

**EL VALOR REAL DE  
LAS PARTICIPACIONES, CUOTAS O  
ACCIONES Y EL VALOR IRREAL  
DEL REEMBOLSO POR RECESO  
EN EL ANTEPROYECTO DE  
MODIFICACIONES A LA L.S.C.**

ARIEL A. DASSO

**RESUMEN**

El Anteproyecto de modificaciones a la Ley de Sociedades consagra el procedimiento de valuación por árbitros peritos quienes deben aplicar el criterio del valor real para toda transferencia de partes, cuotas o acciones (art. 15, 3er. párr.).

Dicho criterio aparentemente se aplicaría también al valor del reembolso en hipótesis de receso, lo que resulta de la 2da. oración novedosamente incorporada al art. 245, 5to. párr.

Pero dicha aparente solución legislativa se contraponen con la permanencia en el art. 245, 5to. párr., primera oración, de la norma que impone para el valor del reembolso el del último balance aprobado o que debió aprobarse.

Las dudas se potencian en la nueva normativa que consagra el Anteproyecto para la hipótesis de transferencias de las cuotas en las S.R.L. en la que existe una remisión expresa al criterio del valor real (Anteproyecto art. 154, y su envío al art. 15, 3er. párr.) en tanto que para la determinación del valor de reembolso subsiste intacta la remisión realizada en el art. 160 al art. 245 y reiterada tal remisión en la nueva hipótesis de receso que consagra el Anteproyecto en el art. 155 a favor del socio heredero, como novedosa alternativa a la cesión de las cuotas dentro del plazo de caducidad de tres meses de su incorporación.

El receso desde el punto de vista económico no es sino la transferencia de valor de las partes (en el caso cuotas o acciones) de los socios recedentes a los no recedentes pues por una u otra vía los resultados del reembolso de las cuotas o acciones se reflejan con valor equivalente en el de las cuotas o acciones de los socios que no receden por lo que no existe criterio jurídico valioso para tratar el valor de reembolso con distinto criterio al de otras formas de transferencia entre socios o entre estos y la sociedad.

## **I.- LA TEORÍA DEL VALOR**

La teoría del valor es uno de los tantos temas insolubles en el ámbito de la filosofía y consecuentemente del derecho, particularmente cuando se trata de la valuación de la empresa tema éste que se potencia cotidianamente en el mundo de los negocios.

La pretensión de obtener por las cosas un valor objetivo, inmutable, susceptible de consideración o respeto por parte de todos o cada uno de los sujetos intervinientes en el negocio es una aspiración llena de matices.

Se conceptúa al valor como el grado de utilidad o aptitud de las cosas para satisfacer necesidades, bienestar o deleite.

Es una cualidad en cuya virtud se da para poseerlas cierta suma de dinero o algo equivalente.

Las causas del valor de las cosas son dos: su utilidad y la dificultad de adquirirlas. Precisamente por tales características causales es variable y no hay ningún valor que no lo sea porque no pueden dejar de ser variables las causas que producen el valor.

El valor de las cosas se traduce en un precio y en el ámbito del derecho mercantil la valuación de la empresa asume un relieve de tal magnitud que reclama de competencias extrajurídicas un aporte tan sustancial que torna a lo jurídico poco relevante.

Resulta imprescindible tratar de reducir la casi infinita proyección de la problemática a límites determinados y en tal sentido nuestras especulaciones se detendrán en algunos aspectos.

Debemos partir aceptando una impostación: mensurar el valor es buscar términos adecuados de intercambio entre resultados inciertos y datos o resultados ciertos asumiendo el riesgo de ingresar en un campo minado, el de la probabilidad.

La teoría de las valuaciones económicas no puede escindirse de la determinación de los términos de intercambio entre resultados inciertos y resultados ciertos equivalentes.

Al decir de Knight (Risk, Uncertainty and Profit, Kelley, 1921) citado por Massari, Mario en *“Algunos principios fundamentales de las valuaciones económicas”*, (La valuación de las empresas), ed. UADE, Nov. 1997, p. 43 *“Cuando nos encontramos frente a una situación incierta (por ejemplo, el abanico de escenarios que describen los resultados de un proyecto de inversión) y debemos tomar una decisión (por ejemplo, si efectuar esa misma inversión) se dispara un mecanismo psíquico que nos lleva a convertir los resultados inciertos en un resultado que pensamos pueda alcanzarse con bastante certeza (precisamente, el equivalente cierto)”*.

La carga de subjetividad que el proceso de conversión de situaciones inciertas a equivalentes ciertos no excluye sin embargo opciones racionales que deben estar fundadas en comparaciones entre datos homogéneos.

Eso vale tanto como decir que descartada la incertidumbre el cálculo del valor actual admite técnicas en condiciones de certeza, a

través del descuento de los flujos del resultado a tasa que expresa el valor financiero del tiempo.

Está fuera de disputa que la obtención de una valuación susceptible de generar convicción exige el mayor grado de conocimiento de la cuestión en estudio porque es menester conocer la forma de función de transformación de resultados inciertos en equivalentes ciertos.

Como una nota singularmente clara se distinguen consecuencias que emanan de situaciones prevaloratorias según el grado de compromiso del evaluador: a) el mayor compromiso si el valuador soportará el riesgo; b) menor compromiso cuando la valuación está a cargo de consultores externos, peritos judiciales, analistas independientes.

En orden al criterio que debe primar para la determinación del valor del reembolso, valor real o valor patrimonial según el balance de ejercicio, nos limitaremos a indagar si como predica determinada doctrina en el Anteproyecto de Modificaciones a la Ley de Sociedades Comerciales (en adelante "Anteproyecto") se consagra el criterio del valor real en forma indubitable, como lo entienden algunos prematuros comentarios<sup>1</sup>.

