

DERECHO DE RECESO Y VALOR DE LA PARTICIPACIÓN DEL SOCIO O ACCIONISTA

Daniel R. Vítolo

SUMARIO:

1. Debe disponerse legalmente que el valor de reembolso de las acciones correspondiente al socio recedente en las sociedades que no hacen oferta pública de sus acciones ni se encuentran autorizadas para cotizar en bolsa, deberá surgir de una valuación específica (ad hoc) que a tal efecto deberá practicarse por parte de experto en la materia al momento de operar el receso, sobre la base de una valuación dinámica de empresa en marcha, conocida en el ámbito de la economía y las finanzas como “valuación intrínseca”.

2. Asimismo también debe disponerse que el monto que arroje tal valuación deberá ser pagado por la sociedad al socio recedente dentro del plazo de seis (6) meses, y que dicho valor deberá ser ajustado en excepción a las disposiciones de la ley 23.928, reformada por las leyes 25.561 y Decretos 1269/2002 y 664/2003.



1. Introducción

Son por todos conocidos los conflictos que se presentan en las sociedades denominadas “cerradas” o “de familia” entre los socios a lo largo de la vida de estos entes.

Del mismo modo, también es un hecho notorio la escasa posibilidad de solucionar los conflictos internos que se desarrollan en el seno de la sociedad en razón de la falta de posibilidades ciertas, por parte de los accionistas titulares de participaciones minoritarias, de poder transferir su participación en caso de descontento, agudización del conflicto o agravamiento de la tensión.

En efecto, la ausencia de modos dignos de “escape” o “resolución parcial” de la relación societaria en sociedades de responsabilidad limitada y sociedades anónimas, hace que finalmente se ingrese en un terreno de conflicto permanente

que lleve, en algún momento, a plantear un escenario de separación frente al acaecimiento de algunas de las causales que, por la propia vida societaria, o por propia decisión de la mayoría que “induce” a la separación de los accionistas minoritarios como una forma de “cierre” del conflicto, pueda habilitar la puesta en marcha del instituto de derecho de receso previsto en el artículo 245 de la ley 19.550 ¹.

Sin embargo, esto que puede aparecer como algo que genera una suerte de salida posible del escenario de tensión, finalmente suele ahondar el conflicto disparando una nueva controversia con relación a cuál es el valor que debe ser asignado a la participación del socio que recede.

Y es sobre este punto que debemos insistimos en invitar a la reflexión, en la medida que consideramos inadecuado –desde hace ya más de treinta (30) años– el sistema previsto por la ley 19.550 para la fijación del valor de reembolso de las acciones de socio recedente ².

2. El derecho de receso

El derecho de receso del socio es el instituto, que como ningún otro pone en evidencia la confluencia del aspecto contractual y el organizativo, porque es dentro de la disciplina de los contratos que nace el derecho a la separación cuando se modifican los aspectos fundamentales ³, aquellos sobre lo que concurrió la voluntad de las partes ⁴.

Desde una óptica se ha señalado, el derecho de receso se conceptúa como una excepción al régimen imperativo de las decisiones asamblearias, a su obli-

¹ Véase FARRANDO MIGUEL, I., *El derecho de separación del socio en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*, Ed. Civitas, Madrid, 1998, para quien la separación es “un instrumento jurídico que debe encuadrarse entre aquellos que permiten al socio *perder voluntariamente esta condición*” (pág. 22), en contraposición con la exclusión, que no se origina por la voluntad del socio sino que se produce por decisión de la sociedad o sus consocios (p. 28).

² VÍTOLO, Daniel Roque, *Derecho de Receso, ¿Derecho del accionista?*, ED 89, p. 753.

³ ARTICULO 245. — Los accionistas disconformes con las modificaciones incluidas en el último párrafo del artículo anterior, salvo en el caso de disolución anticipada y en el de los accionistas de la sociedad incorporante en fusión y en la escisión, pueden separarse de la sociedad con reembolso del valor de sus acciones. También podrán separarse en los pasos de aumentos de capital que competan a la asamblea extraordinaria y que impliquen desembolso para el socio, de retiro voluntario de la oferta pública o de la cotización de las acciones y de continuación de la sociedad en el supuesto del artículo 94 inciso 9).

