

LA LEALTAD DEL ADMINISTRADOR ES UNA OBLIGACIÓN DE RESULTADO

POR JUAN IGNACIO DOBSON

Sumario

Los administradores societarios tienen un deber de lealtad hacia la compañía. El administrador societario no tiene obligación de garantizar el éxito económico de su gestión. Sin embargo, posee una obligación de garantizar la más absoluta lealtad durante toda su gestión. La 'mala fe' no puede ni debe excusarse ya que conforma un actuar antijurídico. El derecho no ampara la actuación con 'mala fe'. De allí que el parámetro de revisibilidad de la lealtad resulte más estricto que el utilizado para revisar la diligencia.

Fundamentación

Los administradores societarios tienen a su cargo la gestión de bienes ajenos. Es por ello que el derecho les exige cumplir con un parámetro de conducta que tenga en consideración la confianza que ha sido depositada en ellos por parte de los socios. Este parámetro jurídico objetivo de conducta es el del 'buen hombre de negocios'. En otras palabras, los administradores deben demostrar alta dosis de dedicación y empeño, como así también, total y absoluta honestidad en su gestión¹. Sin embargo, los administradores no garantizan el éxito económico de

¹ "Litwin v. Allen", New York Sup. Ct., 1940, 25 N.Y.S.2d 667 ('directors are bound by all those rules of conscientious fairness, morality, and honesty in purpose which the law imposes as the guides for those who are under the fiduciary obligations and responsibilities. They are held, in official action, to the extreme measure of candor, unselfishness, and good faith. Those principles are rigid, essential, and salutary').

su gestión. Solamente se encuentran obligados a prestar una conducta que 'razonablemente conduzca al resultado esperado'². De acuerdo a ello, el administrador cumplirá debidamente esta conducta en tanto y en cuanto desarrolle su actividad con 'diligencia' y 'lealtad'.

La diligencia se relaciona con la dedicación y el esfuerzo que un administrador está obligado a consagrar hacia la sociedad que administra. Tiene que ver con el tiempo que el administrador dedica a su trabajo. Pretende comprometer al administrador con la gestión operativa de la sociedad. Esto es, se corresponde con la adopción de decisiones³ y la supervisión de los dependientes⁴. Es por ello que la diligencia ha sido calificada como un 'debido proceso', el cual de ser cumplimentado, eximirá a los administradores de responsabilidad ulterior, a pesar de los malos resultados que se pudieran obtener. Resulta obvio que los jueces no se encuentran en similares circunstancias a la hora de revisar el grado de diligencia consagrado. Es por eso que dicha 'diligencia' requiere de un estándar judicial de revisibilidad posterior objetivo, pero a la vez flexible y laxo, basado en un juicio de racionalidad: si el proceso de adopción de decisiones resulta 'racionalmente justificado', no importará el resultado de dichas decisiones, por más malos que estos resultados resulten, haciéndose aplicable la conocida *business judgement rule* del derecho americano⁵. De allí que el estándar de revisibilidad

² "Loschi, Aldo contra Channel One SA y ot.", C. N. Com., Sala D, 25 de febrero de 1993, [en línea] Disponible en www.laleyonline.com

³ "Francis v. United Jersey Bank", New Jersey, 1981, 432 A.2d 814 ('directors are bound to exercise ordinary care, they cannot set up as a defense lack of knowledge needed to exercise the requisite degree of care').

⁴ *In re "Caremark International Inc. Derivative Litigation"*, Delaware Ch., 1996, 698 A.2d 959 ('demanding a test of liability in the oversight context is probably beneficial to corporate shareholders as a class').

⁵ "Joy v. North", 2d Circ. 1982, 692 F.2d 880 ('liability is rarely imposed upon corporate directors or officers simply for bad judgement and this reluctance to impose liability for unsuccessful business decisions has been doctrinally labeled the business judgement rule'); "Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.", Delaware Sup. Ct., 1988, 559 A.2d 1261 ('the business judgement rule operates to preclude a court from imposing itself unreasonably on the business and affairs of a corporation'); "In re Caremark International Inc. Derivative Litigation", Delaware Ch., 1996, 698 A.2d 967 ('the business judgement rule is process oriented and informed by a deep respect for all good faith board decisions').

de la 'diligencia' sea la culpa grave, constituyendo un estándar agravado de responsabilidad⁶.

