transcurridos los sesenta (60) días

de vigencia de la Comunicación, “*sin que la SAC y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra*” (ejercido su DAP), el Accionista Transferente quedará liberado para transferir sus acciones.

De ello se desprende que, sin perjuicio del plazo interno contemplado, los Accionistas Titulares podrán tomar la decisión de ejercer su DAP dentro del plazo de vigencia de la Comunicación, en las condiciones previamente señaladas. Por lo cual, de ser el caso, el Accionista Transferente no podría cuestionar tal ejercicio.

Sin perjuicio de lo señalado, debe quedar claro que el riesgo de la ordenación de los plazos internos para un adecuado ejercicio del DAP Legal, recae en los Titulares del DAP.

Finalmente, nótese que el artículo 237 de la LGS establece que la voluntad de compra, esto es, el ejercicio del DAP Legal, podría ser efectuado por (i) los Accionistas Titulares, (ii) la SAC, o (iii) los Accionistas Titulares y la SAC, al utilizar la conjugación “y/o”. Por lo cual, una de las opciones que otorga la LGS es que el ejercicio del DAP Legal sea realizado de manera conjunta entre los Accionistas Titulares y la SAC. Más adelante veremos en qué circunstancias esta situación particular sería posible de presentarse y cuál sería el procedimiento a seguir.

b) ¿El plazo para el ejercicio del DAP Legal podría ser modificado?

De lo desarrollado hasta el momento, queda claro que el plazo de vigencia de la Comunicación es de sesenta (60) días, y que este es el plazo dentro cual los Titulares del DAP tendrán que tomar la decisión de ejercer su DAP.

Al respecto, surge una interesante pregunta: ¿podría este plazo ser modificado a requerimiento de los Titulares del DAP; por propuesta del Accionista Titular y/o por mutuo acuerdo?

En la práctica, en determinadas situaciones, podría darse que el plazo establecido legalmente sea muy corto para que los Titulares del DAP puedan llevar a cabo un análisis minucioso de la transacción. Ello podría suceder en casos en que la transacción sea una compleja.

Por ejemplo, en las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, la oferta de adquisición de las acciones de una sociedad es realizada por el Tercero Interesado usualmente luego de haber llevado a cabo un proceso de *due diligence* técnico y legal, en el cual se analiza la conveniencia de la transacción. Este proceso de análisis puede llevar varios meses, y la negociación del contrato, otros meses más.

En tal contexto, si estamos frente a una transacción compleja, ¿podrían los Titulares del DAP exigir tener un plazo mayor al establecido por la LGS para decidir el ejercicio de su DAP? En nuestra consideración, la respuesta categórica

es la negativa. El plazo para el ejercicio del DAP Legal es el que es. Y no puede ser modificado por exigencia unilateral de los Titulares del DAP.

La razón fundamental para negar la exigencia de un mayor plazo por parte de los Titulares del DAP, es que estamos ante un plazo establecido legalmente, y acogido como tal por los accionistas al momento de incorporarlo a la SAC. La previsión a ese momento fue que, independientemente de quienes vayan a tener el rol de Accionista Transferente o de Accionistas Titulares en el futuro, y/o de la complejidad de la transacción, el plazo que tendrán para decidir el ejercicio del DAP será el contemplado en el artículo 237.

En tal sentido, el hecho de que, por ejemplo, el Tercero Interesado haya tenido un plazo mayor para analizar la conveniencia de la adquisición, en principio, no debería tener ninguna implicancia en el plazo de ejercicio de la preferencia de los Titulares del DAP⁶⁸.

Consideramos que tampoco es factible el otorgamiento de un mayor plazo de manera unilateral por parte del Accionista Transferente. Ello si bien podría considerarse más favorable para los Titulares del DAP, en realidad desnaturalizaría las reglas de juego del procedimiento de ejercicio del DAP Legal, y modificaría los factores de competencia intrínsecos de esta preferencia⁶⁹.

Debe tenerse presente que el plazo para el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP es uno de los riesgos inherentes dentro del esquema de un DAP. Dentro de este plazo los Titulares del DAP tendrán que evaluar si ejercen o no su preferencia. A su vez, este plazo otorga certeza al Accionista Transferente sobre la oportunidad de la transferencia de las acciones, ya sea a los Titulares del DAP, en caso de ejercicio del DAP, o al Tercero Interesado, en caso de no ejercicio. Este plazo también proporciona certidumbre al Tercero Interesado sobre el momento en que, en caso de no ejercicio, podrá cerrar la transacción y convertirse en accionista.

Al ser un riesgo propio del procedimiento de ejercicio del DAP, los efectos del plazo tienen que ser asumidos por todos los actores involucrados, esto es, por el Accionista Transferente, por los Accionistas Titulares, por la SAC, e incluso por el Tercero Interesado. Y al ser un plazo establecido legalmente, este no puede ser, por regla general, modificado.

⁶⁸ Es razonable incluso que, en determinadas circunstancias, el Tercero Interesado tenga mayores plazos para evaluar la transacción, toda vez que es alguien ajeno a la SAC y, por ende, alguien que no contaría con la información que los Titulares del DAP, por su propia condición, sí.

⁶⁹ Ante la activación de un DAP Legal, los accionistas se ven en la posición de decidir el ejercicio de su DAP. Para tomar esta decisión es trascendental no sólo la evaluación técnica de la pertinencia de la adquisición, sino también la disponibilidad de fondos para llevarla a cabo. Dependiendo quienes sean los Accionistas Titulares, su capacidad técnica y financiera para proceder con el ejercicio del DAP Legal, variará. Sin perjuicio de ello, el DAP Legal los coloca en igualdad de condiciones, estableciendo un periodo único y determinado para tomar esta decisión, independientemente de las condiciones particulares de cada accionista. Y ese es un riesgo conocido y asignado con la sola adopción del DAP Legal, por lo cual cualquier cambio unilateral en este plazo, modificaría los riesgos asignados inicialmente, pudiendo significar un favorecimiento para algunos, pero también un perjuicio para otros.

Ante la activación del DAP Legal, la única situación en la cual consideramos válido modificar el plazo para el ejercicio del DAP, es por consenso total entre los Accionistas Titulares, la SAC y el Accionista Transferente. De lo contrario, cualquier otra modificación a este plazo significará una vulneración a las reglas de juego del procedimiento de ejercicio del DAP y, por ende, una afectación a su validez.

En síntesis, el plazo de ejercicio del DAP es parte de las reglas de juego del DAP Legal y no puede ser modificado, salvo por consenso total entre los Titulares del DAP y el Accionista Transferente. Será este plazo el que se tendrá que observar para llevar a cabo un adecuado procedimiento de ejercicio del DAP.

c) ¿El plazo de ejercicio del DAP puede verse afectado por información insuficiente en la Comunicación?

Una cuestión adicional vinculada con el plazo de ejercicio del DAP Legal se presenta cuando, a consideración de los Titulares del DAP, la información contenida en la Comunicación es insuficiente y/o poco clara. En este contexto, la pregunta que surge es si, a consecuencia de esta situación, el plazo para el ejercicio del DAP sufriría alguna afectación.

Al respecto, en principio, son dos los eventuales escenarios:

- (i) Que la información faltante o poco clara se encuentre directamente vinculada con los elementos requeridos en el artículo 237 de la LGS para la estructuración de la Comunicación, lo cual determine la incompletitud o falta de suficiencia de ésta como oferta.

En tal escenario, indudablemente, el plazo de ejercicio del DAP Legal se verá afectado, y éste tendrá que volver a iniciarse desde cero una vez que el Accionista Transferente haya completado la información.

- (ii) Que la información faltante o poco clara no se encuentre directamente vinculada con los elementos requeridos legalmente para la Comunicación, no afectándose a su vez su consideración como oferta.

En estos casos, por regla general, el plazo para el ejercicio del DAP Legal no se verá afectado. En nuestra opinión, será responsabilidad de los Titulares del DAP solicitar la información adicional que requieran y/o buscar un esclarecimiento de parte del Accionista Transferente. Y este último, a su vez, tendría que absolver dichos requerimientos a su riesgo.

Tal como Lillard, Szygenda y Wise (2010) refieren respecto del ROFR, en postura que compartimos, una vez que el Accionista Transferente ha informado razonablemente los términos de la Comunicación, “(...) *the holder «has a subsequent duty to undertake a ‘reasonable’ investigation of any terms unclear to him»*” (p. 468).

En ese sentido, de ser el caso, los Titulares del DAP tendrán la carga de, ante la identificación de información insuficiente o poco clara, razonablemente requerir clarificación. Ante ello, el Accionista Transferente tendrá que decidir si da respuesta o no al requerimiento de los Titulares del DAP; bajo riesgo de tener luego que demostrar que la Comunicación no requería mayor información o esclarecimiento (Lillard et al., 2010, p. 468).

Ante tal escenario, en caso los Titulares del DAP no busquen esclarecimiento de la Comunicación, y decidan no ejercer su DAP, no podrán después cuestionar el procedimiento de ejercicio del DAP Legal (Lillard et al., 2010, p. 468).

Esta postura es razonable y se ajusta a la regulación del DAP Legal.

En primera instancia la SAC, a través del gerente general, debe servir como filtro adecuado y razonable para evitar que estas situaciones sucedan. Es lógico y entendible que, para la notificación de la Comunicación a los Accionistas Titulares, el gerente general tenga un plazo de hasta diez (10) días, en el cual tendría que hacer una revisión preliminar de la Comunicación y verificar así que ésta cuenta con los elementos necesarios antes de comunicársela a los Accionistas Titulares. De no ser así, un requerimiento inmediato para el Accionista Transferente se torna obligatorio.

Y, en segunda instancia, en caso de que aún luego de haber pasado el primer filtro, los Accionistas Titulares consideren que existen aspectos por clarificar, entonces dentro del plazo que tienen para ejercer su DAP deberán buscar el debido y oportuno esclarecimiento.

Finalmente, sin perjuicio de lo señalado, cabe mencionar que, podría darse el caso de que un no esclarecimiento oportuno por parte del Accionista Transferente pueda efectivamente afectar el ejercicio del DAP Legal. En tal caso, los Titulares del DAP tendrán la carga de así demostrarlo, y el Accionista Transferente tendrá que probar lo contrario.

Siendo así, dentro de las previsiones que los accionistas deben tener en cuenta al incorporar el DAP Legal en su SAC, es que el periodo en el cual deberán estudiar, evaluar y decidir la adquisición de las acciones será el establecido en el artículo 237 de la LGS. Este plazo, dependiendo del contexto de la adquisición, podría eventualmente ser suficiente o podría no serlo, sin embargo, ese es uno de los riesgos asumidos con el DAP Legal.

3.2.3. ¿En qué consiste el ejercicio del DAP “a prorrata” de su participación en el capital por parte de los Accionistas Titulares?

Adentrándonos en el modo en cómo los Accionistas Titulares deben ejercer su DAP, tenemos que el artículo 237 establece que la preferencia se ejerce a “prorrata” de su participación en el capital.

La participación de un accionista en el capital se puede determinar por la cantidad de acciones que ostenta en el accionariado de la sociedad, ya que el accionariado es el reflejo del capital social. Como mencionamos en el Capítulo 1, por regla general, existe una relación directamente proporcional entre el aporte efectuado al capital social y la cantidad de acciones que ostenta un accionista dentro de la sociedad. A mayor aporte, mayor cantidad de acciones y, por ende, mayor participación social.

En tal sentido, un ejercicio a “prorrata” significa que los Accionistas Titulares, en caso decidan ejercer su DAP, lo harán de manera proporcional a su participación social en el accionariado de la sociedad, esto es, en proporción a la cantidad de acciones de las son titulares.

El requisito de que el ejercicio del DAP Legal se efectúe en la misma proporción de la participación social que ostentan los Accionistas Titulares, tiene como propósito otorgarles la oportunidad de que mantengan inalterada su posición o poderío dentro de la SAC. Recuérdese que el DAP Legal, además de evitar el ingreso de terceros no deseados a la SAC, busca que la estructura de poder del accionariado de la sociedad se mantenga inalterada.

En tal sentido, en caso todos los Accionistas Titulares decidan ejercer su DAP, el resultado será que la proporción que cada uno de ellos tenía respecto de los otros, no cambiará; y, por ende, sus derechos sociales y políticos no variarán entre sí. Claro, al final las proporciones totales se reajustarán producto de la reducción de la participación del Accionista Transferente, pero ese cambio no afectará a los Accionistas Titulares.

Más adelante explicaremos cómo se concretiza este ejercicio a “prorrata” del DAP.

3.2.4. ¿Pueden llevarse a cabo ejercicios parciales del DAP por parte de los Titulares del DAP?

Otra interesante cuestión respecto al ejercicio del DAP Legal surge cuando sólo algunos y no todos los Titulares del DAP están interesados en ejercer su DAP. O cuando alguno de los Accionistas Titulares desea ejercer parcialmente su DAP, pretendiendo adquirir menos acciones que las que le corresponderían de conformidad con su participación social (Berger, 1989, p. 1148).

En tal contexto, la interrogante es si podría darse, como resultado del procedimiento de ejercicio del DAP, adquisiciones parciales respecto de la totalidad de las acciones ofrecidas por el Accionista Transferente. O si, en otras palabras, el DAP Legal podría ejercerse parcialmente. Recogemos aquí nuevamente la cuestión planteada en el numeral 2.1.3 del presente capítulo.

Berger, en el contexto del ROFR, lo plantea de la siguiente manera:

A potential problem that should not be left unresolved is the question of whether the designated optionee of a first-option transfer restriction must exercise the option in full, if at all, or whether a partial exercise of the option is permissible. That matter can assume large dimensions since the specified purchase could, under the right circumstances, leave the selling shareholder with a minority interest which would be difficult to dispose of if the purchaser could retain or acquire majority control by merely partially exercising the option. (1989, p. 1148)

En nuestra consideración, en el esquema del DAP Legal, la adquisición de las acciones, salvo que se encuentre expresamente habilitado en la Comunicación, no puede producirse de manera parcial⁷⁰. En otras palabras, los Titulares del DAP no pueden ejercer parcialmente su DAP, y a su vez, el Accionista Transferente no puede verse forzado a transferir sólo una parte de las acciones ofrecidas, y no la totalidad; salvo que expresamente lo haya así autorizado.

El fundamento de tal consideración es transcendental. La habilitación de adquisiciones parciales de las acciones le significaría, mínimamente, un doble perjuicio al Accionista Transferente:

- (i) En primer lugar, frustraría la transacción con el Tercero Interesado, quien normalmente tendría interés en adquirir la totalidad de las acciones, y no sólo una parte. Piénsese por ejemplo en los casos en que el Tercero Interesado busca por medio de la adquisición una toma del control de la SAC. En tales casos, la posibilidad de sólo adquirir una cantidad menor de acciones seguramente haría decaer su intención de compra.
- (ii) Y, en segundo lugar, conllevaría una afectación no deseada de la posición societaria, en cuanto a derechos políticos y económicos, del Accionista Transferente dentro de la SAC.

Pongamos como ejemplo los casos en que la intención del Accionista Transferente era salir de la SAC mediante la transferencia de la totalidad de sus acciones al Tercero Interesado. En estos casos, el Accionista Transferente además de verse obligado a quedarse dentro de la SAC, tendría que hacerlo con una posición societaria disminuida, ya que su participación en el capital social indefectiblemente quedará reducida.

Por lo tanto, salvo autorización expresa, no es posible un ejercicio parcial del DAP Legal. Una consideración distinta conllevaría a que la dinámica del DAP se distorsione y los beneficios e incentivos que tiene sean suprimidos.