⁴ DASSO, Ariel, *El derecho de separación o receso del accionista*, Editorial La Ley 1981.

gatoriedad, erigiéndose en un medio especial de protección o tutela de la minoría frente a los excesos o abusos de la mayoría o frente a algunas deliberaciones que atacan las llamadas bases esenciales de la sociedad.

Este instituto regulado por la ley tiene por objeto satisfacer dos intereses legítimos, el derecho social de modificar los estatutos y el derecho individual que tiene el accionista de no aceptar modificaciones sustanciales en el ente societario. Es un derecho intangible que tienen los accionistas ausentes o disidentes cuando la asamblea de la sociedad ha decidido una modificación estatutaria, de fundamental importancia ⁵.

El instituto es imperativo y de orden público, no sólo porque ampara al accionista contra decisiones de la mayoría, que varían los caracteres esenciales de la sociedad afectada, sino porque la LS, art. 245 último párrafo prevé la nulidad de *“toda disposición que excluya el derecho de receso o agrave su ejercicio”*. Empero nada impide excluir el receso cuando la modificación es prevista y precisada en el acto constitutivo. Las causales fijadas por la ley son taxativas, no cabe extenderlas por analogía. Pero nada se opone a que los estatutos concedan el derecho por otras causas, conforme al art. 89 LS ⁶.

3. Receso y valor de la participación

Entre los diversos puntos relacionados con el derecho de receso, el que se refiere a determinación del valor de las acciones del accionista recedente es -sin duda- uno de los más conflictivos ⁷, sobre todo por la preponderante influencia que ejerce esta estimación en la decisión de receder, o abstenerse de hacerlo -algo que sobre lo que hemos venido trabajando desde hace ya varias décadas ⁸.

⁵ ESCUTI (H), Ignacio, Receso, exclusión y muerte del socio, Depalma, p. 105; ídem Sociedades, Ed. Astrea, Buenos Aires, 2011.

⁶ HALPERIN-OTAEGUI, Sociedades Anónimas, Depalma, 1998, p. 732.

⁷ La ley marca que las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias. Su importe deberá ser pagado dentro del año de la clausura de la asamblea que originó el receso, salvo los casos de retiro voluntario, desistimiento o denegatoria de la oferta pública o cotización o de continuación de la sociedad en el supuesto del artículo 94, inciso 9), en los que deberá pagarse dentro de los sesenta (60) días desde la clausura de la asamblea o desde que se publique el desistimiento, la denegatoria o la aprobación del retiro voluntario (art. 245).

⁸ VÍTOLO, Daniel Roque, Derecho de Receso, ¿Derecho del accionista?, ED 89, p. 753; ídem Sociedades Comerciales, Ley 19.550 comentada, Rubinzal Culzoni, Santa Fe, 2008; ídem Sociedades, Ed. Ad Hoc, Buenos Aires, 2018.

El carácter otorgado a este instrumento de protección ⁹ requiere que la valuación de las acciones se realice con un criterio de realidad como una necesaria integración de la regulación legal ¹⁰.

No compartimos la caracterización de la decisión de receder que apunta a ver en su ejercicio una determinación o juicio de valor, sobre la conveniencia de retirarse con reembolso del valor de sus acciones o transferir el título en forma externa a la sociedad, ante una resolución de trascendencia adoptada con oposición o ausencia del accionista, por la asamblea general, lo cual resume el interés patrimonial del accionista en la participación societaria ¹¹.

En cuanto a la fijación del valor de las acciones, para el reembolso de las mismas, la ley señala que dicha fijación se hará por el valor resultante del último balance aprobado, realizado en cumplimiento de normas legales o reglamentarias ¹², y que dicho valor deberá ser ajustado ¹³.

En primer lugar, si se trata de títulos sujetos a la cotización bursátil se reembolsa a los accionistas recedentes conforme al valor de cotización promedio de determinado periodo. Si se trata de sociedades cuyos títulos no pertenecen al mercado bursátil, se establece el valor según el último balance aprobado ¹⁴.

⁹ Resulta un instrumento de protección debido a que es el único medio por el cual el accionista disconforme puede obtener compensación real por sus acciones al separarse.