La lealtad, por su parte, persigue el grado de honestidad con la cual los administradores deben encarar su tarea de gestión empresarial. Debe recordarse que se encuentran administrando bienes ajenos, por lo cual, se hace necesario un grado superior de honestidad. Tiene que ver con la relación fiduciaria que se establece entre el administrador y la sociedad. Esto genera un deber de actuación con la más absoluta buena fe⁷.

Puede así nítidamente distinguirse la diferencia que existe entre una actuación que deriva en un 'mal resultado', de aquella que conlleva 'mala fe'. La actuación de 'mala fe' resulta en una actuación con intención de no querer cumplir las obligaciones que el cargo amerita⁸. Es por eso que el administrador no podrá excusarse al señalar que ha hecho todo lo posible por querer actuar con 'buena fe', pero no pudo hacerlo. El derecho no admite tal posibilidad⁹. O se es leal o no se lo es. No hay término medio¹⁰. El derecho no ampara la 'mala fe'. Por tanto, la

⁶ "Aronson v. Lewis", Delaware Sup. Ct., 1984, 473 A.2d 805, ('while the Delaware cases use a variety of terms to describe the applicable standard of care, our analysis satisfies us that under the business judgement rule director liability is predicated upon concepts of gross negligence'). En la jurisprudencia nacional la regla del *business judgement* puede verse adoptada en *Pereda, Rafael v. Pampagro S.A.*, C. N. Com., Sala D, agosto 22 de 1989, El Derecho t.136, p.394 ('la política empresarial y comercial de un comerciante o sociedad comercial debe ser decidida y aplicada exclusivamente por el comerciante o sociedad comercial de que se trate, a salvo hipótesis extremas de arbitrariedad o irracionalidad dañosas para otro sujeto, porque solamente a través de esa extrema arbitrariedad o irracionalidad dañosas el acto decidido o cumplido ingresa en el ámbito de lo ilícito o antijurídico, y sólo entonces es revisable por el órgano encargado de restablecer el orden legal y jurídico').

⁷ "Meinhard v. Salmon", New York Court of Appeals, 1928, 249 N.Y. 458, ('many forms of conduct permissible in a workaday world for those acting at arm's length are forbidden to those bound by fiduciary ties. A trustee is held to something stricter than the morals of the market place. Not honesty alone, but the punctilio of an honor the most sensitive, is then the standard of behavior').

⁸ "In re The Walt Disney Company Derivative Litigation", Delaware Ch. 2005, 907 A.2d 693 ('deliberate indifference and inaction in the face of a duty to act is conduct that is clearly disloyal to the corporation. It is the epitome of faithless conduct').

⁹ "Malone v. Brincat", Supreme Court of Delaware, 1998, 722 A.2d 5 ('duty of loyalty is unremitting').

¹⁰ In re "Tyson Foods, Inc. Consolidated Shareholder Litigation", 2007 Delaware Ch., 2007 WL 2351071, ('the words loyalty and good faith -like the words

obligación del administrador societario debe siempre conducirse con extrema 'buena fe', con absoluta 'honestidad' en el cargo¹¹. Por ende, el deber de lealtad no puede ser concebido como una obligación 'de medios', sino 'de resultado'. El administrador debe garantizar que durante toda su gestión se conducirá con la más absoluta lealtad¹². Es por ello que esta 'lealtad' requerirá un estándar judicial de revisibilidad posterior objetivo más estricto que el establecido para la 'diligencia'. Ya no basta con un 'debido proceso' o un 'juicio de racionalidad' para evitar la responsabilidad. La lealtad, como deber de resultado, requiere de un examen judicial posterior de 'razonabilidad' que permita evaluar los extremos de actuación. La 'razonabilidad' implica algo más que el mero desarrollo de una conducta racional por parte del agente¹³. Requiere del logro de un 'justo equilibrio' entre los diversos intereses que convergen en el ente social. Sostiene, por tanto, la 'justificación' de la conducta. Determina la necesidad de fundamentar las 'razones de actuación'. Es por ello que al debido proceso, deba adicionarse un justo resultado¹⁴. Por tanto,

independence and candor— are words pregnant with obligation, and directors should not take a seat at the board table prepared to offer only conditional loyalty, tolerable good faith, reasonable disinterest or formalistic candor"); *Weinberger v. UOP, Inc.*, Delaware Sup. Ct. 1983, 457 A.2d 710 (there is no safe-harbor for divided loyalties in Delaware).