Para tener una idea de la transcendencia de las potenciales afectaciones que conllevaría el tener como regla general la habilitación de un ejercicio parcial de un DAP, es de saber que, por ejemplo, en la normativa societaria española esta posibilidad se

⁷⁰ Son de la misma opinión Guevara, 2021 y Montoya, 2021.

encuentra prohibida⁷¹. Al respecto, Marqués (2017) señala que “*Serán nulas las cláusulas estatutarias por las que un socio que ofrezca un determinado número de acciones o participaciones queda obligado a transmitir un número diferente*” (p. 513).

En el caso peruano, la pregunta sería si necesitamos de una norma similar a la española para concluir que, salvo indicación en contrario en la Comunicación, el ejercicio del DAP Legal no puede producirse de manera parcial, y, en consecuencia, no puede obligarse al Accionista Transferente a transferir una cantidad diferente a las ofrecidas.

En nuestra opinión, la respuesta correcta es la negativa. No es necesario contar con una norma expresa que así lo establezca. El ejercicio del DAP Legal, según lo explicado, se configura como la aceptación contractual de la oferta contenida en la Comunicación; y como tal, tiene que ser incondicional. Un ejercicio incondicional del DAP Legal implica la adquisición de todas las acciones ofrecidas en la Comunicación.

En ese sentido, si la Comunicación no habilita adquisiciones parciales, entonces la adquisición tendrá que ser por la totalidad de las acciones. En tales casos, un pretendido ejercicio parcial del DAP por parte de los Titulares del DAP no surtirá efectos como una aceptación al no ser incondicional; y para concluir ello no es necesario que exista una regulación expresa que así lo establezca.

3.2.5. ¿Qué sucede si no todos los Accionistas Titulares deciden ejercer su DAP?

Habiendo explicado que, por regla general, en el marco del DAP Legal no es posible una adquisición parcial de las acciones ofertadas por el Accionista Transferente, es momento de analizar la problemática que se presenta en caso no todos los Accionistas Titulares decidan ejercer su preferencia. Esto es, que efectivamente sólo algunos de ellos estén dispuestos a adquirir las acciones, pero otros no.

Al respecto, los escenarios y alternativas de respuesta podrían ser los siguientes:

- a) **La no intención de ejercicio del DAP por uno o algunos de los Accionistas Titulares determina el rechazo de la oferta por todos ellos, y habilita a la SAC a decidir el ejercicio de su preferencia por la totalidad de las acciones.**

Según lo señalado por Carrión (2019),

(...) en los términos del artículo 237 de la LGS para que se presente un efectivo ejercicio del DAP que culmine con la adquisición de las acciones y con ello se evite que el Tercero Interesado ingrese a la sociedad, **será necesaria la concurrencia del ejercicio del DAP por todos los Accionistas Titulares, de lo contrario la oferta se considerará rechazada.** Esta es una situación no querida para aquellos Accionistas Titulares que, teniendo la intención adquirir las

⁷¹ En la Ley de Sociedades de Capital española, en el numeral 2 del artículo 108 se indica que “Serán nulas las cláusulas estatutarias por las que el socio que ofrezca la totalidad o parte de sus participaciones quede obligado a transmitir un número diferente al de las ofrecidas”.

acciones en venta, al final no lo van a poder hacer porque otro de los accionistas no quiso ejercer su DAP. (p. 54) [Énfasis agregado]

De acuerdo con Carrión, la decisión de no ejercicio total por parte de los Accionistas Titulares determinaría el rechazo automático de la oferta, esto es, que la decisión de no ejercicio por uno solo de ellos conllevaría a la frustración total de la adquisición.

No compartimos esta posición por lo gravoso de su interpretación. Considerar que para un efectivo ejercicio del DAP Legal es necesaria la concurrencia de la decisión de todos los Accionistas Titulares, desnaturalizaría al DAP como derecho de preferencia, y desprotegería a cada uno de los Accionistas Titulares, quienes quedarían a merced de lo que decidan los demás accionistas.

Con esta interpretación se estaría asignando a cada Accionista Titular el riesgo de la decisión del otro, lo cual evidentemente escapa a su esfera de control. Por ello, consideramos que, por regla general, la decisión de no ejercicio del DAP por alguno de los Accionistas Titulares no tendría por qué vincular y afectar a los demás.

En este escenario, en caso uno o algunos de los Accionistas Titulares decidan no ejercer su DAP, y por ende los demás Accionistas Titulares se vean imposibilitados de adquirir las acciones, se daría paso a que la SAC tenga que tomar la decisión de hacerse de la totalidad de las acciones.

Tal proceder significaría también una desnaturalización del propósito del DAP, en tanto derecho de preferencia principal de los Accionistas Titulares, ya que les quitaría la posibilidad de que sean ellos los llamados a adquirir en primer lugar las acciones, y pone a la SAC en la posición de tener que ejercer su DAP por la totalidad. Así, el ejercicio del DAP Legal de la SAC, que es subsidiario y excepcional, terminaría por convertirse en principal.

En conclusión, este escenario queda descartado.

b) Los Accionistas Titulares que estén dispuestos a ejercer su DAP tendrán que adquirir la totalidad de las acciones en transferencia, incluyendo las acciones de aquellos que hayan decidido no ejercer su DAP.

Otro posible escenario de respuesta ante la decisión de no ejercicio por parte de alguno de los Accionistas Titulares es que aquellos que sí deseen adquirir las acciones sean requeridos a comprar todas las acciones; de lo contrario la oferta se considerará rechazada por ellos y se dará paso al ejercicio del DAP de la SAC.

Este escenario puede parecer más favorable para los Accionistas Titulares que el anterior; sin embargo, no es tan así. Si bien en estos casos un no ejercicio del DAP por alguno de los Accionistas Titulares no determina el rechazo automático de la oferta por los demás accionistas, sí pone en los interesados en ejercer su preferencia la carga de adquirir la totalidad de las acciones.

Tal opción puede parecer factible en un escenario en que los Accionistas Titulares tengan la intención de adquirir, además de las acciones que le corresponderían en proporción a su participación en el capital social, todas las otras demás acciones libres. Situación en la cual no representaría ningún inconveniente.

Sin embargo, piénsese en los casos en que los Accionistas Titulares interesados no tengan los fondos necesarios o, en general, la intención de hacerlo, la consecuencia sería que perderían la opción de ejercer su DAP, ya que estarían condicionados a la adquisición total. Luego la SAC tendría que adoptar la decisión de ejercer su DAP por la totalidad de las acciones.

Siendo así, teniendo en consideración la afectación a los Accionistas Titulares y el cambio de rol subsidiario de la SAC en la adquisición, este escenario tampoco es adecuado para el ejercicio del DAP Legal. Veamos el siguiente.

- c) Los Accionistas Titulares que manifiesten su intención de adquirir las acciones mediante el ejercicio de su DAP, únicamente podrán hacerlo en la proporción de su participación en el capital social. El resto de acciones tendrán que ser adquiridas por la SAC.**

Otro posible escenario alternativo a los dos anteriores es considerar que, el no ejercicio del DAP por algunos de los Accionistas Titulares no afectará la adquisición de las acciones por parte de los demás accionistas interesados en ejercer su preferencia.

La salvedad en este caso sería que el ejercicio por parte de los Accionistas Titulares interesados sólo será por la parte que les correspondería en proporción a su participación social. No teniendo estos Accionistas Titulares la opción de hacerse de las acciones que debieron ser tomadas por los demás accionistas. Tales acciones deberían ser, en todo caso, adquiridas por la SAC.

Esta alternativa no presentaría, en principio, mayores inconvenientes ya que no sujeta a cada uno de los Accionistas Titulares a la decisión de ejercicio del DAP por parte de los demás. Sin embargo, en nuestra opinión, esta opción no sería la más adecuada porque les quita la opción a los Accionistas Titulares de adquirir, en caso así lo deseen, las demás acciones disponibles.

- d) Los Accionistas Titulares que tengan la intención de hacerse de las acciones, podrán ejercer su DAP respecto de todas las acciones que estén dispuestos a adquirir; y en caso de quedar acciones libres, estas tendrán que ser adquiridas por la SAC.**

Como último escenario ante el no ejercicio por parte de uno o algunos de los Accionistas Titulares tenemos que, los Accionistas Titulares del DAP interesados en ejercer su preferencia, además de tener la posibilidad de adquirir las acciones que en principio les corresponde, podrán adquirir también las acciones de aquellos otros accionistas que decidieron no ejercer su DAP.

En este escenario, los Accionistas Titulares interesados en adquirir las acciones, no sólo no se verán perjudicados por la eventual decisión de no ejercicio de los demás accionistas, sino que además tendrán la opción de adquirir las demás acciones hasta el porcentaje que consideren conveniente. Tal adquisición será, por regla general, de manera proporcional a su participación en el capital social. Y de ser el caso, las acciones restantes que no hayan sido tomadas, tendrán que ser adquiridas por la SAC para que cubra la totalidad de las acciones en venta.

Consideramos que este es el escenario que va conforme con la estructura del DAP Legal. Con este procedimiento de ejercicio se da prevalencia a los Accionistas Titulares para la adquisición de las acciones, sin que un no ejercicio por alguno de ellos pueda afectar a los otros, y además va acorde con el rol subsidiario que tiene la SAC para ejercer su preferencia. El interés de evitar el ingreso de terceros no deseados a la SAC se ve igualmente protegido.

Sin perjuicio de lo señalado, debe tenerse en cuenta que, el riesgo para los Accionistas Titulares interesados en ejercer su preferencia, en caso decidan no adquirir la totalidad de las acciones, es que la SAC opte por no ejercer su DAP, y en consecuencia el ejercicio de su DAP se vea frustrado al no contemplar la totalidad de las acciones; claro, salvo que el Accionista Transferente haya contemplado en su Comunicación la posibilidad de adquisiciones parciales.

Determinado que este es el escenario que se adecua al sentido de la regulación de la LGS, es oportuno explicar un poco más a detalle cómo se llevaría a cabo el procedimiento de ejercicio del DAP Legal por parte de los Accionistas Titulares y, eventualmente, por la SAC; a lo cual nos avocaremos a continuación.

3.2.6. Las rondas de ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente de los Titulares del DAP

Es momento de explicar el modo en cómo los Accionistas Titulares pueden decidir el ejercicio de su DAP. Al respecto, se ha señalado que el artículo 237 de la LGS regula una sola ronda para el ejercicio del DAP (Elías, 2015b, p. 85; Carrión, 2019, p. 53; Beaumont, 2006, p. 579)⁷². Esto quiere decir que los Accionistas Titulares tendrían una única oportunidad para decidir la adquisición de las acciones y lo podrían hacer sólo en el porcentaje que les corresponda en proporción a su participación en el capital social. Este sería el escenario del literal c) del numeral 3.2.5 explicado previamente.

Sin embargo, en armonía con nuestra postura, consideramos que tal posición no se ajusta a la regulación de la LGS. En estricto, el artículo 237 de la LGS no regula ronda alguna de ejercicio del DAP por parte de los Accionistas Titulares, por lo cual es inadecuado afirmar que la LGS contemplaría una sola ronda para ejercer el DAP.

⁷² Beaumont señala respecto al artículo 237 de la LGS que, “Por ejemplo, la ley no hace referencia a la posibilidad de una segunda rueda, y es muy probable que en un significativo número de casos queden acciones por colocar, las que no han sido adquiridas por algunos accionistas y que los que sí ejercieron su derecho en primera vuelta desearían comprarlas” (2006, p. 579).

En efecto, sobre la manera en cómo los Accionistas Titulares deben ejercer su DAP, el artículo 237 de la LGS sólo indica (i) que los Accionistas Titulares tienen un plazo de treinta (30) días desde recibida la comunicación para ejercer su DAP y (ii) que su ejercicio es a prorrata de su participación en el capital social. Así pues, en este artículo no se contempla el número de rondas en las cuales los Accionistas Titulares decidirán la cantidad de acciones que cada uno está dispuesto a adquirir.

En esa línea, ya hemos mencionado en el numeral 2.2.3 que, en estricto, el plazo que tienen los Titulares del DAP, esto es los Accionistas Titulares y/o la SAC, para confirmar el ejercicio de su DAP al Accionista Transferente, es de sesenta (60) días desde recibida la Comunicación. Será entonces dentro de este plazo que los Titulares del DAP tendrán que decidir si están o no interesados en ejercer su preferencia, y de ser así, determinar en qué porcentaje se va a producir la adquisición de las acciones.

Siendo así, indicamos también (ver numeral 3.3.2, a) anterior) que, en un escenario ideal, dentro de los diez (10) días de recibida la Comunicación por la SAC, el gerente general lo informará a los Accionistas Titulares para que estos decidan el ejercicio de su DAP dentro de un plazo de treinta (30) días, y luego de lo cual, ante una decisión de no ejercicio, o de ejercicio de sólo algunos de ellos, la SAC tendrá que decidir si adquiere las acciones ejerciendo su DAP.

Entonces, por regla general, los Accionistas Titulares tendrán que, dentro del plazo de treinta (30) días establecido por la LGS, decidir si adquieren o no las acciones ofertadas por el Accionista Transferente. Para tales efectos, consideramos que, al no existir una regulación específica sobre el número de rondas de decisión que pueden tener los Accionistas Titulares, la cantidad de rondas dependerá de la intención de adquisición que tengan aquellos que sí estén dispuestos a ejercer su preferencia por una cantidad mayor a las acciones que inicialmente les corresponderían.

De esa manera, si en una primera ronda sólo algunos de los Accionistas Titulares manifiestan su intención de ejercer su DAP y adquirir las acciones, entonces aquellos accionistas podrán participar en una siguiente ronda para decidir la adquisición de las acciones libres.

Si luego de esa segunda ronda todavía quedan algunas acciones, los Accionistas Titulares que participaron en la anterior ronda y manifestaron su intención de adquirir las acciones, podrán participar en una siguiente ronda, a efectos de cubrir la totalidad de las acciones, si así lo desean.

Las rondas podrían extenderse hasta el número de veces que sea necesario para cubrir la adquisición de la totalidad de las acciones; claro, siempre y cuando, uno o algunos de los Accionistas Titulares continúe interesado en la adquisición.

Sólo en caso que no todas las acciones ofrecidas por el Accionista Transferente hayan sido cubiertas por los Accionistas Titulares, es que la SAC quedará habilitada para decidir el ejercicio de su DAP por la cantidad de acciones restantes; y luego, tendrán que comunicar al Accionista Transferente su aceptación de la adquisición por la totalidad de las acciones ofertadas (salvo habilitación de ejercicios parciales).

Será responsabilidad y riesgo de los Titulares del DAP el coordinar que el procedimiento de ejercicio de su DAP se produzca ordenadamente dentro del plazo de sesenta (60) días de vigencia de la Comunicación. Dado que, como mencionamos, los plazos internos dentro de este procedimiento podrían sufrir variaciones, corresponderá a los Titulares del DAP el asegurarse de efectuar un ejercicio oportuno de su preferencia.

Es importante resaltar que las rondas de decisión del ejercicio del DAP por los Accionistas Titulares se harán en la proporción de sus participaciones en el capital social, esto es, según el porcentaje de las acciones que ostenten en el accionariado de la sociedad. Lo cual se irá actualizando en cada ronda de ejercicio en la proporción de las acciones que cada uno de ellos haya decidido adquirir. El procedimiento en este punto se asemeja al ejercicio del Derecho de Suscripción Preferente. De esa manera, se da cumplimiento a la exigencia de un ejercicio a prorrata durante todo el procedimiento.