¹⁰ “Luego de la vigencia de las modificaciones introducidas a la ley de sociedades, art. 245 por la ley 22.903, es claro que ejercido por el accionista el derecho de receso, y comunicado ello la sociedad, tal ejercicio y acto de comunicación resultan *ab initio* plenamente eficaces, y confieren al sujeto que así actúa un derecho adquirido, bien que sometido a una condición resolutoria: la revocación de la decisión asamblearia que dio lugar al ejercicio del receso.” CNCom., sala D, mayo 8-992.- Tacchi, Carlos c. Peters Hnos. s/ ordinario – RJCCOM, 1992-477.

¹¹ Tesis sostenida por RICHARD y ESCUTI (h).

¹² Art. 245, inc. 5.

¹³ El derecho del socio recedente lo es a un valor. La importancia de asignar a una obligación tal carácter, es que su contenido en dinero puede ser determinado en la época más próxima al pago o a la sentencia que manda pagarla, de modo tal que la suma en que finalmente se concreta, represente de la mejor manera posible el derecho del acreedor, y la forma adecuada para preservar ese valor, según lo ordena el art. 245 de la ley 19.550 (Adla, XXXV-B, 1760), es actualizar el importe precisado en dinero hasta el momento del efectivo pago desde la fecha de notificación del receso. Admitir que se reembolsen las acciones recedidas por un valor histórico no es real, resulta inadmisibles y violatorio del art. 62 de la ley 19.550. CNCom., sala B, junio 8-988. –Perlas de Mir, Monserrat c. Mir, Chambell y Cía., S.A. –LA LEY, 1989-E, 425, con nota de Gagliardo, Mariano.

¹⁴ ESCUTI, ob. ya cit. p. 133.

¿Es éste un valor adecuado para compensar el retiro del socio? ¿El sistema le da, en este caso, un valor real y justo por la participación de la que se desprende?¹⁵.

La respuesta es clara: *evidentemente no*.

3.1. Empresa y valuación

El tema de la valuación de una empresa es algo bastante complejo. En efecto; valorar una realidad económica no es tarea exclusivamente técnica, aunque tiene elementos técnicos que pueden invalidarla.¹⁶ Valorar es emitir una opinión, un juicio de valor, que siempre es subjetivo; y que como toda opinión, puede o no estar suficientemente fundamentada y los fundamentos de esa opinión -como ya se expresara- no son exclusivamente técnicos. En consecuencia, no existe un valor absoluto y único para una realidad económica, más allá de que pueda existir un valor *razonable*, si el mismo está debidamente fundamentado¹⁷.

Siguiendo, entonces los sistemas clásicos de valuación podemos establecer que entre ellos¹⁸ se encuentran:

¹⁵ Pues la expresión de valores en los balances es algo que no necesariamente se relaciona con valores reales de mercados, sino que son operaciones técnicas. Véase MORA LAVANDERA, Agustín, Contabilidad de sociedades, Aranzadi, Pamplona, 2019; OLINDA DE LIMA Y HERAS, Rosa y TORVISCO MANCHÓN, Beatriz, Fundamentos de contabilidad de sociedades, Pirámide, Madrid, 2017; CANTORNA AGRA, Sara y otros, Contabilidad de las Operaciones Societarias, Gaceta Grupo Editorial, Madrid 2016; y REY POMBO, José, Técnica Contable, Thomson Paraninfo, Madrid, 2019; entre otros.

¹⁶ Más detalles sobre este punto pueden encontrarse en VÍTOLO, Daniel Roque, El Nuevo Régimen Concursal, Ed. Ad Hoc, 2003.

¹⁷ Pueden verse, al respecto, entre otros Principles of corporate finance. 6° Edición. BREALEY & MYERS. McGraw-Hill Company, 2000; Financial Markets and Corporate Strategy. GRINBLATT & TITMAN. Irwin/McGraw-Hill, 1998. Investment Valuation. DAMODARAN. John Wiley and Sons, Inc. 1996. Fundamentals of Investments. 2° edición. Alexander, Sharpe and Bailey. Prentice Hall, 1993.