¹¹ *In re The Walt Disney Company Derivative Litigation*, Delaware Ch. 2005, 907 A.2d 693, (bad faith can be the result of any emotion that may cause a director to intentionally place his own interests, preferences or appetites before the welfare of the corporation, including greed, hatred, lust, envy, revenge, shame or pride).

¹² *Pogostin v. Rice*, Delaware Sup. Ct. 1984, 480 A.2d 624 (the duty of loyalty, in essence, mandates that the best interest of the corporation and its shareholders take precedence over any interest possessed by a director, officer or controlling shareholder).

¹³ Pueden verse, con provecho: Eisenberg, Melvin A.: "The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law", en *Fordham Law Review*, Vol.62, 1993, p.437; y Allen, William; Jacobs, Jack; Strine Jr., Leo. "A reassessment of standards of review in Delaware Corporation Law", *26 Delaware Journal of Corporate Law*, 2001, p.859.

¹⁴ *Cinerama v. Technicolor, Inc.*, Delaware Sup. Ct. 1995, 663 A.2d 1163, (entire fairness should be a product of both fair dealing and fair price); *Kahn v. Lynch Communications Systems*, Delaware Sup. Ct. 1995, 669 A.2d 79 (the test is not bifurcated or compartmentalized but one requiring an examination of all aspects of the transaction to gain a sense of whether the deal is in its entirety fair); *MERRITT v. Colonial Foods, Inc.*, Delaware Ch., 1986, 505 A.2d 757 (the transaction should demonstrate a process that supplied no dependable basis to conclude in fact that the corporate interest and not simply personal interests of the defendants was served, and that

este juicio de razonabilidad requiere así del examen minucioso, tanto de la propia actuación del administrador como del resultado de la misma.

Como punto de partida de este análisis minucioso, se deberá tener presente que la 'lealtad' del administrador societario requiere la honesta creencia de perseguir siempre la 'maximización del valor accionario'. De esta forma, todos los actos de gestión empresarial deben encontrarse orientados hacia la 'maximización de valor' para la sociedad¹⁵. Conforme a ello, la pauta orientadora de 'creación de valor' ha sido caracterizada así como un 'deber de lealtad' del administrador societario¹⁶. Bajo este norte, y considerando lo descripto anteriormente, la 'razonabilidad' de la actuación del administrador deberá ser juzgada conforme un estándar objetivo de *absoluta buena fe*¹⁷. Esto en virtud de que la honestidad resulta un valor subjetivo, que debe ser adaptado a un juicio de revisibilidad objetivo que permita la evaluación de dicha conducta¹⁸.

Resulta frecuente que los administradores sociales prefieran anteponer sus propios intereses, en desmedro de los intereses de la sociedad y de los socios, quebrantando con ello la relación fiduciaria establecida¹⁹. Resultará de ello un resultado no logrado: los intereses ya no se encontrarán equilibrados. Los conflictos de interés entre administradores y socios son muy corrientes. Básicamente, pueden ser clasificados según tres causas principales: (i) el desarrollo de actividades en competencia con la sociedad que administran; (ii) el aprovechamiento de oportunidades que,

the transaction price was fair considering other factors, such as liabilities pending, suits, etc.)

¹⁵ "Gvozdenovich, Daniel contra Meijide, Ramón", C. N. Com., Sala B, 24 de noviembre de 1980, El Derecho 92-301 ('esa lealtad le obliga a los gerentes a obtener las mayores ventajas posibles para la sociedad').

¹⁶ "Katz v. Oak Industries Inc.", Delaware Ch. 1986, 508 A.2d 873 ('It is the obligation of directors to attempt, within the law, to maximize the long-run interests of the corporation's stockholders').