Un ejemplo es ilustrativo para mostrar la manera en cómo en un caso en concreto los Accionistas Titulares podrán llevar a cabo el ejercicio de su DAP.

Imaginemos que tenemos una SAC con un capital de S/1,000.00 dividido en 1000 acciones de un valor nominal de S/1.00, y cuenta con cinco (5) accionistas: el “Accionista A”, el “Accionista B”, el “Accionista C”, el “Accionista D”, y el “Accionista E”. Las acciones se encuentran repartidas según el siguiente detalle:

Accionista	Cantidad de acciones	Porcentaje de participación en el capital social (S/1000)
Accionista A	200	20%
Accionista B	400	40%
Accionista C	100	10%
Accionista D	240	24%
Accionista E	60	6%
Total	1000 acciones	100%

Cuadro No. 1

El “Accionista A” tiene la intención de transferir la totalidad de sus acciones a un Tercero Interesado, por lo cual en aplicación del artículo 237 de la LGS activa el DAP Legal. En su Comunicación, el “Accionista A” ha indicado que su oferta contempla la transferencia de todas las acciones, no admitiéndose por tanto ejercicios parciales.

- 1) El primero paso será determinar en qué porcentaje los Accionistas Titulares podrán ejercer su DAP, en otras palabras, saber cuál es la prorrata de sus participaciones en el capital social. Para ello, podría pensarse que los porcentajes

serán los indicados en el Cuadro No. 1, en cuanto corresponden a sus respectivas participaciones en el capital social.

Sin embargo, para efectos de determinar la prorrata de cada accionista es necesario descontar del accionariado total las acciones del Accionista Transferente (esto se aplica ya sea que se trate de una transferencia total o parcial), ya que éste al ser el vendedor no participará de la adquisición. Con lo cual, el nuevo universo para determinar los porcentajes de los Accionistas Titulares será 800 acciones (1000 menos 200).

Accionista	Cantidad de acciones	Porcentaje para el ejercicio del DAP Legal
Accionista B	400	50%
Accionista C	100	12.5%
Accionista D	240	30%
Accionista E	60	7.5%
Total	800 acciones	100%

Cuadro No. 2

2) El segundo paso es la decisión interna de ejercicio del DAP Legal por parte de los Titulares del DAP en proporción a sus respectivos porcentajes.

(i) Escenario ideal

Así, en un escenario ideal en el que todos los accionistas decidan ejercer su preferencia, el resultado sería el siguiente:

Accionista	Cantidad de acciones	Porcentaje para el ejercicio del DAP Legal	Acciones por adquirir (200)
Accionista B	400	50%	100
Accionista C	100	12.5%	25
Accionista D	240	30%	60
Accionista E	60	7.5%	15
Total	800 acciones	100%	200

Cuadro No. 3

Este escenario no presenta mayores complicaciones ya que todos los Accionistas Titulares decidieron adquirir las acciones que les correspondería, por lo que no sería necesario que la SAC entre en escena.

(ii) Escenarios de no participación de todos los Accionistas Titulares

Si bien un escenario ideal no presentaría mayores inconvenientes, en la práctica podría darse que no todos los Accionistas Titulares deseen participar de la adquisición.

Imaginemos, por ejemplo, que el “Accionista B” decide no participar en la primera ronda de adquisición, pero los demás accionistas sí.

Accionista	Cantidad de acciones	Porcentaje para el ejercicio del DAP Legal	Acciones por adquirir (200)
Accionista B	400	50%	-
Accionista C	100	12.5%	25
Accionista D	240	30%	60
Accionista E	60	7.5%	15
Total	800 acciones	100%	100

Cuadro No. 4

En este escenario, luego de una primera ronda de ejercicio del DAP, aún quedan 100 acciones libres. Como señalábamos previamente, algunos entenderían que el paso siguiente sería que la SAC decida si desea adquirir o no esas acciones restantes.

Sin embargo, en nuestra opinión, antes de que la SAC entre en escena, los Accionistas Titulares que decidieron adquirir las acciones deben tener la prioridad en adquirir las acciones restantes. Por lo cual, sería necesario la realización de una segunda ronda.

Dado que ya existió una primera ronda y los Accionistas Titulares que decidieron adquirir las acciones potencialmente han aumentado el número de sus acciones, será sobre la base de este nuevo número de acciones que se calculará la prorrata de cada uno en esta segunda ronda de adquisición. Y el nuevo universo de acciones para el cálculo de los porcentajes será la sumatoria de las acciones (originales y recién adquiridas) de los Accionistas Titulares que participaron positivamente en la primera ronda.

Esta fórmula de cálculo permite que la adquisición de cada uno de los Accionistas Titulares interesados continúe siendo proporcional al porcentaje de participación de cada uno en el accionariado.

Accionista	Cantidad de acciones original	Nueva Cantidad de acciones (más acciones de 1era ronda)	Nuevo Porcentaje para el ejercicio del DAP Legal en 2da ronda
Accionista B	400	-	-
Accionista C	100	125 (+25 de 1era ronda)	25%
Accionista D	240	300 (+60 de 1era ronda)	60%
Accionista E	60	75 (+15 de 1era ronda)	15%
Total	800 acciones	500 acciones	100%

Cuadro No. 5

Supongamos que en esta segunda ronda el “Accionista E” decide ya no adquirir más acciones, mientras los demás accionistas sí.

Accionista	Nueva Cantidad de acciones (más acciones de 1era rueda)	Nuevo Porcentaje para el ejercicio del DAP Legal en 2da ronda	Acciones por adquirir en 2da rueda (100)
Accionista B	-	-	-
Accionista C	125 (+25 de 1era rueda)	25%	25
Accionista D	300 (+60 de 1era rueda)	60%	60

Accionista E	75 (+15 de 1era rueda)	15%	-
Total	500 acciones	100%	85

Cuadro No. 6

Luego de la segunda ronda de decisión de ejercicio del DAP, todavía quedan 15 acciones por tomar. En caso el “Accionista C” y el “Accionista D” tengan aún la intención de continuar con la adquisición de las acciones disponibles, será necesario efectuar una tercera ronda hasta que la totalidad de acciones sea adquirida.

Sin embargo, en caso que los accionistas ya no deseen adquirir las demás acciones disponibles, entonces se habilitará el DAP Legal de la SAC. Claro, el riesgo en este caso para los Accionistas Titulares que decidieron la adquisición de las acciones será que al final en la SAC se acuerde no adquirir el restante, frustrándose así el ejercicio de su DAP.

- 3) El tercer, y último paso, se presenta en caso existan acciones que no fueron adquiridas por los Accionistas Titulares, supuesto en el cual será decisión de la SAC el adquirirlas y así completar la adquisición de la totalidad de las acciones ofertadas.

Para tales efectos, la SAC deberá convocar a una junta general de accionista para decidir el ejercicio de su DAP. Para la adopción del acuerdo, de conformidad con el artículo 238 de la LGS, se requerirá una mayoría no inferior a la mitad del capital suscrito.

Ahora bien, para añadir una variable al esquema explicado, podría darse que el Tercero Interesado no sea un *outsider*, sino un *insider*, esto es, otro de los accionistas de la SAC. Al respecto, cabe preguntarse si, ¿este accionista, como Titular del DAP, tendría que participar también de las rondas de ejercicio del DAP?

Este potencial escenario de ocurrencia se presenta interesante y riesgoso para el accionista interesado en adquirir las acciones, quien en este contexto tiene un doble rol: de Titular del DAP y de Tercero Interesado. Así que la cuestión principal es si participaría o no el procedimiento de ejercicio del DAP Legal.

En nuestra opinión, en este caso, el accionista interesado tendrá que participar de las rondas de ejercicio del DAP, y decidir así la adquisición de la cantidad de acciones que le corresponda en conjunto con los demás Titulares del DAP. Sólo en caso que los Titulares del DAP decidan no adquirir la totalidad de las acciones, y por ende la oferta del Accionista Transferente se considere rechazada, este accionista interesado podrá colocarse su gorro de Tercero Interesado y adquirir así las acciones ofrecidas. El mismo

razonamiento se aplicaría en caso que el Tercero Interesado esté conformado por más de un accionista interesado.

Este accionista interesado, que también tiene el rol de Tercero Interesado, en caso no participe de las rondas de ejercicio corre el riesgo de que, ante la intención de adquisición de la totalidad de las acciones por el resto de Titulares del DAP, se quede al final sin adquirir ninguna acción, ni las que le corresponderían por su porcentaje de participación en el capital social, ni las que adquiriría eventualmente como Tercero Interesado. Por lo cual, su participación sería lo más recomendable.

3.2.7. ¿Cuál es el alcance del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP?

Hemos mencionado que el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP implica la aceptación de los términos y condiciones establecidos en la Comunicación, y como tal, tiene que ser incondicional. La incondicionalidad del ejercicio del DAP se refleja enfáticamente en que, por regla general, este contempla la adquisición de la totalidad de acciones ofertadas, tal como ya fue explicado.

Sin perjuicio de ello, en el procedimiento de ejercicio del DAP de parte de los Titulares del DAP se puede dar que la Comunicación contenga términos y condiciones que, por su particularidad, están dirigidos exclusivamente a, o únicamente pueden ser cumplidos por, el Tercero Interesado. Y que, sin embargo, a efectos de verificar que eventualmente la transferencia de las acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado se produzca en los términos comunicados a la SAC, y no en otros, es necesario colocarlos en la Comunicación.

En este contexto, se presenta la gran interrogante de, ¿qué sucede con estos términos y condiciones particulares que están dirigidos exclusivamente al Tercero Interesado y/o que son imposibles cumplir por parte de los Accionistas Titulares y/o la SAC?

Con una lectura estricta y formalista de la naturaleza de la Comunicación y del ejercicio del DAP, la respuesta sería que para que los Accionistas Titulares puedan ejercer su preferencia y así adquirir las acciones, tendrán que aceptar la oferta del Accionista Transferente con todos sus términos y condiciones, independientemente de si éstos tienen o no como destinatario directo a los Accionistas Titulares o a la SAC. Lo contrario, implicaría un rechazo a la oferta.

Sin embargo, en nuestra consideración, cuando se trate de términos o condiciones particulares dirigidas exclusivamente al Tercero Interesado y/o de razonablemente imposible cumplimiento por parte de los Titulares del DAP, éstos no formarán parte de la oferta contractual contenida en la Comunicación. Y, por ende, tampoco condicionarán el ejercicio del DAP de los Titulares del DAP, quienes no estarán obligados a aceptarlas.

La finalidad de la inclusión de dichos términos y condiciones especiales dentro de la Comunicación es informar a los Titulares del DAP que, en caso de no ejercicio de su DAP, la transferencia al Tercero Interesado incluirá tales términos; de manera tal que éstos no puedan discutir que la transferencia efectuada se dio de conformidad con el

procedimiento de ejercicio del DAP. El riesgo de no incluirlos es que, en caso de no ejercicio, la transferencia al Tercero Interesado se produciría en diferentes términos a los comunicados a la SAC, y por ende se configuraría como una vulneración al procedimiento de ejercicio del DAP.

Por el lado de los Titulares del DAP, considerar que los términos y condiciones especiales forman parte de la oferta contractual, y que por ende tendrían que aceptarlos y cumplirlos, implicaría hacer más gravoso y/o imposible el ejercicio de su DAP, frustrando así la finalidad de su preferencia. De ser así, el Accionista Transferente únicamente tendría que colocar en la Comunicación estipulaciones que objetivamente sólo el Tercero Interesado puede cumplir para imposibilitar el ejercicio de la preferencia de los Titulares del DAP.

Téngase presente, sin embargo, que la verificación de cuáles términos y condiciones de la Comunicación pueden considerarse especiales, va a responder a cada caso en concreto. Por lo cual, en esta verificación la buena fe comercial jugará un rol esencial para evitar conflictos al respecto. No obstante, reconocemos que este es uno de los aspectos que más conflictividad puede causar en el ejercicio del DAP.

3.2.8. ¿Cuáles son los efectos jurídicos del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP?

Luego de que los Titulares del DAP hayan decidido ejercer su DAP, deben comunicarlo al Accionista Transferente dentro del plazo de sesenta (60) días de recibida la Comunicación por la SAC. El envío de esta comunicación por parte de los Titulares del DAP constituye, en estricto, el ejercicio del DAP y, por ende, la aceptación de la oferta del Accionista Transferente. El resultado del ejercicio del DAP es la celebración de un contrato de compraventa de acciones.

La conjugación de la Comunicación del Accionista Transferente (oferta contractual) con el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP (aceptación contractual) produce el perfeccionamiento del contrato de transferencia de acciones entre ambas partes. Ello de conformidad con el artículo 1373 del Código Civil que establece que *“El contrato queda perfeccionado en el momento y lugar en que la aceptación es conocida por el oferente”*.

Siendo así, son dos los escenarios que pueden producirse luego del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP, dependiendo de si la Comunicación habilitaba o no un ejercicio parcial del DAP:

- (i) En caso exista habilitación para un ejercicio parcial del DAP por los Titulares del DAP, entonces la comunicación de ejercicio de cada uno de ellos generará el perfeccionamiento de tantos contratos como aceptantes haya. Esto quiere decir que el Accionista Transferente celebrará un contrato de compraventa con cada Titular del DAP por la cantidad de acciones que cada uno haya decidido adquirir. Tales contratos serán independientes los unos de los otros.

- (ii) De no haber una habilitación para un ejercicio parcial, entonces el ejercicio del DAP tiene que ser por la totalidad de las acciones y será efectuado de manera conjunta por los Titulares del DAP que hayan decidido adquirir las acciones. En este caso, el ejercicio del DAP se configura como una única aceptación y, por ende, perfecciona un único contrato de compraventa de acciones. Las partes de este contrato serán, por un lado, el Accionista Transferente y, por el otro, los Titulares del DAP que hayan optado por ejercer su DAP de manera conjunta.

Independientemente de los escenarios en los cuales nos encontremos luego de un ejercicio del DAP, el resultado será el perfeccionamiento del contrato de transferencia de acciones. Por lo cual, para que este contrato exista y comience a surtir efectos, salvo indicación en contrario en la Comunicación, no es necesario efectuar pasos adicionales. Las partes deberán inmediatamente proceder con el cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato perfeccionado.

No debe confundirse como requisito indispensable para la transferencia de las acciones a la eventual formalización por escrito del contrato ya perfeccionado. Con el ejercicio del DAP, el contrato de compraventa de acciones existe, es válido y eficaz, salvo que se hayan establecido requerimientos adicionales que cumplir en la Comunicación.

IV. ESCENARIOS POST EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE Y CUMPLIMIENTO DE OBLIGACIONES

Luego de que los Titulares del DAP hayan decidido el ejercicio o no ejercicio de su DAP, el procedimiento del DAP aún continúa. Dependiendo del escenario, se torna relevante también evaluar el impacto que el cumplimiento de las obligaciones post ejercicio del DAP tendrán en la validez del procedimiento.

4.1. En caso de ejercicio del DAP Legal

El primer escenario posible es que los Titulares del DAP ejerzan su preferencia y con ello se celebre el contrato de compraventa de acciones. Como mencionamos, el ejercicio del DAP produce el perfeccionamiento del contrato y, con ello, el surgimiento de las obligaciones contractuales.

En este escenario, con el ejercicio del DAP, el Accionista Transferente quedará obligado a transferir las acciones, y los Titulares del DAP se encontrarán obligados a pagar el precio establecido. El cumplimiento de estas obligaciones tendrá que darse de conformidad con los términos y condiciones contemplados en la Comunicación, ahora convertida en el contrato de compraventa de acciones.