¹⁸ Puede verse también AGUER HORTAL, Mario, Evaluación de activos en las empresas virtuales, Pirámide, Madrid, 2002, COPELAND, KOLLER and MURRIN, Valuation., Measuring and Managing The Value of Companies; 3ª. Ed. Wiley & Sons 2001; FERNÁNDEZ, Pablo, Valuación de empresas, Gestión 2000, 1999; DAMODARAN, A, Damodaran on valuation. Security analysis for investment in corporate finance, Wiley & Sons, 1994; SIEGEL, J.J., Stocks for the long run, McGraw-Hill, 1998; LESSARD, Donald and others International Financial Management, Wiley & Sons, 1988; PRATT, REILLY & SCHWEIS Valuing a business. The analysis and appraisal of closely held companies, McGraw-Hill, 1966; ADSERA, X. y PERE VIÑOLAS, Principios de valoración de empresas Ed. Deusto, 1997; entre otros.

(i) *El libre valor de mercado*, que es aquel importe o precio por el cual la empresa puede cambiar de manos entre dos comerciantes (o empresas), un comprador y un vendedor, estando ambos debidamente informados sobre todos los aspectos relevantes del negocio y de la empresa y no estando ninguno de ellos compelido a comprar ni a vender. Evidentemente, no es éste el caso del sistema que debe adoptarse en el receso, toda vez que el vendedor está obligado a vender por el régimen de transferencia forzosa y el comprador está obligado a comprar, salvo que ser revoque la resolución que dio lugar al ejercicio del derecho de receso o se desista del receso.

El Valor de inversión, que es el valor que tiene la empresa para un inversor determinado, conforme a sus requerimientos de inversión y que incluye (a) el cálculo de la inversión necesaria para llevar adelante el proyecto, (b) el cálculo de retorno de dicha inversión, y (c) el valor presente de ello. Evidentemente este tampoco es el caso de la valuación para el receso, pues en este supuesto no hay un “inversor”.

(ii) *El valor intrínseco*, que es el valor que se forma con los elementos primarios para la valuación, y desde la óptica de un analista en particular (no de un comprador) y comprende (a) los activos físicos y tecnológicos, incluyendo los intangibles; (b) las ganancias futuras esperadas (c) la eventual posibilidad de una política futura de dividendos; y (d) el eventual crecimiento esperado de la empresa de la cual es titular la sociedad en ese sector. Esto se acerca claramente a lo que puede ser la base del trabajo para fijar el valor de reembolso de las acciones para el caso de receso.

(iii) *El valor libros*, que en realidad no es una forma de valuar ni tampoco un *standard* de valuación. Se trata de un concepto meramente contable, conformado por la suma de los activos, netos de depreciaciones y amortizaciones y deducidos los pasivos tal como se exponen en los estados contables de la compañía. Claramente este no es un supuesto de valuación para el receso, pues es absolutamente contrario a la naturaleza de su esencia.

Según nuestro criterio, el valor que debe fijarse en el caso de receso se vincula con en su relación respecto del valor *intrínseco* de la sociedad.

Lo más justo debería ser otorgar a las acciones recedentes el valor real que representan con relación al patrimonio social, tomando en cuenta todo aquello que hace a ese instituto, tanto la diferencia entre activo y pasivo, como el valor del fondo de comercio, valor de las patentes, organización, participación en el mercado [*market share*] y clientela, entre otros¹⁹. La valuación podría efectuarse a través de un tercero, especialista, o a través de laudo que obligue a las partes.

¹⁹ Idem.

Hay quienes han sostenido que no debe hacerse referencia a un valor comercial estático sino a un valor comercial “vivo”²⁰, atendiéndose –inclusive– consideraciones de carácter subjetivo, como la participación del socio en la gestión social, y otros aspectos complementarios.

Entre los antecedentes nacionales encontramos las disposiciones del anteproyecto Malagarriga-Aztiria, donde se establecía el peritaje judicial a cargo de la sociedad, para el caso de sociedades “cerradas”. Por su parte el código italiano de 1942 establecía una diferencia, entre aquellas sociedades que cotizan en bolsa y las que no lo hacen. Las primeras fijan el valor de reembolso conforme al precio promedio de cotización de los últimos seis meses. Si bien el precio de la cotización en bolsa es influenciado por diversos factores políticos, económicos y especulativos, el criterio adoptado es razonable y aceptable; ahora, no falta quien ha señalado que la cotización refleja y toma en cuenta, como máximo, el valor patrimonial, y no toma en cuenta –sino por pura aproximación– el valor de “avviamento”²¹. Y otras legislaciones también permiten avizorar mecanismos de valuación²².