¹⁷ "Cinerama v. Technicolor, Inc.", 663 A.2d 1156; "Kahn v. Lynch Communications Systems", Delaware Sup. Ct. 1994, 638 A.2d 1110; "Emerald Partners v. Berlin", Delaware Sup. Ct. 2001, 787 A.2d 85 ('all aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness').

¹⁸ Eisenberg, Melvin A.: "The duty of good faith in corporate law", en *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 31, p. 21.

¹⁹ C. N. Com., Sala B, 5 de noviembre de 1993, "Paramio, Juan Manuel contra Paramio, Pascual y otros, El Derecho t.156, p.137 (los accionistas son en definitiva los destinatarios de las consecuencias de la gestión de los administradores).

en derecho, correspondan a la sociedad que administran; y (iii) el aprovechamiento de información material no divulgada en su propio beneficio. Estas conductas, obviamente, resultan en una desviación del deber de 'crear valor para los socios'. Más aun, resultan en conductas que persiguen la maximización del valor para el propio administrador. Quebrantan así la 'lealtad' en la administración. Debe por tanto determinarse la forma en que habrán de ser valoradas dichas conductas.

(a) En primer término, habrá que analizar los extremos iniciales de la transacción²⁰. Deberá indagarse si ésta le fue ofrecida a la compañía, o si fue el administrador quien fue en busca de la operación²¹. Seguidamente, requerirá evaluar si la operación se encuentra dentro del objeto social de la compañía, y en lo que puede denominarse, en su 'línea de negocios'²². También, advertir si la compañía se encuentra en condiciones económicas y financieras de poder llevar adelante la operación²³. Por último,

²⁰ "*Kahn v. Tremont Corp.*", Delaware Sup. Ct. 1997, 694 A.2d 422; "*International Telecharge, Inc. v. Bomarko*", Delaware Sup. Ct. 2000, 766 A.2d 437, ('the element of fair dealing focuses upon the conduct of the corporate fiduciaries in effectuating the transaction. These concerns include how the purchase price was initiated, negotiated, structured and the manner in which the director approval was obtained').

²¹ "*Broz v. Cellular Information Systems, Inc.*", Delaware Sup. Ct., 1996, 673 A.2d 148 ('in order to engage meaningfully in business unrelated to his or her corporate role, the director must be allowed to make decisions based on the situation as it exists at the time a given opportunity is presented'); "*Kaplan v. Fenton*", Delaware Sup. Ct. 1971, 278 A.2d 834 ('if opportunity is offered to fiduciary in individual, nonagent capacity, it must be 'essential' to the corporation).

²² "*Guth v. Loft*", Delaware Sup. Ct. 1939, 5 A.2d 503 (a corporate officer cannot seize a business opportunity which the corporation is financially able to undertake, which from its nature is in the corporation's line of business, is of practical advantage to it, and is one in which the corporation has an interest or reasonable expectancy). En Argentina, Comisión Nacional de Valores, C. N. Comercial, Sala A, 13 de octubre de 1995, "*Asunto Acindar S.A. sobre análisis estados contables*", en *El Derecho*, 07 de noviembre de 1996, p. 4 ('la prohibición de contratar ha sido dejada de lado cuando se ha considerado manifiesto que en la contratación ha habido un procedimiento regular, sin posibilidad de afectación del derecho de la sociedad ni de los demás socios, que se ha desarrollado dentro de un normal desenvolvimiento del giro social).

²³ "*Klinicki v. Lundgren*", Oregon Sup. Ct. 1985, 695 P.2d 906 ('financial ability is not totally irrelevant in unlawful taking of corporate opportunity').

analizar si la operación fue llevada a cabo mediante la utilización de los activos sociales²⁴.