Este escenario no presenta mayores complicaciones en caso la Comunicación haya contemplado una regulación detallada de la manera en cómo se tienen que cumplir las obligaciones, tales como: (i) momento de la transferencia de las acciones; (ii) modo de pago del precio; (iii) plazo para el pago; (iv) garantías y régimen de responsabilidades; etc. De haber sido así, el cumplimiento de las obligaciones tendrá que darse en dichos términos.

Sin embargo, la situación se presenta dificultosa cuando la Comunicación no reguló expresamente la forma de cumplimiento de las obligaciones de las partes, principalmente, el momento del pago del precio y el momento de la transferencia de las acciones. La interrogante aquí es: ¿cómo deben las partes cumplir con estas obligaciones?

4.1.1. Remisión a la normativa civilista

Hemos mencionado que la LGS no regula el proceso de celebración de los contratos de transferencia de acciones y, en el mismo sentido, tampoco regula la manera en cómo debe efectuarse la transferencia de la propiedad de las acciones⁷³ y el pago del precio. En tal sentido, es necesario remitirnos a la normativa general aplicable a la transferencia de la propiedad derivada de un contrato de compraventa: el Código Civil.

Antes de continuar, es oportuno mencionar en este punto que existe en la doctrina una discusión respecto a si, a la transferencia onerosa de la propiedad de las acciones a cambio de un precio, le son aplicables o no las reglas de la compraventa civil (Broseta, 1984; Perdices, 1997). No es la oportunidad para pronunciarnos al detalle respecto a esta rica discusión, dado que escapa a los fines de este trabajo.

Sin perjuicio de ello, sí queremos dejar sentada nuestra posición de que, en nuestra consideración, la transferencia onerosa de la propiedad de las acciones de una sociedad a cambio de un precio se produce mediante un contrato de compraventa. Como prueba de ello, y en lo que a la temática de este trabajo corresponde, queremos poner de manifiesto que en la LGS únicamente se hace referencia a “compraventa” en un artículo, y es precisamente en el artículo 237 en comentario:

(...)

El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación, serán los que le fueron comunicados a la sociedad por el accionista interesado en transferir. **En caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa**, o a título gratuito, el precio de adquisición será fijado por acuerdo entre las partes o por el mecanismo de valorización que establezca el estatuto. En su defecto, el importe a pagar lo fija el juez por el proceso sumarísimo.

(...)

Esta mención es importante, ya que la propia LGS admite que, una de las modalidades para transferir las acciones a título oneroso es justamente la compraventa. De esa manera, la normativa societaria toma posición por reconocer a la compraventa como mecanismo susceptible de transferir la propiedad de las acciones. Ante ello, las posturas contrarias pierden fuerza.

Veamos ahora que establece el Código Civil respecto a la compraventa, en lo que a este respecto nos interesa, sobre la oportunidad de la transferencia de las acciones y del pago del precio.

⁷³ Lo que sí regula la normativa societaria son los pasos siguientes a la transferencia de la propiedad de las acciones que deben seguirse para que la sociedad reconozca transferencia de acciones realizada.

Los artículos 1552⁷⁴ y 1565⁷⁵ del Código Civil refieren respecto a la entrega del bien que debe producirse, por regla general, inmediatamente después de celebrado el contrato de compraventa. En tal sentido, salvo indicación distinta en la Comunicación, la transferencia de las acciones del Accionista Transferente a los Titulares del DAP debe producirse inmediatamente después de ejercido el DAP, que es el momento en que se perfecciona el contrato de compraventa⁷⁶.

En cuanto al tiempo, forma y lugar de pago del precio, el artículo 1558⁷⁷ señala que, a falta de indicación y usos diversos, el precio debe ser pagado al contado en el momento y lugar de entrega del bien, o en caso esto no sea posible, en el domicilio del comprador. Con lo cual, el pago del precio debe cumplirse inmediatamente después de celebrado el contrato, y conjuntamente con la transferencia de las acciones.

Consideramos que es sumamente importante tener clara la aplicación de estas reglas por el impacto que pueden tener en el adecuado ejercicio del DAP Legal. Dado que, las reglas supletorias contenidas en el Código Civil, al no ser modificadas, se incorporan automáticamente en el contenido del contrato, en la compraventa en este caso. Por lo que, la modalidad y momento del pago del precio, así como la oportunidad de la transferencia de las acciones, serán los allí regulados.

4.1.2. El impacto del cumplimiento de las obligaciones en el procedimiento de ejercicio del DAP Legal

En nuestra opinión, el procedimiento de ejercicio del DAP Legal no se agota con el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP, sino con el cabal y oportuno cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de compraventa celebrado. Lo cual, sin dudas, incluye el pago del precio en los términos establecidos en la Comunicación o en las normas supletorias.

De esa manera, un adecuado ejercicio del DAP Legal por parte de los Titulares del DAP implica el cumplimiento específico y oportuno de las obligaciones asumidas en virtud del contrato de compraventa celebrado con el Accionista Transferente. Si esto no se da así, entonces el procedimiento de ejercicio podrá considerarse culminado y el DAP no ejercido. De modo tal que el Accionista Transferente quedará liberado para transferir sus acciones al Tercero Interesado.

⁷⁴ **Artículo 1552.-** El bien debe ser entregado inmediatamente después de celebrado el contrato, salvo la demora resultante de su naturaleza o de pacto distinto.

⁷⁵ **Artículo 1565.-** El comprador está obligado a recibir el bien en el plazo fijado en el contrato, o en el que señalen los usos.

A falta de plazo convenido o de usos diversos, el comprador debe recibir el bien en el momento de la celebración del contrato.

⁷⁶ Respecto a la transferencia de la propiedad de las acciones existe otra discusión respecto a si en el contrato de compraventa de acciones serían de aplicación el título y el modo para efectivizarla. Por temas de tiempo y espacio no entraremos al desarrollo de esta cuestión.

⁷⁷ **Artículo 1558.-** El comprador está obligado a pagar el precio en el momento, de la manera y en el lugar pactados.

A falta de convenio y salvo usos diversos, debe ser pagado al contado en el momento y lugar de la entrega del bien. Si el pago no puede hacerse en el lugar de la entrega del bien, se hará en el domicilio del comprador.

Los fundamentos de esta consideración se encuentran en la lógica misma del DAP Legal:

- (i) La preferencia otorgada a los Titulares del DAP implica que éstos podrán adquirir las acciones antes que el Tercero Interesado, pero en las mismas condiciones en las que éste las adquiriría. Así, con el ejercicio del DAP se relega al Tercero Interesado. Y en cuanto al Accionista Transferente, éste en principio no se vería afectado ya que sus acciones serán adquiridas en las condiciones propuestas, ya sea por los Titulares del DAP o por el Tercero Interesado.
- (ii) Sin embargo, cuando los Titulares del DAP ejercen su preferencia, pero no cumplen con las obligaciones oportunamente, entonces el DAP Legal se infringe ya que se modifica implícitamente los términos de la adquisición; afectando normalmente no sólo al Accionista Transferente sino también a los Accionistas Titulares que decidieron no participar. Nos explicamos.

Para el Accionista Transferente, la afectación se da en cuanto la transferencia de sus acciones no se dará conforme a los términos contemplados en su Comunicación, pudiendo el Tercero Interesado sí haber adquirido en tales términos. Con ello, además de tener que eventualmente soportar las consecuencias de la pérdida de la transacción con el Tercero Interesado, tendría también que asumir el incumplimiento de los Titulares del DAP.

En relación a los Accionistas Titulares que decidieron no ejercer su preferencia, estos también pueden verse afectados por el cambio de los términos de la adquisición. Este cambio implica una alteración de las condiciones iniciales de competencia sobre las cuales decidieron el ejercicio de su DAP. Por ejemplo, en algunos casos habrían decidido no participar ya que previsiblemente determinaron que no podrían cumplir con los términos ofertados, pero en otras condiciones sí hubiesen ejercido su DAP (p. ej. con un plazo mayor para el pago o pagando el precio por partes).

- (iii) Y más importante aún, el riesgo del incumplimiento de las obligaciones de los Titulares del DAP no podría ser, en el marco del DAP Legal, trasladado al Accionista Transferente. Una consideración contraria significaría que para que los Titulares del DAP frustren la transacción con el Tercero Interesado, únicamente tendrían que aceptar la oferta del Accionista Transferente, pero no cumplir oportunamente con sus obligaciones.

La decisión de ejercicio del DAP Legal presupone que los Titulares del DAP previeron que sí podrían cumplir con las obligaciones oportunamente. De lo contrario, el no ejercicio tendría que haber sido la opción a escoger. De no ser así, repetimos, para frustrar la transferencia al Tercero Interesado sería tan simple como sólo aceptar la oferta contractual del Accionista Transferente, mas no cumplir con los términos acordados.

Por ello, para que no exista una afectación al procedimiento de ejercicio del DAP y se dé un adecuado ejercicio del DAP Legal, los Titulares del DAP tendrán que cumplir oportunamente con las obligaciones asumidas.

En caso de incumplimiento, el procedimiento de ejercicio del DAP Legal culminará y el Accionista Transferente quedará habilitado a transferir sus acciones al Tercero Interesado, sin necesidad de activar nuevamente otro procedimiento de ejercicio.

Lo dicho es también razonable y guarda coherencia con el propósito del DAP Legal. No se le podría exigir al Accionista Transferente que reactive el DAP Legal, ya que precisamente la frustración del mismo se dio por el incumplimiento de los Titulares del DAP. Lo contrario conllevaría una afectación doble al Accionista Transferente, quien tendría que verse nuevamente sometido a los plazos del procedimiento y a la decisión de los Titulares del DAP; pudiéndose repetirse una y otra vez este procedimiento.

La misma lógica aquí expuesta también se aplica en el *Common Law*, en cuanto al ROFR se refiere. Al respecto, Lillard, Szygenda y Wise manifiestan que: “*In addition, the right terminates if the holder timely exercises it without qualification but later refuses to execute a contract on the same terms as the triggering offer*” (2010, p. 495).

Finalmente, a efectos de evitar posibles cuestionamientos a lo dicho, es recomendable que el Accionista Transferente plasme expresamente en la Comunicación las consecuencias que se generarían con el incumplimiento de las obligaciones a cargo de los Titulares del DAP.

Como veremos a continuación, muchas de las razones indicadas aquí para el cumplimiento de la transferencia de las acciones y el pago del precio por los Titulares del DAP, son de perfecta aplicación a la transferencia de las acciones al Tercero Interesado en caso de no ejercicio del DAP.

4.2. En caso de no ejercicio del DAP

El otro posible escenario en el procedimiento del DAP Legal es que no medie un ejercicio de la preferencia por parte de los Titulares del DAP. Este no ejercicio puede derivarse ya sea por una manifestación expresa en tal sentido, o porque transcurrido el plazo de sesenta (60) días de recibida la Comunicación, los Titulares del DAP no comunicaron su voluntad de compra al Accionista Transferente.

En este escenario el Accionista Transferente quedará en libertad para transferir sus acciones al Tercero Interesado. Consideramos que esta habilitación para transferir se da ya sea ante un no ejercicio total o ante ejercicios parciales del DAP, de ser el caso. Por lo cual las consideraciones que en adelante realizamos se aplican a ambas situaciones.

Veamos las interrogantes e incertidumbres que se presentan en este escenario.

4.2.1. ¿El Accionista Transferente se encuentra obligado a transferir sus acciones al Tercero Interesado?

Tal como lo habíamos adelantado al inicio de este capítulo en la Sección I, numeral 1.3., de conformidad con el artículo 237 de la LGS, en caso de no ejercicio del DAP Legal, el Accionista Transferente no se encuentra obligado a transferir sus acciones al Tercero Interesado. Veamos la redacción del artículo en este sentido:

(...)

El accionista **podrá** transferir a terceros no accionistas las acciones en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido sesenta días de haber puesto en conocimiento de ésta su propósito de transferir, sin que la sociedad y/o los demás accionistas hubieran comunicado su voluntad de compra.

(...)

Como puede notarse, el artículo 237 señala que en caso los Titulares del DAP no hubiesen comunicado su voluntad de compra, el Accionista Transferente “podrá” transferir las acciones. La palabra utilizada es “podrá” y no “deberá”, por lo cual la transferencia de las acciones al Tercero Interesado no es obligatoria, sino facultativa. Será decisión del Accionista Transferente el optar por la concretización de la transferencia al Tercero Interesado.

Esta consideración es sin perjuicio del acto previo que originó la activación del DAP Legal y de las responsabilidades específicas que el Accionista Transferente vaya a tener que asumir con el Tercero Interesado. Por ejemplo, el DAP Legal pudo haberse generado en una compraventa ya celebrada y condicionada al no ejercicio del DAP, en tal caso el Accionista Transferente debería transferir las acciones al Tercero Interesado. Pero podría ser que el origen estuvo en una oferta del Tercero Interesado, con lo cual el no ejercicio del DAP no conlleva a que necesariamente el Accionista Transferente tenga que aceptarla; entre otras situaciones.

En el marco del DAP Legal, lo relevante de considerar que no existe una obligación para el Accionista Transferente de cerrar la transferencia de sus acciones con el Tercero Interesado, es que los Titulares del DAP no podrán exigirle que lo haga, ni mucho menos imputarle responsabilidad por ello.

Por un lado, el hecho de que el Accionista Transferente decida al final no transferir sus acciones al Tercero Interesado no significa una afectación *per se* para los Accionistas Titulares, toda vez que, aunque éstos no hayan ejercido su DAP, su posición dentro de la SAC se mantendrá inalterada. Por lo que sería contradictorio que éstos tengan el derecho a exigir el cierre de la transacción con el tercero.

Por otro lado, se podría alegar que los Titulares del DAP han incurrido en costos en el procedimiento de ejercicio del DAP –lo cual es indudable– y que por ello una no transferencia de las acciones significaría que dichos costos fueron al fin y al cabo innecesarios. Por lo que se tornaría obligatorio que el Accionista Transferente se haga responsable y asuma dichos costos.

Al respecto, como se explicó en el Capítulo 2, el DAP conlleva una serie de costos para los involucrados, y este es precisamente uno de ellos, por lo cual corresponde su asunción por parte de los Titulares del DAP, sin posibilidad de que por el solo hecho de que el Accionista Transferente haya decidido no transferir sus acciones, haga surgir en éstos un derecho de solicitar el reembolso de tales costos.

Adicionalmente, tal como hemos señalado (ver Cap. 4, I, 1.3), el DAP legal no tiene como presupuesto una efectiva transferencia de las acciones al Tercero Interesado, por lo cual el riesgo de la activación y eventual no transmisión de las acciones recae en los Titulares del DAP. En consecuencia, se reafirma que los costos en los que incurran los Titulares del DAP deben ser asumidos por ellos mismos.

Por lo tanto, ante la decisión de no transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente, los Titulares del DAP no podrían pretender imputarle responsabilidad por activar el procedimiento de ejercicio y luego no transferir sus acciones al Tercero Interesado.

4.2.2. Transferencia de las acciones al Tercero Interesado en las condiciones comunicadas a la SAC

En un escenario en el cual el Accionista Transferente opte por transferir sus acciones al Tercero Interesado, la cuestión central gira en torno a la determinación tanto de la forma y oportunidad en cómo se tiene que llevar a cabo tal operación, así como de los demás términos que la regirán.

Sobre este aspecto, el artículo 237 de la LGS indica que la transferencia de las acciones por parte del Accionista Transferente al Tercero Interesado se efectúa “(...) *en las condiciones comunicadas a la sociedad (...)*”. De esto se desprende que, la opción adoptada por la LGS es que la transferencia se produzca en las mismas condiciones contenidas en la Comunicación. En ese sentido, la transferencia de las acciones al Tercero Interesado deberá darse según los términos y condiciones señalados en la Comunicación.