Resulta necesario establecer –entre nosotros–, definitivamente, un sistema de valuación real y dinámico en cuanto a la efectivización del reembolso, si es posible en muy breve plazo, evitando –así– que aquellos accionistas que se encuentran en condiciones de ejercer el derecho de receso concluyan transfiriendo sus acciones por un valor mínimo a quienes detentan la mayoría del capital accionario, excluyendo la aplicación de las normas que la ley en su misma protección ha creado. De otro modos, se vería –como se ve hoy– conculcado su legítimo derecho de propiedad –arts. 14 y 17 CN–.

Por nuestra parte, sostenemos y propugnamos que el valor de reembolso de las acciones correspondiente al socio recedente en las sociedades que no hacen oferta pública de sus acciones ni se encuentran autorizadas para cotizar en bolsa, deberá surgir de una valuación específica (ad hoc) que a tal efecto deberá practicarse –directamente– por parte de experto en la materia al momento de operar el receso, sobre la base de una valuación dinámica de empresa en marcha, conocida en el ámbito de la economía y las finanzas como “valuación intrínseca”.

²⁰ ODRIOZOLA, Carlos S., El derecho de receso en las sociedades anónimas, LL 86-786.

²¹ COTTINO, Gastone, La società per azioni, Utet, p. 219. Ver con referencia al tema Grazianni, Diritto della società, p. 342, Società per azioni, p. 611.

²² Véase La separación y exclusión de socios, Aranzadi, Pamplona 2019 (compendio); ídem Brenes Cortes, Josefa, El derecho de separación del accionista, Marcial Pons, Madrid, 1999; ídem PULGAR EZQUERRA, Juana, Separación y exclusión de socios en sociedades de capital, en Tratado de los Conflictos Societarios, ORTEGA BURGOS, Enrique, Dir.), Tirant Lo Blanch, Valencia, 2019.

Asimismo también debe disponerse que el monto que arroje tal valuación deberá ser pagado por la sociedad al socio recedente dentro del plazo de seis meses, y que dicho valor deberá ser ajustado en excepción a las disposiciones de la ley 23.928, reformada por las leyes 25.561 y las sucesivas vinculadas a la emergencia económica (Dtos. 1269/2002 y 664/2003).²³

4. El nuevo Anteproyecto de reforma a la Ley General de Sociedades

Por su parte, el Anteproyecto de Reforma a la Ley de Sociedades elaborado -en su momento- por la Comisión creada por Resolución MJDH 112/02, no mejoró sustancialmente la situación; es más, prácticamente lo derivaba a una inevitable decisión posterior, arbitral o judicial dentro de los mecanismos de resolución de conflictos.

Y lo mismo ocurre con la propuesta elaborada por la Comisión creada en el ámbito del Honorable Senado de la Nación a instancias de los Senadores Pinedo e Iturrez de Capellini, y que fuera presentado bajo el número 726119 (1426119) en el expediente S-1726/19²⁴.

En efecto; la reforma proyectada al artículo 245 por parte de este nuevo Anteproyecto, mantiene el criterio del Anteproyecto anterior²⁵ según el cual,

²³ Para otros mecanismos pueden consultarse PUYO VASCO, Rodrigo, El derecho de receso o retiro en Colombia, Legis, Bogotá, 2017; La separación del socio en la sociedades de capital, RODAS PAREDES, Paola, Marcial Pons, Madrid, 2013; PERALES VISCASILLAS, María del Pilar, El Derecho de separación del socio en la sociedades de capital (un estudio de las causas legales en los ordenamientos español y estadounidense), La Ley, Madrid, 2001;