(b) En segundo lugar, deberá evaluarse como fue desarrollada la negociación. Esto se relaciona con el proceso de adopción de la decisión. Una decisión se encontrará racionalmente justificada en tanto y en cuanto hubiera sido adoptada en el seno del directorio, luego de cierto debate e intercambio de ideas. Es decir, que la decisión sea el fruto de la deliberación colegiada. Asimismo, resulta preciso que el debate sea desarrollado estando los directores debidamente informados, contando con la información suficiente y necesaria para la toma de decisiones²⁵. Esta información necesaria requiere, usualmente, la presentación de un dictamen financiero que señale los méritos de la inversión a realizar, dado que los directores no son habitualmente expertos en finanzas. Por último, resaltar la importancia del consultor jurídico durante todo este proceso, para evitar futuros problemas legales²⁶. Por tanto, puede señalarse que la racionalidad de este proceso devendrá en la razonabilidad de la decisión adoptada²⁷. La consideración de este proceso racional permite al juzgador la valoración del deber de diligencia del administrador, insertado dentro de un juicio de razonabilidad de la conducta que determinará su grado de lealtad hacia la compañía²⁸.

²⁴ *"Forkin v. Cole"* 192 Ill. App.3d 409, 1989, (donde el socio controlante utilizó los activos de la compañía para garantizar un préstamo con fines personales). En el mismo sentido, *"Paramio, Juan Manuel contra Paramio, Pascual y otros"* (la adquisición de un crédito totalmente ajeno a la sociedad, constituyó para ésta un empobrecimiento sin causa; un acto gratuito y sin contrapartida económica ni beneficio y claramente contrario al interés social).

²⁵ Conf. *"Smith v. Van Gorkom"*, Delaware Sup. Ct. 1985, 488 A.2d 858 (representation of the financial interests of others imposes on a director an affirmative duty to protect those interests and to proceed with a critical eye in assessing information); *"Francis v. United Jersey Bank"*, New Jersey, 1981, 432 A.2d 814 (a director is not an ornament, but an essential component of corporate governance).

²⁶ *In re "Cox Communications, Inc. Shareholder Litigation"*, Delaware Ch., 2005, 879 A.2d 604 (financial and legal advisors is critical to the effectiveness of the special committee process); *"Smith v. Van Gorkom"*, 488 A.2d 858 (in an appropriate factual context a proper exercise of business judgement may include, as one of its aspects, reasonable reliance upon the advice of counsel).

²⁷ Puede consultarse Eisenberg, Melvin A.: "The divergence of standards of conduct and standards of review in corporate law", op. cit., quien señala que si no hay una base de racionalidad no puede haber buena fe.

²⁸ Puede verse *"Stone v. Ritter"*, Delaware Sup. Ct. 2006, 911 A.2d 362, (la 'mala fe' excluye la diligencia, pues ésta conlleva, inexorablemente, 'buena fe').

(c) Seguidamente, resulta oportuno analizar la información atinente a la transacción que debe ser dada a conocer por parte de los administradores. El deber de informar resulta una aplicación específica del deber genérico de lealtad²⁹. El deber de informar obliga a los administradores a proveer a los socios de información material o relevante³⁰. Esta información debe ser completa y detallada³¹. De esta forma, en el caso de existir algún interés particular del administrador en la transacción, éste deberá ser dado a conocer con antelación a la adopción de la decisión³². Sin embargo, puede suceder que una vez conocida la información, la transacción sea no obstante aprobada sin más por el directorio por responder al interés de la mayoría interesada³³. Para evitar ello se requiere la aprobación por una mayoría de directores o socios no interesados en la transacción³⁴.

²⁹ *“Malone v. Brincat”*, Delaware Sup. Ct. 1998, 722 A.2d 5 (‘the duty of disclosure is, and always has been, a specific application of the general fiduciary duty owed by directors’).

³⁰ *“Basic, Inc. v. Levinson”*, United States Sup. Ct. 1988, 485 US 224 (‘an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in deciding how to vote ... [and] materiality will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity’); *“Malone v. Brincat”* (‘the duty of disclosure obligates directors to provide the stockholders with accurate and complete information material to a transaction or other corporate event’); *“Stroud v. Milliken Enterprises, Inc.”*, Delaware Sup. Ct. 1989, 552 A.2d 476 (duty of full and fair disclosure arises whenever directors are either required to seek a shareholder vote or elect to do so).

³¹ *“Lynch v. Vickers Energy Corp.”*, Delaware Sup. Ct. 1977, 383 A.2d 278 (owing a duty to disclose all ‘germane facts’ to the minority shareholders).