De modo similar a lo mencionado previamente respecto de la transferencia de las acciones a los Titulares del DAP, en caso la Comunicación contenga el detalle de la manera de cumplimiento de las obligaciones de transferencia de las acciones y del pago de precio, así como los demás términos aplicables, la operación deberá darse de esa forma.

Sin embargo, surge igualmente la interrogante de cuáles serán los términos de la transferencia al Tercero Interesado en caso de que en la Comunicación no se haya indicado el detalle de los términos específicos del cumplimiento de las obligaciones de la transacción.

Al igual que lo señalado para el caso de la adquisición de las acciones por los Titulares del DAP, ante la falta de regulación expresa en la Comunicación, la forma, oportunidad y condiciones del cumplimiento de las obligaciones de la transmisión, se regirán por

las normas supletorias aplicables al acto o contrato de transferencia de acciones del cual se trate⁷⁸.

Es importante señalar que los términos y condiciones que regirán la transferencia de las acciones al Tercero Interesado no podrán ser distintos a los regulados en la Comunicación y/o en la normativa supletoria. Ello rige no sólo las principales obligaciones, como lo pueden ser la oportunidad y forma del pago del precio, sino todos los demás términos y condiciones que gobiernen la operación.

Recogiendo lo mencionado para el caso de los Titulares del DAP, el no cumplimiento cabal y oportuno de las obligaciones derivadas de la transferencia, por parte del Tercero Interesado o del Accionista Transferente, así como la inobservancia de los términos acordados, conllevará a la modificación implícita de las condiciones comunicadas a la SAC, y por ende impactará adversamente en el procedimiento de ejercicio del DAP, significando su inobservancia.

En síntesis, la transferencia al Tercero Interesado tendrá que darse no sólo cumpliendo cabal y oportunamente la forma y oportunidad de pago correspondiente, sino también observando los demás términos y condiciones informados a la SAC. Una transferencia efectuada de forma distinta conllevará un incumplimiento del procedimiento de ejercicio del DAP Legal y, por ende, la vulneración del DAP Legal.

4.2.3. ¿Cómo verificar que la transferencia de las acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado se produzca en los mismos términos de la Comunicación?

El caso el Accionista Transferente decida transferir las acciones al Tercero Interesado, una cuestión final de suma importancia para la culminación del procedimiento de ejercicio del DAP, es el verificar que esta transmisión se efectúe en los mismos términos comunicados a la SAC.

En la regulación de la LGS no se encuentra una respuesta específica al respecto. Sin perjuicio de ello, consideramos que es la SAC, a través del gerente general, la encargada de verificar que la transferencia de las acciones al Tercero Interesado se haya efectuado en los términos y condiciones contenidas en la Comunicación. Son básicamente dos las razones de esta consideración:

- (i) El procedimiento de ejercicio del DAP Legal se canaliza a través de la SAC, vía el gerente general, conforme el artículo 237. Por ende, le corresponde a la SAC velar por el adecuado cumplimiento de este procedimiento en todas sus etapas.
- (ii) Toda transferencia de acciones tiene que ser comunicada a la SAC para su anotación en la matrícula de acciones⁷⁹. La inscripción de la transferencia es

⁷⁸ Aquí no hacemos referencia únicamente al contrato de compraventa de acciones, ya que la transferencia al Tercero Interesado podría tener como fuente otros actos o contratos, ya sea onerosos o gratuitos, según los términos del artículo 237 de la LGS.

⁷⁹ **Artículo 93.- Comunicación a la sociedad**

Los actos a que se refiere el segundo párrafo del artículo anterior, deben comunicarse por escrito a la sociedad para su anotación en la matrícula de acciones.

responsabilidad de la sociedad a través de sus órganos de administración (normalmente, el gerente general en el caso de la SAC). Por lo cual, quien se encuentra en mejor posición para analizar la adecuación de la transferencia al Tercero Interesado es la SAC.

La oportunidad para la verificación de la transferencia será con la comunicación a la SAC del cambio de titularidad de las acciones. Esta será la ocasión idónea para que la SAC verifique el cumplimiento de la transferencia en los términos y condiciones comunicados inicialmente en la activación del DAP Legal.

En lo concerniente a la comunicación que notifica la transferencia, esta deberá contener la información suficiente que permita a la SAC verificar la adecuación de la transferencia al Tercero Interesado. Y consideramos que en dicha comunicación deberá participar obligatoriamente el Accionista Transferente, ya que es éste el obligado principal a cumplir con el procedimiento de ejercicio del DAP Legal⁸⁰.

V. CONSECUENCIAS EN CASO DE INOBSERVANCIA DEL PROCEDIMIENTO DE EJERCICIO DEL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE

5.1. Los ámbitos de inobservancia del DAP Legal

Uno de los aspectos finales, pero de los más importantes relacionados con el procedimiento de ejercicio del DAP, es que sucede ante la inobservancia del DAP Legal.

Para dar una respuesta a dicha interrogante, antes es importante desarrollar en qué circunstancias se produce una inobservancia del DAP Legal. Al respecto, debemos señalar que la inobservancia del DAP Legal puede producirse desde dos diferentes ámbitos: (i) por parte del Accionista Transferente; y (ii) por parte de los Titulares del DAP. Tener claro esto nos ayuda a diferenciar las consecuencias que se producen en cada caso.

En general, podemos señalar que una inobservancia por parte del Accionista Transferente se presenta cuando, de manera previa a transferir sus acciones a un Tercero Interesado, no observa los requisitos, pasos y procedimientos regulados para el DAP Legal, y aun así transfiere las acciones a este tercero (Janků, 2013, p. 953).

Cuando las acciones estén representadas por certificados, su transmisión se podrá acreditar con la entrega a la sociedad del certificado con la constancia de la cesión hecha a nombre del adquirente o por cualquier otro medio escrito. La sociedad sólo aceptará la cesión efectuada por quien aparezca en su matrícula como propietario de la acción o por su representante. Si hubiera dos o más cesiones en el mismo Certificado, la sociedad puede exigir que las sucesivas transferencias se le acrediten por otros medios, observando las formalidades establecidas en la Ley de Títulos Valores.

⁸⁰ A efectos de la remisión de la comunicación del cambio de titularidad de acciones, el artículo 93 de la LGS no señala específicamente a quién corresponde efectuarla, si al transferente, al adquirente o a ambos. Sin perjuicio de esta disyuntiva, en el caso del DAP Legal, la participación del transferente se torna indispensable.

En cambio, en el caso de los Titulares del DAP, la inobservancia del DAP se configura cuando pretenden ejercer su DAP contraviniendo el procedimiento de ejercicio regulado en la LGS y/o en términos distintos a los contemplados en la Comunicación.

La inobservancia del DAP Legal por parte del Accionista Transferente conllevará al cuestionamiento de la transferencia de las acciones al Tercero Interesado; en cambio, la inobservancia del DAP Legal por parte de los Titulares del DAP, implicará un no ejercicio de su preferencia, y por ende la habilitación al Accionista Transferente para transferir sus acciones al Tercero Interesado.

5.2. La inobservancia del DAP Legal por el Accionista Transferente

Nos centraremos en este punto en analizar cuáles son las consecuencias de que el Accionista Transferente transfiera sus acciones al Tercero Interesado sin observar el DAP Legal. Al respecto, la inobservancia del Accionista Transferente puede producirse por diversos motivos:

- (i) No activó el procedimiento de ejercicio del DAP Legal.
- (ii) La Comunicación no cumplió con incluir los términos y condiciones requeridos.
- (iii) Transfirió sus acciones antes de culminar el plazo establecido.
- (iv) Transfirió sus acciones en términos o condiciones distintas a las comunicadas.

Y en general, muchas de las situaciones descritas en este capítulo podrían conllevar a situaciones de inobservancia del DAP Legal si no son bien comprendidas. Veamos a continuación cuales son las consecuencias derivadas de estas situaciones.

5.2.1. ¿Nulidad o ineficacia?

En cuanto a la determinación de las consecuencias que la inobservancia de un DAP trae consigo, en la doctrina se han desarrollado dos posturas hasta cierto punto contrapuestas (Marqués, 2017, p. 510). Unos consideran que el acto de transferencia de las acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado es nulo por contravenir el DAP; mientras que otros lo consideran ineficaz.

La nulidad implica la invalidez total del acto de transferencia, lo cual significa que este no tendrá efectos frente a la sociedad ni entre las partes (Accionista Transferente y Tercero Interesado). En cambio, la ineficacia implica que el acto de transferencia no surtirá efectos frente a la sociedad, esto es, que no le será oponible; pero sí será vinculante entre las partes que lo celebraron.

La discusión sobre qué sanción aplicar al acto de transferencia que transgrede el DAP gira en torno a la verificación de qué norma se infringe con la inobservancia del procedimiento de ejercicio de esta preferencia.

Los que alegan la nulidad indican que la vulneración del DAP infringe la norma societaria que habilita el establecimiento de limitaciones a la transferencia de acciones, por lo cual ello determina su invalidez. Por su parte, los defensores de la ineficacia

consideran que, con este acto de transferencia, se vulnera una norma convencional (estatuto o convenio de accionistas) y, por ende, la sanción es la ineficacia de la transferencia frente a la sociedad, mas no determina la invalidez del acto.

En tal contexto, vale preguntarnos ¿cuál es la sanción en la legislación societaria peruana aplicable a las transferencias que se efectúen sin respetar el DAP Legal?

Si analizamos el artículo 237 de la LGS, éste no establece alguna sanción o consecuencia ante la inobservancia del DAP Legal. Y en estricto, la LGS tampoco contempla una regulación específica ante la inobservancia del DAP Legal. Lo cual no significa que las transferencias que contravengan el DAP Legal no tendrán ninguna consecuencia. Veamos.

La LGS en su artículo 241 indica que “*Es ineficaz frente a la sociedad la transferencia de acciones que no se sujete a lo establecido en este título*”. La ineficacia a la que alude este artículo se refiere a las transferencias que no se sujeten a las limitaciones a la transferencia de acciones establecidas para las SAC en el Título I de la Sección Séptima de la LGS. Y precisamente una de estas limitaciones lo constituye el DAP Legal.

En tal sentido, por remisión al artículo 241 de la LGS, las transferencias de acciones que inobserven el DAP Legal serán ineficaces frente a la SAC. Con esta regulación, la LGS se decanta por sancionar con “ineficacia” a la transmisión de las acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado que se produzca sin respetar el DAP Legal.

Cabe señalar que, no obstante la claridad de la indicación de la sanción por inobservancia del DAP, no es extraño que en la práctica se suela solicitar la declaración de nulidad de los actos de transferencia que vulneran el 237 de la LGS⁸¹. Tampoco es inusual que en los estatutos de las SAC cuando se incluye un DAP se coloque expresamente que su inobservancia acarrea la nulidad de la transferencia⁸².

En síntesis, en nuestro ordenamiento jurídico la sanción ante la inobservancia del DAP Legal es la ineficacia de la transferencia de acciones. Esta ineficacia es el escudo protector del DAP Legal, que le brinda ante su vulneración la protección reforzada en el Derecho Societario de la cual hablábamos en numeral 2.2 del Capítulo 2. La ineficacia protege a la SAC, y a los accionistas, ante un inadecuado procedimiento de ejercicio del DAP Legal.

5.2.2. ¿En qué consiste la ineficacia de la transferencia de acciones y que consecuencias prácticas tiene?

Habiéndose determinado que la sanción por la inobservancia del DAP Legal por parte del Accionista Transferente es la ineficacia de la transferencia de las acciones frente a

⁸¹ Ver por ejemplo la Resolución del Tribunal Constitucional recaída en el Expediente N° 03008-2012-PA/TC.

⁸² La nulidad de un acto, como sanción, requiere estar expresamente contemplada por una norma legal (Morales, 2011, p. 229). Por lo cual es inadecuado establecer como sanción a la nulidad dentro de un estatuto o convenio de accionistas.

la SAC, es necesario preguntarse: (i) ¿en qué consiste esta ineficacia? y (ii) ¿qué consecuencias prácticas tiene?

- (i) La ineficacia de la transferencia de acciones implica que la SAC estará obligada a no reconocer la transmisión efectuada sin respetar el DAP Legal. Y a su vez, ni el Accionista Transferente ni el Tercero Interesado podrán oponer la transmisión a la SAC. Este no reconocimiento se concretizará con la no inscripción de la transferencia de las acciones en la matrícula de acciones de la sociedad (Broseta, 1984, p. 85; Salas, 2008, p. 79).

Al respecto, como mencionamos, dado que el procedimiento de ejercicio del DAP Legal se canaliza a través de la SAC, será esta, por intermedio del gerente general, la encargada de verificar que el procedimiento de ejercicio del DAP se haya realizado adecuadamente. Y en caso de no haber sido así, y existiese una inobservancia del DAP Legal, tendrá la obligación de desconocer el cambio de titularidad de las acciones.

- (ii) La consecuencia práctica de la ineficacia de la transferencia de acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado será que, al no haber un cambio en la titularidad en la matrícula de acciones, la SAC seguirá considerando propietario de las acciones –para todos los efectos– al Accionista Transferente; ello de conformidad con el artículo 91 de la LGS⁸³.

En esa línea, los derechos económicos y políticos de las acciones objeto de transferencia continuarán en la esfera del Accionista Transferente (De Trazegnies, 2001, p. 233), al mantenerse registrado como titular en la matrícula de acciones, salvo que exista un mandato judicial o arbitral que ordene lo contrario.

5.2.3. ¿Cuál es la situación del Tercero Interesado ante la inobservancia del DAP?

Frente a la inobservancia del DAP Legal por parte del Accionista Transferente, la transferencia de acciones efectuadas al Tercero Interesado será ineficaz frente a la SAC, lo cual significa que el tercero no será reconocido como accionista de la sociedad. Ante ello, cabe preguntarse, ¿cómo queda el Tercero Interesado frente a esta situación?, y ¿qué podría hacer al respecto?

La ineficacia a la que alude el artículo 241 de la LGS no afecta el acto celebrado entre el Accionista Transferente y el Tercero Interesado, sino a los efectos de la transferencia

⁸³ **Artículo 91.- Propiedad de la acción**

La sociedad considera propietario de la acción a quien aparezca como tal en la matrícula de acciones. Cuando se litigue la propiedad de acciones se admitirá el ejercicio de los derechos de accionista por quien aparezca registrado en la sociedad como propietario de ellas, salvo mandato judicial en contrario.

de las acciones frente a la SAC. Esto significa que el acto es válido y eficaz entre las partes que lo han celebrado, pero inoponible frente a la SAC.

Frente a esta situación, en el mejor de los casos, en el contrato celebrado entre el Tercero Interesado y el Accionista Transferente se plasmaron las consecuencias ante una situación de inobservancia del DAP Legal; por ejemplo, condicionando la transferencia a un adecuado agotamiento del procedimiento de ejercicio de la preferencia. En esos casos, las consecuencias serán las reguladas por las partes.

Sin embargo, la situación se presenta problemática cuando no se reguló o previó un escenario de inobservancia del DAP en el acto de transferencia. En estos casos, suele considerarse (De Trazegnies, 2001, p. 233) que la transferencia de acciones efectivamente se produce del Accionista Transferente al Tercero Interesado; cambiando así la propiedad de las acciones. Con la salvedad de que el nuevo titular no podrá ejercer los derechos y prerrogativas que la calidad de accionista conlleva.