²⁴ En este punto el Mensaje de Elevación de la Comisión señala que “... *la Comisión analizó con cuidado el régimen legal del derecho de receso del art. 245. Finalmente se decidió, no sin debate, por apartarse del modelo vigente para la valuación de las acciones del recedente. Además de precisiones sobre los estados contables a tomarse en cuenta, permite que el recedente requiera un valor actualizado adicional, para cuyo cálculo se computarán los valores del activo y el valor presente de los pasivos y contingencias...*”

²⁵ “Art. 15 [...] *Valuaciones. Arbitraje pericial.* Salvo que el contrato o estatuto prevea otras reglas, las controversias a que den lugar las valuaciones de participaciones sociales, cuotas o acciones se resolverán por árbitros peritos. En tal caso el que impugne el precio atribuido por la otra parte, deberá expresar el que considere ajustado a la realidad. Pero no estará obligado a pagar uno mayor que el afirmado por la contraparte, ni ésta a cobrar uno inferior que el aseverado por el impugnante. Las costas del procedimiento estarán a cargo de la parte que pretendió el precio más distante del fijado por la tasación arbitral...” Como puede advertirse, la norma tiene, además un problema serio de redacción. Si bien se entiende su sentido final confunde los sujetos involucrados al utilizar indistintamente los términos *contraparte* e *impugnante*, pues debió decir que “... ninguna de las partes estará obligada a pagar un precio superior al pretendido por su contraparte, ni ésta a recibir

en caso de receso, el valor de las acciones -en las sociedades cerradas- se reembolsarán:

- i) En principio y como regla general, por el valor resultante del último balance realizado -una valuación meramente formal e inconsistente-;
- ii) Cuando en cumplimiento de normas legales o reglamentarias deba realizarse un balance a una fecha de hasta sesenta (60) días posteriores a la conclusión del plazo para ejercer el receso, el reembolso se hará por el valor que resulte del mismo -otro parámetro totalmente inconsistente y meramente formal-; y

El valor resultante deberá ser pagado dentro de los seis (6) meses de la clausura de la asamblea que originó el receso ²⁶.

Sin embargo, también establece -el nuevo Anteproyecto- que:

a) A pedido del accionista recedente se procederá a confeccionar un nuevo balance a la misma fecha con ajuste a la realidad de los valores del activo a esa fecha, y tomando en cuenta el valor presente de los pasivos y las contingencias a que está expuesta la sociedad -otro método de valuación inconsistente y meramente formal-; y

b) Si el estatuto no prevé otro medio, la determinación de los valores actualizados se hará por el procedimiento de pericia arbitral del artículo 15 bis, segundo párrafo -es decir que parecería que el balance debe ser luego expresado nuevamente en otros valores-;

c) El importe de la diferencia entre el valor actualizado y el resultante del balance, se debe pagar dentro de los sesenta (60) días de notificado el laudo; y

d) El ejercicio del derecho establecido a revisar el valor caduca a los noventa (90) días desde que se determinó el valor resultante del balance y -finalmente-,

2) El valor de la deuda se ajustará a la fecha del efectivo pago.

Sin embargo, el Anteproyecto no asigna al disconforme la posibilidad de resolver la cuestión como lo proponía el Anteproyecto anterior, en una suerte de repetición del régimen de solución de controversias actual respecto de discrepancia en la fijación de valores en la SRL cuando existen pactos de adquisición preferente de cuotas sociales entre los socios. No caben dudas que, partiendo el Anteproyecto de una regla general que se asienta en la consideración de un

uno menor que el ofrecido por su contradictor...” sin alusión ninguna al impugnante, ya que la impugnación puede venir de cualquiera de las partes involucradas.

²⁶ El Anteproyecto anterior establecía el plazo de un (1) año. En esto ha habido un pequeño avance.

precio absolutamente artificial en términos de “mercado” -valores de balance-, la cuestión necesariamente derivará en una contienda arbitral o judicial.

¿No era más sencillo regular desde un comienzo dicho procedimiento para obtener desde el inicio un precio real y equitativo por el valor de la participación del recedente, evitando demoras y procedimientos intermedios innecesarios que –por otra parte– pueden ahondar en el conflicto?

Esto debe revisarse durante el trámite parlamentario.

Finalmente, el Anteproyecto mantiene –con buen criterio, en este caso– que el valor de la deuda debe ajustarse a la fecha de efectivo pago. Esto último debería mantenerse.