³² Conf. Delaware General Corporation Law, Section 144(a) (‘no contract or transaction between a corporation and 1 or more of its directors (...) shall be void or voidable solely for this reason, (...) if: (1) the material facts (...) are disclosed or are known to the board of directors’); Model Business Corporation Act, Subchapter F, Section 8.62 (the transaction must be authorized by a majority of the ‘qualified directors’); Decreto 677/01, artículo 73 (‘la persona relacionada que sea contraparte de la operación deberá poner a disposición del directorio, antes de que éste apruebe la operación, todos los antecedentes, informes, documentos y comunicaciones referidos a la operación’).

³³ *“Remillard Brick Co. v. Remillard-Dandini Co.”*, 109 Cal. App.2d 405 (1952), (‘if conniving directors simply disclose their dereliction to the powerless minority, any transaction by which the majority desire to mulct the minority is immune from attack. That is not and cannot be the law’).

³⁴ Conf. artículos 248 y 272 LSC. En la jurisprudencia americana, *“Marciano v. Nakash”*, Delaware Sup. Ct. 1987, 535 A.2d 400 (‘approval by fully-informed disinterested directors under section 144(a)(1), or disinterested stockholders under section 144(a)(2), permits invocation of the business judgement

Asimismo, puede suceder que aún no habiéndose logrado la aprobación previa, la asamblea de socios decida la ratificación de lo actuado. En este caso, para que la resolución asamblearia sea válida, los socios deberán contar con toda la información relevante en relación con la transacción celebrada y con los intereses comprometidos³⁵. De todas formas, la influencia de los administradores interesados puede extenderse más allá de su abstención de votar, hacia los demás directores o socios³⁶. Es por ello que la ley argentina requiere, para las sociedades abiertas, la opinión previa del comité de auditoría formado por una mayoría de directores independientes, y el dictamen de dos firmas evaluadoras independientes, acerca de las condiciones de la operación. En caso de un informe negativo, se requerirá la aprobación previa por parte de la asamblea de socios³⁷. El derecho norteamericano ha previsto, para estos casos, la conformación de un 'comité de negociación independiente'³⁸. Este comité deberá estar integrado por directores independientes³⁹, capaces

rule]; idem, "*Benihana of Tokyo, Inc. v. Benihana, Inc.*" 891 A.2d 150 (Del. Ch. 2005); *In re "PNB Holding Co. Shareholders Litigation"*, 2006 WL 240399 (Del.Ch. 2006); "*In re Lear Corp. Shareholder Litigation*", 926 A.2d 94 (Del. Ch. 2007).

³⁵ "*Lewis v. Vogelstein*", Delaware Ch. 1997, 699 A.2d 327 ('informed, uncoerced, disinterested shareholder ratification of a transaction in which corporate directors have a material conflict of interest has the effect of protecting the transaction from judicial review'); "*Gantler v. Stephens*", Delaware Ch. 2008, 2008 WL 401124 ('ratification can occur only if the stockholders are fully informed of the consequences of their votes').

³⁶ "*Globe Woolen Co. v. Utica Gas & Electric Co.*", 224 N.Y. 483 ('a dominating influence may be exerted in other ways than by a vote'); "*Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*", Delaware Sup. Ct. 1994, 638 A.2d 1110 ('the controlling shareholder relationship has the potential to influence, however subtly, the vote of ratifying minority shareholders').

³⁷ Decreto 677/01, artículo 73: Actos o contratos con partes relacionadas.

³⁸ "*Weinberger v. UOP, Inc.*", Delaware Sup. Ct. 1983, 457 A.2d 701.

³⁹ "*Orman v. Cullman*", Delaware Ch. 2002, 794 A.2d 5 ('Independence does not involve a question of whether the challenged director derives a benefit from the transaction (...) Rather, it involves an inquiry into whether the director's decision resulted from that director being controlled by another. A director can be controlled by another if in fact he is dominated by that other party, whether through close personal or familial relationship or through force of will. A director can also be controlled by another if the challenged director is beholden to the allegedly controlling entity'). En la jurisprudencia argentina ver "*Comisión Nacional de Valores. Asunto Acindar S.A.*", Diario *El Derecho*, 07 de noviembre de 1996, p. 3 ('no cualquier acto concertado entre el director y la sociedad importa la existencia de un interés encontrado, que se presenta sólo cuando pueda derivarse de aquél un beneficio indebido para el director').

de emitir una opinión negativa respecto de las condiciones de la transacción⁴⁰. Por su parte, ambos regímenes señalan que aprobada la transacción por cualquiera de estas vías, corresponderá al accionista disconforme la prueba de la irrazonabilidad de la transacción⁴¹, o de la falta de perjuicio para la sociedad⁴².