El resultado de tal consideración sería que el Accionista Transferente, al mantenerse aún como accionista titular de las acciones en la matrícula de acciones, tendrá que ejercer los derechos políticos según las indicaciones del Tercero Interesado, y transferirle los beneficios económicos que de las acciones se deriven.

En este escenario, también se señala (De Trazegnies, 2001, p. 233) que en caso este Tercero Interesado, como nuevo propietario de las acciones, quiera transferir las acciones tendrá que iniciar el procedimiento de ejercicio del DAP, y dar así la posibilidad a los Titulares del DAP que ejerzan su preferencia que les fue negada.

No obstante, en nuestra opinión, dicho escenario parecería ser poco realista, y no ser precisamente lo que un Tercero Interesado busque con la adquisición de las acciones en una sociedad. Un adquirente de acciones naturalmente querrá estar habilitado para ejercer la titularidad de los derechos que la condición de accionista conlleva, lo cual no sucederá en este caso.

Tampoco parece ser posible que, ante la intención de transferencia de las acciones por parte del Tercero Interesado a otro, pueda activarse el procedimiento de ejercicio del DAP ante la sociedad. Precisamente porque a consecuencia de la ineficacia, el Tercero Interesado no es considerado “accionista” frente a la SAC y, por lo mismo, no podría activar un procedimiento exclusivo de accionistas. Sería contradictorio que la SAC no considere al Tercero Interesado como accionista para unos aspectos, pero sí para otros.

A consecuencia de la ineficacia, y en el escenario descrito, la situación del Tercero Interesado simplemente se complicaría, ya que (i) no podrá ejercer sus derechos como accionista y (ii) cualquier intención de transferencia de las acciones a otra persona adolecería del mismo problema de ineficacia frente a la SAC. Con lo cual, parecería ser que la mejor salida para el Tercero Interesado es la resolución del contrato celebrado con el Accionista Transferente.

Ahora bien, en nuestra consideración, una efectiva transferencia de las acciones de una sociedad no sólo contempla la transmisión de la propiedad de éstas, sino también un aseguramiento de la obtención de la condición de socio del adquirente. De manera tal

que el adquirente, como nuevo titular de las acciones, pueda estar habilitado a ejercer los derechos y prerrogativas éstas traen consigo. En nuestra opinión, este es el contenido del compromiso que el Accionista Transferente asume frente al Tercero Interesado.

La finalidad práctica que el Tercero Interesado busca, como cualquier otro interesado en adquirir unas acciones, es ostentar la condición de accionista dentro de la SAC y ejercer así los derechos económicos y políticos que las acciones otorgan. Si esta finalidad no es factible de cumplirse, entonces el contrato de transferencia no puede considerarse cumplido.

Así las cosas, consideramos que en caso de inobservancia del DAP Legal, y con la subsecuente ineficacia de la transferencia de acciones, el Tercero Interesado puede considerar no cumplido el compromiso del Accionista Transferente y quedar habilitado a resolver el contrato. Las responsabilidades del Accionista Transferente ante tal situación dependerán de los motivos que generaron la ineficacia de la transferencia y se regirán por las reglas de responsabilidad civil.

Sin perjuicio de lo señalado, cabe mencionar que una posibilidad de salvar la situación de ineficacia, aunque poco probable, es que el Tercero Interesado recurra a los Titulares del DAP para que ratifiquen la transferencia de acciones efectuada (Nakamura, 2014, p.96). Lo cual implicaría una renuncia tácita por parte de los Titulares del DAP a ejercer su preferencia en ese caso. De esa manera, el Tercero Interesado ya podría oponer su condición de nuevo accionista frente a la SAC.

Finalmente, en última instancia, será decisión del Tercero Interesado elegir el camino que mejor proteja sus intereses en este difícil contexto.

VI. EL DERECHO DE ADQUISICIÓN PREFERENTE EN EL ANTEPROYECTO DE NUEVA LEY GENERAL DE SOCIEDADES

Mediante Resolución No. 0108-2017-JUS se designó un selecto grupo de trabajo conformado por profesionales especialistas en Derecho Societario, con el encargo de proponer mejoras a la legislación societaria. Así, en cumplimiento de tal compromiso, se propuso el Anteproyecto de Ley General de Sociedades (en adelante, el “Anteproyecto”) que reemplazaría a la actual LGS. Esta propuesta normativa trae consigo importantes e innovadores cambios en el funcionamiento de las sociedades en nuestro ordenamiento.

No es la oportunidad para comentar los diversos aspectos de mejora contenidos en el Anteproyecto. Sin embargo, sí es importante traer a colación y comentar la propuesta de modificación del artículo 237 de la LGS referente al DAP Legal. En el Anteproyecto el DAP Legal se encuentra regulado en el artículo 212 que establece:

Artículo 212.- Derecho de adquisición preferente

212.1 El accionista que se proponga transferir total o parcialmente sus acciones a otro accionista o a terceros debe comunicarlo a la sociedad mediante carta notarial dirigida al gerente general, quien lo pondrá en conocimiento de los demás accionistas dentro de los diez días siguientes para que, dentro

del plazo de treinta días contado desde el día siguiente al del vencimiento del plazo anterior, puedan ejercer el derecho de adquisición preferente a prorrata de su participación en el capital. Para el cálculo de la prorrata se descuentan las acciones que se pretenden transferir, las demás acciones del accionista transferente, de ser el caso, y las otras acciones emitidas por la sociedad que, por aplicación del estatuto o la ley, no concedan este derecho.

En la comunicación del accionista, deberá constar el nombre del posible comprador y, si es persona jurídica, el de sus principales socios, el número y clase de las acciones que desea transferir, el precio, la forma de pago y demás condiciones de la transferencia. La comunicación a la que se refiere el presente párrafo tiene naturaleza de una oferta sujeta a la condición de que las aceptaciones cubran el íntegro de las acciones ofrecidas, salvo que el accionista ofertante considere la posibilidad de aceptaciones parciales.

La comunicación de cada accionista que ejerce el derecho de adquisición preferente implica aceptación de esta oferta y, en consecuencia, la existencia de un contrato traslativo de dominio de las respectivas acciones sujeto a la condición de que las aceptaciones cubran el íntegro de las acciones ofrecidas, salvo que el accionista ofertante considere la posibilidad de aceptaciones parciales. El precio de las acciones, la forma de pago y las demás condiciones de la operación son los que fueron comunicados a la sociedad por el accionista oferente.

Al comunicar su intención de adquirir las acciones ofrecidas, el accionista indicará el número máximo de acciones que se compromete a adquirir en el caso de que quedaran acciones disponibles luego de aplicada la prorrata referida en el presente numeral.

- 212.2 En el caso de que la transferencia de las acciones fuera a título oneroso distinto a la compraventa y el precio o el valor de la transferencia no se hubiera determinado, o a título gratuito, el precio de adquisición, la forma de pago y las demás condiciones de la operación serán fijados por el mecanismo de valorización, pago y transferencia que establezca el estatuto.

En defecto de norma estatutaria, el precio, la forma de pago y las demás condiciones de la operación serán fijados por acuerdo entre las partes. Si no hay acuerdo, cualquiera de ellas, sin necesidad de acreditar la falta de acuerdo, solicita por vía notarial a la sociedad que acuda al juez del domicilio de la sociedad, dentro de un plazo que no deberá exceder de treinta días contado desde el día siguiente al de recepción de esta última comunicación, para que en la vía del proceso sumarísimo, fije el importe a pagar exclusivamente sobre la base de un informe de perito valuador designado por el juez. Una vez fijado el precio por el juez, el pago íntegro de la contraprestación deberá efectuarse en un plazo que en ningún caso excederá de sesenta días contado desde el día siguiente al de notificación a la sociedad de la resolución del juez.

- 212.3 Si los accionistas no ejercen su derecho de adquisición preferente dentro del plazo de treinta días mencionado en el numeral 212.1, o lo ejercen parcialmente, la sociedad puede adquirir las acciones restantes dentro del plazo de treinta días contado desde el día siguiente del vencimiento del

plazo para el ejercicio por los accionistas de su derecho de adquisición preferente. El acuerdo aprobando la adquisición de las acciones deberá ser adoptado por una mayoría no inferior a la mitad más una acción del total de acciones suscritas con derecho a voto. A tal efecto las acciones del accionista transferente son computables para establecer el cuórum pero no se computan para establecer la mayoría.

212.4 El derecho de preferencia ejercido por los accionistas o por la sociedad conforme a las reglas anteriores deberá cubrir el íntegro de las acciones que el accionista transferente se proponga transferir, salvo por lo indicado en el segundo y tercer párrafos del numeral 212.1 o acuerdo en contrario entre las partes.

El accionista transferente puede transferir las acciones a la persona o personas indicadas en la comunicación referida en el numeral 212.1 en las condiciones comunicadas a la sociedad cuando hayan transcurrido setenta días de haber puesto en conocimiento de esta su propósito de transferirlas, sin que los demás accionistas ni la sociedad hubieran comunicado su voluntad de compra en las condiciones propuestas en la comunicación mencionada en el numeral 212.1.

En líneas generales, no obstante el incremento en la extensión de la regulación del DAP Legal, el procedimiento continúa siendo básicamente el mismo que en la LGS, con ciertas modificaciones. Lo importante de esta propuesta es que se reconocen y plasman expresamente las respuestas a algunas de las preguntas e incertidumbres tratadas en esta investigación; a saber:

- (i) Se indica que la Comunicación deberá ser notificada por vía notarial.

Si bien esta podría parecer una necesaria modificación ya que, como mencionamos, la utilización de la vía notarial generalmente otorga mayor seguridad por la fecha cierta que trae consigo; también es innegable que actualmente en este mundo digital existen mecanismos virtuales de comunicación más expeditivos y que podrían ser utilizados con garantía.

En tal sentido, en nuestra opinión, la regla general debería continuar siendo la notificación por escrito, y estará en el ámbito de decisión de los accionistas efectuarla por medios físicos o virtuales, según mejor convengan a sus intereses, y de acuerdo con las reglas que al respecto se pueden plasmar en la SAC.

- (ii) Se explica con mejor detalle el proceso para el cálculo de la prorrata para el ejercicio de la preferencia.

Adecuadamente, en nuestra opinión, se explicita la manera en cómo se determinará el porcentaje sobre la base del cual los Accionistas Titulares determinarán su prorrata para la adquisición de las acciones ofrecidas. Si bien este procedimiento igualmente puede ser determinado en la práctica incluso sin provisión expresa, para evitar incertidumbres, consideramos importante su inclusión.

Una mención especial merece la indicación de que para la determinación del porcentaje total de acciones elegibles para el ejercicio del DAP Legal, se tengan que descontar las acciones que no concedan tal derecho, ya sea por aplicación del estatuto o de la ley.

En el caso del estatuto, es perfectamente posible que, vía creación de una clase especial de acciones, por ejemplo, se emitan acciones que por indicación expresa no concedan el DAP. Ello se puede dar sin problemas en el marco del DAP Legal actual. Lo que sí no es posible con la LGS vigente, en nuestra opinión, es restringir o suprimir el ejercicio del DAP Legal sin mediar una regulación expresa en tal sentido, ya sea legal o estatutaria.

En lo que a regulación legal se refiere que podría impactar en el ejercicio del DAP, como por ejemplo restringirlo, tenemos a la mora en el dividendo pasivo de las acciones. Como se sabe, la mora en la LGS trae una serie de consecuencias negativas para el accionista moroso⁸⁴ y, por lo mismo, podría alegarse que la suspensión del DAP Legal es una de ellas. Sin embargo, en posición que compartimos plenamente con Doris Palmareda (2009), en ausencia de indicación expresa de tal sanción, no puede considerarse que el accionista moroso se vea privado de ejercer su DAP Legal:

¿Y los accionistas morosos? ¿También tienen derecho de participar? Creemos que sí, salvo que el estatuto disponga lo contrario. Por el carácter sancionador del artículo 79 de la ley su interpretación es restrictiva, y solo privaría al socio de los derechos que ahí se enumeran, no de los demás (...). (p. 476)

Entonces, la pregunta que surge es, ¿por qué el Anteproyecto menciona expresamente que se descuentan aquellas acciones que por aplicación de la ley no otorgan el DAP? Una respuesta podría ser que se está refiriendo a las acciones en cartera, por ejemplo. Sin embargo, para ello no es necesario colocar tal indicación de manera expresa. Más certero sería indicar que se refiere a los efectos de la mora. Lo que sucede es que en el Anteproyecto sí se priva expresamente al accionista moroso del ejercicio del DAP (Art. 29, 29.4), con lo cual tal indicación guarda completo sentido.

- (iii) Se reconoce expresamente que la Comunicación tiene la naturaleza de oferta contractual y se indica que esta se encuentra sujeta a la adquisición de la totalidad de las acciones ofrecidas, salvo habilitación de adquisiciones parciales.

⁸⁴ **Artículo 79.- Efectos de la mora**

El accionista moroso no puede ejercer el derecho de voto respecto de las acciones cuyo dividendo pasivo no haya cancelado en la forma y plazo a que se refiere el artículo anterior.

Dichas acciones no son computables para formar el quórum de la junta general ni para establecer la mayoría en las votaciones. Tampoco tendrá derecho, respecto de dichas acciones, a ejercer el derecho de suscripción preferente de nuevas acciones ni de adquirir obligaciones convertibles en acciones.

Los dividendos que corresponden al accionista moroso por la parte pagada de sus acciones así como los de sus acciones íntegramente pagadas, se aplican obligatoriamente por la sociedad a amortizar los dividendos pasivos, previo pago de los gastos e intereses moratorios.

Cuando el dividendo se pague en especie o en acciones de propia emisión, la sociedad venderá éstas por el proceso de remate en ejecución forzada que establece el Código Procesal Civil y a aplicar el producto de la venta a los fines que señala el párrafo anterior.

Con esta propuesta de modificación en la normativa societaria, en lo correspondiente al DAP Legal, no queda duda de la vinculatoriedad de la Comunicación como propuesta definitiva para la formación de un futuro contrato de transferencia de acciones.

- (iv) Se reconoce también que la comunicación por la cual cada accionista comunica el ejercicio de DAP es la aceptación de la oferta, con la consecuente existencia de un contrato. La eficacia del contrato queda sujeta a la condición de que las aceptaciones cubran el íntegro de las acciones ofrecidas, salvo posibilidad de adquisiciones parciales.

En apariencia, ésta sería una opción adecuada también, ya que reconoce que el ejercicio del DAP tiene la naturaleza de una aceptación contractual. Sin embargo, la redacción y regulación propuesta no es, en nuestra opinión, la más adecuada; por las siguientes razones:

- La indicación de que cada una de las comunicaciones de cada accionista que ejerce su DAP implica la aceptación de la oferta, y con ello la existencia de un contrato, podría llevar a confusiones respecto del modo en cómo se ejerce el DAP y de las consecuencias que genera.

Como explicamos en el numeral 3.2.8 de este capítulo, en cuanto al ejercicio del DAP Legal debemos diferenciarse dos escenarios: (i) que sea posible llevar a cabo adquisiciones parciales, y (ii) que no lo sea, esto es, que se trate de una adquisición por la totalidad de acciones.

En el primer escenario, en efecto, la comunicación de ejercicio de la preferencia de cada accionista constituirá la aceptación de la oferta y generará tantos contratos como número de accionistas aceptantes haya, siendo cada contrato autónomo de los otros. Pero en el segundo escenario, el ejercicio del DAP por los Titulares del DAP tiene que necesariamente hacerse de manera conjunta a fin de cubrir la totalidad de las acciones, y el resultado es el perfeccionamiento de un solo contrato.