(d) Por último, deberá indagarse acerca del resultado de la actuación. Refiere a las consideraciones económicas y financieras presentes en la operación; concretamente al precio de la operación. Tiene que ver con lo que comúnmente se denomina las 'condiciones de mercado', o en la terminología americana, *an arm's length transaction*⁴³. Para ello, el precio percibido o abonado no deberá ser inferior al precio que una persona razonable e independiente, bajo similares circunstancias, y considerando todos los factores posibles, esté dispuesto a abonar.⁴⁴ En este caso, singular importancia adquieren aquellas transacciones cuyo objeto sean las participaciones sociales dentro de la compañía.

⁴⁰ "*Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*", 638 A.2d 1110 ('the power to say no is a significant power').

⁴¹ Debe destacarse que esta aprobación de la conducta transforma al deber de lealtad en una 'obligación de medios', conforme la cual el acreedor debe probar la culpa del deudor en el cumplimiento de la prestación a su cargo (conferencia Racciatti, Hernán. "Algunas reflexiones sobre la responsabilidad y las presunciones de culpa y de responsabilidad en el Código Civil", *Revista La Ley*, 19 de marzo de 1987, p.1).

⁴² "*Kahn v. Lynch Communications Systems, Inc.*", ídem, ('the initial burden of establishing entire fairness rests upon the party who stands on both sides of the transaction. However, an approval by an independent committee of directors or an informed majority of minority shareholders shifts the burden of proof on the issue of fairness from the controlling to the challenging shareholder'). En el Decreto 677/01, ver similar construcción en el artículo 73, *in fine*.

⁴³ "*Gesoff v. IIC Industries, Inc.*", Delaware Ch. 2006, 902 A.2d 1130 ('transaction must be objectively fair'); "*Seagraves v. Urstadt Property Co.*", Delaware Ch., 1996, 1996 WL 159626 ('directors have to institute any procedural safeguards designed to replicate arm's length bargaining or to assume that the interests of minority shareholders would be adequately protected'). En Argentina, "*Comisión Nacional de Valores. Asunto Acindar*", p. 4 ('las ventas de productos correspondientes al giro normal de la empresa que dieron lugar al sumario se realizaron dentro de las condiciones normales de mercado, por lo que no ha existido interés contrario entre los recurrentes y la empresa').

⁴⁴ Pueden verse los fallos de la Corte Suprema de Delaware, "*Emerald Partners v. Berlin*" (2003), 840 A.2d 641, y "*Lyondell Chemical Company v. Ryan*" (2009), 970 A.2d 235, en donde si bien se constataron anomalías en el proceso de toma de decisiones, el *fair price* obtenido desechó cualquier responsabilidad por parte de los administradores.

Dable es destacar que en este sentido, la Ley de Sociedades 19.550, en su parte general, refiere al “valor real” de las participaciones sociales (artículo 13, inciso 5), y el Decreto 677/01 al “precio equitativo” de las acciones. Más aún, esta última norma brinda, en el artículo 32, algunos criterios de valuación a tener en cuenta, tales como el valor patrimonial de las acciones; el valor de la compañía según criterios de flujo de fondos descontados; el valor de la compañía según indicadores de compañías con negocios comparables; el valor de liquidación de la sociedad; o el valor de cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior. Más allá de ellos, estrictas razones de justicia me llevan a señalar que el socio tiene derecho a recibir un valor que sea proporcional al valor de la empresa (en marcha) que abandona.⁴⁵ Esto significa que el socio tiene derecho a percibir un monto equivalente a su participación dentro de la actividad social, que represente el “valor actual intrínseco” de la corporación. En las sociedades que cotizan en bolsa, el valor de cotización o de mercado resulta *ab initio* un buen parámetro de valorización. Sin embargo, dable es señalar que los mercados de valores no reflejan absolutamente toda la información de la compañía, sino solamente aquella información que ha sido dada a conocer al mercado. De la misma forma, las sociedades cerradas carecen de cotización bursátil, por lo que no resulta posible este sistema de apreciación. Es por ello que se hace necesario acudir a otros factores de valuación que permitan acceder -lo más cercano posible- a un resultado justo.⁴⁶ De allí que el Decreto 677/01 señale que deberá tenerse muy en cuenta el proceso de decisión que fijase el precio, considerando la información previa y la fundamentación de dicha decisión, en especial, la opinión favorable tanto de un experto independiente, como del comité de auditoría interno y del órgano de fiscalización. Por ende, la razonabilidad del resultado obtenido, (el precio), cualquiera que resulte el método de valuación a emplear, deberá ponderar, entre