En ese sentido, la propuesta de regulación del Anteproyecto parece ajustarse bien al primer escenario, pero no tanto al segundo. En el segundo escenario sería inadecuado considerar que se celebrarán tantos contratos como número de accionistas ejerzan su DAP, aun cuando se sujete a la condición de que se cubran la totalidad de las acciones.

La razón de ello es que en el segundo escenario los accionistas que ejerzan su DAP deberán actuar necesariamente de manera conjunta como contraparte contractual del Accionista Transferente a fin de cumplir con las obligaciones derivadas de la aceptación de la oferta contractual.

Sería inadecuado considerar, en dicho escenario, que cada accionista puede actuar de manera individual, por ejemplo, cumpliendo algunos oportunamente el pago del precio de las acciones que le corresponden, pero otros no. Al ser la oferta por la totalidad de las acciones, la aceptación de ésta y el cumplimiento de las obligaciones que se deriven deberían abarcar la totalidad también, lo cual supone una actuación en conjunto y no individualmente. De esa manera el DAP cumple sus propósitos no causando afectaciones al Accionista Transferente.

- De igual manera, la propuesta en comentario implicaría que se está regulando implícitamente la existencia de una sola ronda de ejercicio por parte de los Accionistas Titulares en la cual ejercerán el DAP a prorrata, y luego en caso de quedar acciones disponibles, las adquirirían de conformidad con el máximo número que se comprometieron al informar su intención de adquisición.

En efecto, en el Anteproyecto se señala que, *“Al comunicar su intención de adquirir las acciones ofrecidas, el accionista indicará el número máximo de acciones que se compromete a adquirir en el caso de que quedaran acciones disponibles luego de aplicada la prorrata referida en el presente numeral”*.

Parecería que la opción del Anteproyecto es decantarse por la existencia de una sola ronda de ejercicio del DAP a prorrata. Y luego, en caso de haber acciones disponibles, éstas serían adquiridas según el máximo de acciones que cada accionista se comprometió a adquirir. Con lo cual, en este segundo escenario, la asignación de la cantidad de acciones no se regiría, en principio, por la proporción de participación en el capital social de los accionistas interesados en adquirirlas, sino por el número máximo al que se comprometieron.

No obstante, entenderíamos, aun cuando ello no se indica expresamente, que incluso en tal escenario, la distribución de las acciones tendría que regirse por un criterio de a prorrata de las respectivas participaciones de los accionistas interesados en la adquisición. De lo contrario, se tornaría complicado asignar las acciones ya que podría darse el caso de que las cantidades de acciones que se hayan comprometido a adquirir los accionistas sobrepasen las acciones disponibles.

Adicionalmente, no queda del todo claro en qué momento esa adquisición puede hacerse efectiva. Entenderíamos que sería antes de que la SAC decida ejercer su DAP, mas no se indica cómo se llevaría a cabo tal ejercicio. Pudiendo así generarse controversias sobre su interpretación.

Finalmente, en lo referente al resto del procedimiento de ejercicio del DAP Legal, el Anteproyecto fundamentalmente mantiene la misma regulación y funcionamiento del artículo 237 de la LGS. Por ello, las consideraciones expuestas en la presente investigación le son plenamente aplicables.

VII. CONCLUSIONES

Como conclusiones sobre lo desarrollado en el presente capítulo, podemos indicar las siguientes.

1) Sobre la activación del DAP Legal:

- (i) La activación del derecho de preferencia establecido en el artículo 237 de la LGS se da con la “intención de transferencia”, ya sea total o parcial, de la propiedad de las acciones de un accionista de la SAC. Es a partir de este momento que el accionista debe seguir los pasos establecidos en el procedimiento de ejercicio del DAP Legal.
- (ii) Los eventos susceptibles de propiciar la activación del DAP Legal son diversos. Usualmente se entiende que el evento principal de activación de un DAP es la oferta de un Tercero Interesado. Sin embargo, en el caso del DAP Legal no se restringe la activación únicamente a este supuesto; pudiendo activarse esta preferencia ante cualquier acto susceptible de generar la transferencia de la propiedad de las acciones o inclusive ante la sola intención de transferencia del Accionista Transferente.

2) Sobre la Comunicación enviada por el Accionista Transferente y los elementos que debe contener:

- (i) El nombre del posible comprador. La indicación del nombre del Tercero Interesado cumple un rol informativo que permite a los Titulares del DAP conocer al posible comprador y medir los riesgos de la transferencia de las acciones a éste.

En los casos en el que el Tercero Interesado sea una persona jurídica, adicionalmente a la indicación de su nombre, deberá indicarse la identidad de sus “principales socios o accionistas”. Este requerimiento se cumple indicando la identidad de los socios, accionistas o miembros controladores de la persona jurídica.

De darse el caso, y el Tercero Interesado sea un ente jurídico, distinto a una persona natural o jurídica, este requerimiento se considerará cumplido no sólo con la indicación del nombre del ente jurídico, sino con la identificación de los principales beneficiarios y/o administradores de éstos, según corresponda.

- (ii) El precio de las acciones. En el DAP Legal, los Titulares del DAP, así como los Accionistas Transferentes, no podrán exigir o requerir un precio distinto al contemplado en la Comunicación para los casos de transferencias a título de compraventa. Y, en los demás casos, el precio será aquel que se determine: (i) por mutuo acuerdo; o (ii) siguiendo el mecanismo de valoración establecido en el estatuto, en caso lo hubiere; o (iii) el fijado por el juez.

El precio de las acciones consignado en la Comunicación puede ser determinado o determinable, cumpliéndose en ambos casos el requerimiento de la indicación del precio de venta.

- (iii) El número y clase de acciones. Para una adecuada identificación e individualización de las acciones, no sólo será necesario indicar el número o cantidad de acciones a transferir, sino también señalar a qué clase estas pertenecen.

La determinación del número y clase de acciones estará relacionada con la intención del Accionista Transferente de transferir al Tercero Interesado la totalidad de sus acciones dentro de la SAC o sólo una parte de ellas. La decisión sobre el alcance de estos términos recae exclusivamente en él.

- (iv) Las demás condiciones de la transferencia. El Accionista Titular debe incluir en la Comunicación todos los términos y condiciones de la eventual transmisión de las acciones al Tercero Interesado.

La indicación completa de dichos términos permite dar cumplimiento al rol informativo que tiene la Comunicación a efectos de (i) que los Titulares del DAP decidan el ejercicio de su preferencia, y (ii), en caso de no ejercicio, fiscalicen que la transferencia al Tercero Interesado se produzca en los mismos términos y condiciones comunicadas.

De esa manera, los Titulares del DAP, ya sea ante el ejercicio o no del DAP, no podrán cuestionar el cumplimiento del contenido de la Comunicación requerido por el artículo 237 de la LGS.

3) Sobre la naturaleza jurídica de la Comunicación

- (i) En doctrina se suele discutir acerca de la naturaleza de la Comunicación remitida por el Accionista Transferente. De conformidad con el desarrollo efectuado, concluimos que la Comunicación es una auténtica oferta contractual que vincula al Accionista Transferente, y que, en caso de aceptación por parte de los Titulares del DAP, conlleva a la celebración de un contrato de transferencia de acciones.
- (ii) El plazo de vigencia de la Comunicación dentro del cual surte sus efectos como oferta contractual es de sesenta (60) días desde que ésta es puesta en conocimiento de la SAC. Por lo tanto, este es el plazo que tienen los Titulares del DAP para ejercer su DAP; y luego del cual, en caso de no ejercicio, el Accionista Transferente estará habilitado para transmitir sus acciones al Tercero Interesado.
- (iii) El inicio del cómputo del plazo de vigencia de la Comunicación dependerá de si ésta es remitida a través de medios físicos o través de medios electrónicos. En caso de medios físicos, la Comunicación iniciará su vigencia desde el día en que ésta llega a la dirección física de la SAC. Y en los casos de medios electrónicos, ópticos u otro análogo, el inicio de vigencia se dará con el acuse de recibo de la SAC.

4) Sobre el ejercicio del DAP Legal por parte de los Titulares del DAP, y las incertidumbres y problemas en torno a su ejercicio

(i) La naturaleza jurídica del ejercicio del DAP Legal

Ejercer el DAP significa aceptar los términos y condiciones contenidos en la Comunicación. El ejercicio del DAP Legal se constituye en la aceptación de la oferta contractual contenida en la Comunicación, y da surgimiento a un contrato de compraventa de acciones.

(ii) El incumplimiento del gerente general en el envío de la Comunicación a los Accionistas Titulares

Dentro del esquema de ejercicio del DAP Legal, la obligación de poner en conocimiento de los Accionista Titulares la Comunicación recae en el gerente general, y en caso de incumplimiento (tardío o total), es éste quien tendrá que responder frente a ellos por los daños que su conducta cause.

Tal incumplimiento no implicará una extensión del plazo que tienen los Accionistas Titulares y/o la SAC para ejercer su DAP, ni tampoco el otorgamiento de una nueva oportunidad para adquirir las acciones. En el esquema societario del DAP Legal, este riesgo recae en los Titulares del DAP.

(iii) El plazo de los Titulares del DAP para ejercer su preferencia

El plazo de vigencia de la Comunicación es de sesenta (60) días desde que esta es comunicada a la SAC; por lo cual, el plazo que tienen los Accionistas Titulares y la SAC para ejercer su DAP, esto es, para comunicar su aceptación al Accionista Transferente, es el plazo durante el cual se encuentre vigente esta oferta contractual. Ello sin perjuicio de los plazos internos que tienen los Titulares del DAP, cuya ordenación interna es un riesgo que recae en ellos.

Este plazo legal para el ejercicio del DAP Legal no puede ser modificado unilateralmente, ya sea por exigencia de los Titulares del DAP o por decisión del Accionista Transferente. Únicamente podrá ser modificado por consenso total entre los Titulares del DAP y el Accionista Transferente.

(iv) Afectación del plazo de ejercicio del DAP Legal por información insuficiente o poco clara en la Comunicación

Ante insuficiencia en la información contenida en la Comunicación pueden presentarse dos escenarios. El primero es que ello afecte directamente a los elementos que conforman la Comunicación. De ser este el caso, entonces la Comunicación estaría incompleta y no surtiría efectos.

El segundo escenario es que la información faltante o poco clara no se encuentre directamente vinculada con los elementos requeridos legalmente para la Comunicación, no afectándose por ello su consideración como oferta.

En los casos del segundo escenario, por regla general, el plazo para el ejercicio del DAP Legal no se verá afectado. Será responsabilidad de los Titulares del DAP solicitar la información adicional que requieran y/o buscar un esclarecimiento de parte del Accionista Transferente. Y este último, a su vez, tendría que absolver dichos requerimientos a su riesgo.

(v) El ejercicio del DAP Legal “a prorrata” de la participación de los Accionistas Titulares

Un ejercicio a “prorrata” significa que los Accionistas Titulares, en caso decidan ejercer su DAP, lo harán de manera proporcional a su participación social en el accionariado de la sociedad, esto es, en proporción a la cantidad de acciones de las son titulares.

Para la determinación de los porcentajes de los Accionistas Titulares para el ejercicio del DAP, al total de acciones del accionariado se le restarán las acciones del Accionista Transferente.

(vi) La posibilidad de un ejercicio parcial del DAP por parte de los Accionistas Titulares

En el esquema del DAP Legal, la adquisición de las acciones, salvo que se encuentre expresamente habilitada en la Comunicación, no puede producirse de manera parcial. En otras palabras, los Titulares del DAP no pueden ejercer parcialmente su DAP, y a su vez, el Accionista Transferente no puede verse forzado a transferir sólo una parte de las acciones ofrecidas, y no la totalidad; salvo que expresamente lo haya así autorizado.

En ese sentido, si la Comunicación no habilita adquisiciones parciales, entonces la adquisición tendrá que ser por la totalidad de las acciones. En tales casos, un pretendido ejercicio parcial del DAP por parte de los Titulares del DAP no surtirá efectos como una aceptación al no ser incondicional.

(vii) Escenarios ante no ejercicio del DAP por todos los Accionistas Titulares

Conforme lo explicado, ante el no ejercicio por parte de uno o algunos de los Accionistas Titulares, los Accionistas Titulares del DAP interesados en ejercer su preferencia, además de tener la posibilidad de adquirir las acciones que en principio les corresponde, podrán adquirir también las acciones de aquellos otros accionistas que decidieron no ejercer su DAP.

En este escenario, los Accionistas Titulares interesados en adquirir las acciones, no sólo no se ven perjudicados por la eventual decisión de no ejercicio de los demás accionistas, sino que además tienen la opción de adquirir las demás acciones hasta el porcentaje que consideren conveniente. Tal adquisición será, por regla general, de

manera proporcional a su participación en el capital social. Y de ser el caso, las acciones restantes que no hayan sido tomadas tendrán que ser adquiridas por la SAC para cubrir la totalidad de las acciones en venta.

(viii) Las rondas de ejercicio del Derecho de Adquisición Preferente de los Titulares del DAP

Se suele señalar que el artículo 237 de la LGS regula una sola ronda para el ejercicio del DAP, es decir, que los Accionistas Titulares tendrían una única oportunidad para decidir la adquisición de las acciones y lo podrían hacer sólo en el porcentaje que les corresponda en proporción a su participación en el capital social.

En nuestra postura, en estricto, el artículo 237 de la LGS no regula ronda alguna de ejercicio del DAP por parte de los Accionistas Titulares, por lo cual es inadecuado afirmar que la LGS contemplaría una sola ronda para ejercer el DAP.

Al no existir una regulación específica sobre el número de rondas de decisión que pueden tener los Accionistas Titulares, la cantidad de rondas dependerá de la intención de adquisición que tengan aquellos que sí estén dispuestos a ejercer su preferencia por una cantidad mayor a las acciones que inicialmente les corresponderían. Sólo en caso de agotadas las rondas, queden acciones sin adquirir, se habilitará el ejercicio del DAP por parte de la SAC.

Será responsabilidad y riesgo de los Titulares del DAP el coordinar que el procedimiento de ejercicio de su DAP se produzca ordenadamente dentro del plazo de sesenta (60) días de vigencia de la Comunicación. Y dado que, como mencionamos, los plazos internos dentro de este procedimiento podrían sufrir variaciones, corresponderá a los Titulares del DAP el asegurarse de efectuar un ejercicio oportuno de su preferencia.

(ix) El alcance del ejercicio del DAP Legal ante términos o condiciones particulares dirigidas exclusivamente al Tercero Interesado y/o de imposible cumplimiento por parte de los Titulares del DAP

Cuando se trate de términos o condiciones particulares dirigidas exclusivamente al Tercero Interesado y/o de razonablemente imposible cumplimiento por parte de los Titulares del DAP, éstos no formarán parte de la oferta contractual contenida en la Comunicación. Y, por ende, tampoco condicionarán el ejercicio del DAP de los Titulares del DAP, quienes no estarán obligados a aceptarlas.

5) Sobre los escenarios post ejercicio del DAP Legal

Son dos los escenarios que pueden producirse luego del ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP, dependiendo de si la Comunicación habilita o no un ejercicio parcial del DAP:

- (i) En caso exista habilitación para un ejercicio parcial del DAP por los Titulares del DAP, entonces la comunicación de ejercicio de cada uno de ellos generará el perfeccionamiento de tantos contratos como aceptantes haya. Tales contratos serán independientes los unos de los otros.
- (ii) De no haber una habilitación para un ejercicio parcial, entonces el ejercicio del DAP tiene que ser por la totalidad de las acciones y será efectuado de manera conjunta por los Titulares del DAP que hayan decidido adquirir las acciones. En este caso, el ejercicio del DAP se configura como una única aceptación y, por ende, perfecciona un único contrato de compraventa de acciones. Las partes de este contrato serán, por un lado, el Accionista Transferente y, por el otro, los Titulares del DAP que hayan optado por ejercer su DAP de manera conjunta.