⁴⁵ “*Tri-Continental Corp. v. Battye*”, Delaware Sup. Ct. 1950, 74 A.2d 71 (‘the stockholder is entitled to be paid for that which has been taken from him’); también, “*Perlas de Mir, Monserrat contra Mir, Chambell y Cia. S.A.*”, C. N. Com., Sala B, 8 de junio de 1988, La Ley 1989-E, 425 (‘el derecho del socio recedente lo es a un valor real’).

⁴⁶ “*Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*”, 2003 WL 23700218, Delaware Ch. 2003, (‘the value of a corporation is not a point on a line, but a range of reasonable values, and the judge’s task is to assign one particular value within this range as the most reasonable value in light of all of the relevant evidence and based on considerations of fairness’).

otros, los siguientes factores: el tipo de forma jurídica adoptada; la extensión de la responsabilidad de los socios; la actividad social desarrollada; el número de socios; la existencia o no de accionistas controlantes; la posibilidad de acceso al mercado bursátil para la transferencia de acciones; la calidad y cualidad de los activos sociales (sobre todo, la cartera de clientes, y las cuentas por cobrar); la conformación del pasivo social; el nivel de riesgo de las operaciones sociales; el nivel de ganancias proyectado; la política de dividendos de la compañía; los ciclos económicos de la empresa; el riesgo sistemático de la compañía (en relación con la economía global); la sofisticación y calidad de los administradores sociales; el nivel de fiscalización de los administradores; y la remuneración de los administradores. Si bien se ha precisado al método del 'flujo de fondos descontados' como el más apto para realizar la valuación de la compañía⁴⁷, cierto es que lo más difícil en este método resulta la elección de la tasa de descuento a emplear, para obtener así el valor presente de la compañía⁴⁸. De allí que todos estos factores deban tenerse en cuenta a los fines de obtener un resultado lo más razonable posible para las partes, y en este caso, para los accionistas⁴⁹. No está de más precisar que el valor mínimo de la parte social estará dado por el valor de liquidación dicha parte. Esto es, el valor de todos los activos sociales, considerados en forma individual, menos el valor del total de los pasivos a cancelar, y el resultado dividido por la cantidad de partes sociales en que se encuentra fraccionado el capital social⁵⁰.

⁴⁷ Puede consultarse "*Ruberto, Guillermo Miguel c. Atanor SA s. precio equitativo de acciones*", C. N. Com., Sala D, 3 de octubre de 2007, *El Derecho* (t.228) 615, donde el Juez Heredia refiere a este método como el de 'mayor consistencia entre las diferentes metodologías de valoración de empresas'.

⁴⁸ Conforme fuera analizado en *In re "Zenith Electronics Corporation"*, United States Bankruptcy Court, D. Delaware, 1999, 241 B.R. 92.

⁴⁹ "*Tri-Continental Corp. v. Battye*", 74 A.2d 71 ('the courts must take into consideration all factors and elements which reasonably might enter into the fixing of value'); también, "*Weinberger v. UOP, Inc.*", 457 A.2d 701 ('fair price obviously requires consideration of all relevant factors involving the value of a company').

⁵⁰ Conforme el denominado *best interest-of-creditors test* establecido en la Section 1129(a) (7) del Bankruptcy Code de los Estados Unidos, el cual no permite la aprobación de una propuesta de pago por debajo de estos valores.