6) Sobre el impacto del cumplimiento de las obligaciones en el procedimiento de ejercicio del DAP Legal

- (i) El procedimiento de ejercicio del DAP Legal no se agota con el ejercicio del DAP por parte de los Titulares del DAP, sino con el cabal y oportuno cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de compraventa celebrado. Si esto no se da así, entonces el procedimiento de ejercicio podrá considerarse culminado y el DAP no ejercido. De modo tal que el Accionista Transferente quedará liberado para transferir sus acciones al Tercero Interesado.
- (ii) En caso de no ejercicio del DAP, la transferencia al Tercero Interesado tendrá que darse no sólo cumpliendo cabal y oportunamente la forma y oportunidad de pago correspondiente, sino también observando los demás términos y condiciones informados a la SAC. Una transferencia efectuada de forma distinta conllevará un incumplimiento del procedimiento de ejercicio del DAP Legal y, por ende, la vulneración del DAP Legal.
- (iii) La SAC, a través del gerente general, será la encargada de verificar que la transferencia de las acciones al Tercero Interesado se haya efectuado en los términos y condiciones contenidas en la Comunicación.

7) Sobre las consecuencias en caso de inobservancia del procedimiento de ejercicio del DAP

- (i) En nuestro ordenamiento jurídico la sanción ante la inobservancia del DAP Legal es la ineficacia de la transferencia de acciones. La ineficacia protege a la SAC, y a los accionistas, ante un inadecuado procedimiento de ejercicio del DAP Legal.
- (ii) La ineficacia de la transferencia de acciones implica que la SAC estará obligada a no reconocer la transmisión efectuada sin respetar el DAP Legal. Y a su vez, ni el Accionista Transferente ni el Tercero Interesado podrán oponer la transmisión a la SAC.

- (iii) La consecuencia práctica de la ineficacia de la transferencia de acciones del Accionista Transferente al Tercero Interesado será que, al no haber un cambio en la titularidad en la matrícula de acciones, la SAC seguirá considerando propietario de las acciones –para todos los efectos– al Accionista Transferente.
- (iv) Ante una situación de ineficacia de la transferencia, el Tercero Interesado podrá considerar incumplido el compromiso de transferencia de las acciones por parte del Accionista Titular y, con ello, estar habilitado a resolver el contrato celebrado.
- (v) Eventualmente, el Tercero Interesado podrá buscar la ratificación de la transferencia de las acciones por parte de los Titulares del DAP, de manera tal que la SAC pueda reconocer su calidad de accionista. Ello implicaría una renuncia implícita de los Titulares del DAP a ejercer su preferencia.

Finalmente, sin perjuicio de las respuestas e interpretaciones propuestas en esta investigación, no debe perderse de vista que el artículo 237 de la LGS es una norma de aplicación supletoria y que es factible y hasta recomendable efectuar modificaciones y/o precisiones en su regulación para adaptarlo a cada contexto societario en específico. La LGS, como bien refiere el profesor Hernando Montoya (2021), imbuida en el principio de libertad contractual, otorga esa posibilidad a los accionistas a efectos de que sean éstos quienes decidan voluntariamente cuál es la mejor protección a sus intereses. Y en caso decidan mantener inalterado el DAP Legal, las conclusiones de esta tesis pueden servir de ayuda para la prevención y solución de potenciales controversias.

CONSIDERACIONES FINALES

El DAP, como limitación a la transferencia de acciones en las SA, es una valiosa herramienta puesta a disposición de los accionistas. Como derecho de preferencia, tiene una serie de implicancias tanto societarias como económicas para los involucrados que se tornan importantes conocer antes de adoptar un DAP.

El correcto funcionamiento de un DAP estará directamente relacionado con una adecuada regulación y aplicación ante la activación del procedimiento de ejercicio de esta preferencia. Contrariamente, una regulación deficiente y/o poco clara se convierte en fuente de controversias e incertidumbres que desvirtúan las importantes funciones de este derecho.

En el ordenamiento societario peruano, de la regulación del DAP Legal contenida en el artículo 237 de la LGS, por su amplitud y poco detalle, surgen una serie de preguntas y problemas que pueden conllevar a situaciones de incertidumbre de cara a una adecuada transferencia de las acciones de la SAC. Cuestionamientos que hemos tratado de identificar y dar respuesta en la presente investigación a efectos otorgar certeza al procedimiento de ejercicio del DAP, y así reducir la potencial conflictividad alrededor de esta preferencia.

Por ello, teniendo en consideración que en el Perú las SAC constituyen una de las formas societarias más utilizadas para hacer actividad empresarial, esperamos que los resultados de esta investigación puedan tener un impacto positivo para la adecuada transferencia de las acciones en estas sociedades, evitando innecesarias controversias legales y costos no queridos para los involucrados.

Consideramos también que las respuestas de este trabajo, que si bien se centra en el DAP legalmente establecido para las SAC, podrían extenderse y ser aplicadas también a los DAP regulados convencionalmente por los accionistas de una SA ordinaria, en la medida que usualmente reflejan un procedimiento de ejercicio similar al contemplado en la LGS.

Finalmente, el análisis aquí efectuado puede servir de ayuda (i) al legislador nacional ante una eventual modificación y mejoramiento del DAP Legal, (ii) a los accionistas de una SAC a decidir si suprimen, modifican y/o repotencian el DAP en su sociedad, y (iii) a terceros interesados en adquirir acciones de una SAC, con un DAP incluido, a estar mejor preparados ante los eventuales problemas que se podrían presentar.

BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO ÁGUILA-REAL, Jesús. Qué es un derecho de adquisición preferente. En: Almacén de Derecho.
<<https://almacenederecho.org/que-es-un-derecho-de-adquisicion-preferente>>
- ABRIGHT, Harlan. Preferential Right Provisions and Their Applicability to Oil and Gas Instruments, 32 Sw L.J. 803 (1978)
<<https://scholar.smu.edu/smulr/vol32/iss3/4>>
- BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo. *Comentarios a la Ley General de Sociedades*. Lima: Gaceta Jurídica. 7ma Edición. 2007.
- BERGER, Don. Protection of shareholder interests in california closely held and statutory close corporations: practitioner's guide. En: *Pacific Law Journal* 20(4). 1989. pp.1127-1166.
<<https://ssrn.com/abstract=2781802>>
- BOISSET TIZÓN, Rafael. Las declaraciones y aseveraciones: su relación con las obligaciones de indemnidad en los contratos de compraventa de acciones. En: *Fusiones y adquisiciones*. Carlos Alberto Soto Coaguila (dir.). Lima: Instituto Peruano de Arbitraje, Instituto Pacífico. 2015. pp. 143-154
- BROSETA PONT, Manuel. *Restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones*. 2da Edición. Barcelona: Tecnos. 1984.
- BIKHCHANDANI, Sushil, Steven A. LIPPMAN y Reade RYAN. On the Right-of-First-Refusal (June 2002).
<<https://ssrn.com/abstract=621181>>
- CARRIÓN, Diego. ¿Y si no ejercer su derecho de adquisición preferente, podemos vender? La importancia de reglas claras para el ejercicio de este derecho. En: *Revista Advocatus* 36, 2019. pp. 31-61.
- CIRCO, Carl J., Purchase Options, ROFRs, and ROFOs: Theory and Practice (January 2016). ACREL, Spring 2016.
- DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. Derecho de Preferencia de los Accionistas. *Derecho PUC* 49. 79-86. 1995.
- DE TRAZEGNIES GRANDA, Fernando. El derecho de adquisición preferente en la sociedad anónima: la transferencia del control social a través de una sociedad holding. *Advocatus* 4, 2001. 229-246.

- DI CHIAZZA, Iván y VAN THIENEN, Pablo. El derecho de compra preferente como restricción a la transferencia de acciones. Análisis económico y jurídico. En: *Revista Derecho Comercial y de las Obligaciones No. 2006-B*, año 39. 2006. pp. 705-730.
- EASTERBROOK, Frank H. y Daniel R. FISCHER. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press. 1991.
- ECHAIZ MORENO, Daniel. Los grupos de sociedades en el Perú (con referencias del derecho comparado). En: *Revista de Ciencias Jurídicas* 122, mayo-agosto 2010. pp. 83-130.
- ELÍAS LAROSA, Enrique. *Derecho Societario Peruano. La Ley General de Sociedades*. Tomo I y II. Tercera Edición. Edición puesta al día por el Estudio Rodrigo, Elías & Medrano. Lima: Gaceta Jurídica. 2015.
- ESPINOZA ESPINOZA, Juan. *Acto Jurídico Negocial. Análisis doctrinario, legislativo y jurisprudencial*. Lima: Editorial Rodhas. 3era Edición. 2012.
- FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo. Apuntes para una reforma a la Ley General de Sociedades. En: *Revista Ius et Veritas* 7. 1993. pp. 37-54.
- FERRERO DIEZ CANSECO, Alfredo. Las formas especiales de sociedad anónima en la nueva ley general de sociedades. En: *Themis Revista de Derecho* 37. 1998. pp. 17-33.
- FORNO FLOREZ, Hugo. La oferta al público: Razones para una discrepancia. En: *Derecho PUCP* 45. 215-263. 1991.
- FLORES GÓNZALEZ, Begoña. Concepto de tanteo y retracto en el Derecho Civil común. En: *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario* 745. 2014. pp. 2117-2190
- GARRIGUES, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil*. Bogotá: Editorial Temis. 1987.
- GÓMEZ MENDOZA, María. Cláusulas restrictivas de la libre transmisibilidad de las participaciones sociales en la sociedad cerrada estadounidense. En: *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez. Sociedades Mercantiles*. Tomo II. 1996. pp. 1883-1894.
- GONZALES SEPÚLVEDA, Pilar. Derecho de Adquisición Preferente. Revisión. En: *Revista Farmacia Profesional*, Volumen 16, Numero 6. 2003. pp. 14-18.
- GUEVARA VILLAVICENCIO, Nydia. *Conversación sobre el Derecho de Adquisición Preferente en las Sociedades Anónimas Cerradas*. Comunicación personal, 29 de enero de 2021.

- GUILLÉN RISPA, Mila. La Sociedad Anónima Cerrada (S.A.C.). En: *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I: Derecho Societario. Instituto Peruano de Derecho Mercantil (Ed.). Lima: Gaceta Jurídica. 2003.
- HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. *Manual de Derecho Societario*. 2da edición. Lima: Gaceta Jurídica. 2012.
- JANKŮ, Martin. The legal consequences of the breach of pre-emption right. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, Mendel University Press, Vol. 61(4), 2013.pp. 953-959.
- KAHAN, Marcel. An Economic Analysis of Rights of First Refusal. New York University. Center for Law and Business, *Working Paper No. 99-009*. 1999.
< <https://ssrn.com/abstract=11382> >
- KAHAN, Marcel, Shmuel LESHEM y Rangarajan K. SUNDARAM. First-Purchase Rights: Rights of First Refusal and Rights of First Offer (August 1, 2012). *American Law and Economics Review* 12(2), pp. 331-337 (2012), NYU Law and Economics Research Paper No. 07-42.
<<https://ssrn.com/abstract=1029313>>
- LEVIN, Alisa. Options and Rights in Real Property.... Oh My!! The Scary Truth About Future Interests. Febr. 2014.
<<https://ssrn.com/abstract=2402010>>
- LILLARD, Tom, Andy SZYGENDA y Bob WISE. First Refusal Rights under Texas Law. *Baylor Law* 433 (2010). pp. 435-520.
- MARQUÉS MOSQUERA, Cristina. La transmisión Intervivo de la Empresa Familiar. En: *Cuadernos de Derecho y Comercio*. Extraordinario. 2017. pp. 501-579.
- MARTÍNEZ-CORTÉS GIMENO, Jesús. Conflictos más frecuentes en el marco de la empresa familiar y su prevención. En: *Cuadernos de Derecho y Comercio No. 1, 2017*. pp. 765-851.
- MITCHELL, Jonathan. Can a Right of First Refusal Be Assigned? *The University of Chicago Law Review*. 68. 985. 10.2307/1600407. 2001.
- MORALES HERVIAS, Rómulo. *Patologías y remedios del contrato*. Lima: Gaceta Jurídica. 2011.
- MONTOYA ALBERTI, Hernando. *Conversación sobre el Derecho de Adquisición Preferente en las Sociedades Anónimas Cerradas*. Comunicación personal, 7 de febrero de 2021.

- MUÑOZ-PLANAS, José María. Derecho de Adquisición Preferente: Alcance de la oferta de venta y valor real de las acciones. En: *Estudios Jurídicos en Homenaje al profesor Aurelio Menéndez. Sociedades Mercantiles*. Tomo II. 1996. pp. 2125-2139.
- NAKAMURA VELÁSQUEZ, Dan. Controversias relativas a la propiedad de acciones representativas del capital social de una sociedad anónima y planteamiento de soluciones. En: *Dialogo con la Jurisprudencia No. 193*. Lima: Gaceta Jurídica. 2014. pp. 92-103.
- NORMAND SPARKS, Enrique. *Exposición de Motivos de la Ley General de Sociedades*. 1997.
- NORTON Joseph J. Adjustment and Protection of Shareholder Interests in the Closely-Held Corporation in Texas, 39 Sw L.J. 781. 1985.
<<https://scholar.smu.edu/smulr/vol39/iss3/4>>
- PALMAREDA ROMERO, Doris. *Manual de la Ley General de Sociedades. Un enfoque práctico en el análisis y el comentario de las normas societarias*. Lima: Gaceta Jurídica. 2009.
- PAYET PUCCIO, José Antonio. Empresa, Gobierno Corporativo y Derecho de Sociedades. En: *Revista THEMIS 46*. 2003. pp. 77-103.
- PERDICES HUETOS, Antonio. *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*. Madrid: Editorial Civitas. 1997.
- RAMOS PADILLA, César Eusebio. *Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima*. Tesis (Ms.). Mención: Derecho Civil y Comercial. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Escuela de Post-Grado. 2004.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio. Los convenios de accionistas en la Ley General de Sociedades y la autonomía de la voluntad. En: *Revista Ius Et Veritas 36*. 2008. pp. 64-102.
- SALAS SÁNCHEZ, Julio. Exclusión del derecho de suscripción preferente del accionista en los casos de emisión de nuevas acciones. En: *Revista Ius Et Veritas 11*. 1995. pp. 15-24.
- SLATTERY, Gerald F. Jr. y Amanda Davis LANDRY. Understanding Area of Mutual Interest, Preferential Rights and Maintenance of Uniform Interest Provisions in Joint Operating Agreements. *Annual Institute on Mineral Law*: Vol. 56, Article 16. 2009.
<http://digitalcommons.law.lsu.edu/mli_proceedings/vol56/iss1/16>
- TORRES MORALES, Carlos. La Sociedad Anónima. En: *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I. 2da Edición. Lima: Gaceta Jurídica S.A. 2005. pp. 319-361.
- URÍA GONZALES, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. 17va Edición. Madrid: Marcial Pons. 1990.

VICENT CHULIÁ, Francisco. *Introducción al Derecho Mercantil*. 21va edición. Valencia: Tirant Lo Blanch. 2008.

WALKER, David I. Rethinking Rights of First Refusal (August 1999). Harvard Law School, *Discussion Paper No. 261*.

<<https://ssrn.com/abstract=188190>>