No arriesgamos al decir que el derecho de receso en la formulación de la Ley 19.550 alcanzó un excelente nivel que lo coloca al nivel de las legislaciones de avanzada, pero queda rezagada en la regulación del valor del reembolso, envuelta en el criterio referido al balance de ejercicio, respecto del cual intentó despegar con relación a la deficiencia que exhibía la norma del Código de Comercio. Sin embargo quedó navegando a media agua, y prueba de ello son los múltiples casos en los cuales los jueces no alcanzaron a plasmar fórmulas equitativas. El valor del reembolso sigue siendo claramente insuficiente y lo que es peor aún, un sector de la doctrina, minoritario por cierto, encuentra que tal solución guarda compatibilidad con la naturaleza del instituto.

Demás está decir que no compartimos esta tesis. No tiene sentido en el ordenamiento jurídico el reconocimiento de un derecho que

---

<sup>1</sup> GARCÍA CUERVA, HÉCTOR MARIA: "Derecho de las minorías. Determinación del valor de la prima de emisión. Con especial referencia al Anteproyecto de reforma de la Ley de Sociedades Comerciales". ED, 6 de mayo de 2004, p. 1: Pone severa crítica al Anteproyecto en cuanto el mismo no consagra el valor real para la hipótesis de prima de emisión, a diferencia de la forma en que se regula el valor real de las acciones recedentes en derecho de receso (denominado en doctrina "valor de reembolso").

puede calificarse como el más importante en el difícil equilibrio que debe procurarse en la permanente tensión entre los intereses sociales (interés de la sociedad) y el interés individual de los socios, para luego negarle efectividad desde el punto de vista de su operatividad. Un derecho que carece de acción, carece de sentido. Se lo consagra en plenitud o se suprime y se procuran entonces sustitutos justos para esa hipótesis.

Para suplir su deficiente regulación se predicó de *lege ferenda* adoptar la regulación que establece la misma Ley de Sociedades para determinar el valor de transferencia de las cuotas del socio de la S.R.L..

Bastaría entonces con que una nueva normativa hubiere consagrado la fórmula establecida en el art. 154 LSC para la determinación del precio de las cuotas de SRL en hipótesis de transferencias: el socio o la sociedad misma (que podría ejercitar en tanto cuanto aplicara para la adquisición utilidades o reservas disponibles o acudiere al procedimiento de reducción del capital) al ejercitar el derecho de opción preferente que les otorga la ley, deben expresar "*el que consideren ajustado a la realidad*" y en caso de discrepancia con el socio transferente el conflicto se dirime con intervención de un perito judicial. Como es notorio la pericia judicial no es vinculante por lo que en definitiva será el Juez quien determinará el precio de las cuotas. De todas maneras el art. 154 LSC establece límites: los impugnantes (socio o sociedad en su caso) en ningún caso están obligados a pagar un precio mayor que el notificado por el socio cedente, ni el socio cedente está constreñido a cobrar un precio menor que el ofrecido por el socio al impugnar (es decir el "*ajustado a la realidad*").

Esta normativa difiere en consecuencia a un perito judicial la determinación del valor de las cuotas que fijará el juez. Menester es advertir que se trata de transferencia de cuotas del socio a un tercero, a otro socio y no del reembolso del valor de las acciones o cuotas que debe pagar la sociedad con utilidades o reservas libres o por vía de reducción de capital<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> DASSO ARIEL A.: "La separación del accionista y reducción del capital". Ponencia en el Primer Congreso Argentino – Español de Derecho Mercantil. Las Sociedades Comerciales y su Actuación en el Mercado, Valencia, 19 a 21 de Septiembre de 2001. publicado en "Las sociedades comerciales y su actuación en el mercado", editorial Comares, p. 795.

La doctrina adversa al criterio del último balance parte del disvalor de la solución del art. 245 LSC y desde luego, pondera la norma del art. 154 LSC que, remitiendo a una pericia judicial, carente del desvío alguno a la normativa de la sociedad anónima, postula un valor real que es el resultante en las hipótesis en las cuales se trata de la adquisición de las partes de un socio por otro: se recordará particularmente que el art. 13 inc. 5º) fulmina de nulidad toda operatoria que se aparte notablemente del valor real.

Sin embargo, esta prédica no tiene andamio en el Anteproyecto cuando se trata del valor del reembolso en hipótesis de receso en la S.A. ni en la S.R.L.

## II.- LA NORMATIVA EN LAS SRL EN CASO DE TRANSFERENCIA DE CUOTAS

La L.S.C. establece claramente como principio en la S.R.L. la libre cesión de las cuotas salvo la posibilidad de la exclusión del incorporado con justa causa (art. 152). El estatuto puede establecer límites al principio de libertad de la cesión de cuotas que no importen la absoluta prohibición y reconoce la licitud de cláusulas contractuales que condicionen la cesión a la conformidad de la mayoría y aún, a la unanimidad. En el caso de cesión de las cuotas alcanzadas por la limitación de transferencia se reconoce el derecho de opción preferente a favor de los socios o de la sociedad, respecto de esta última sólo en tanto las mismas sean adquiridas con utilidades, reservas disponibles o por medio de reducción de capital. Cuando el contrato condicione la cesión de las cuotas a la conformidad de la mayoría o a la unanimidad debe determinar el procedimiento el cual necesariamente debe establecer que el plazo que tienen los socios o la sociedad para oponerse con justa causa no puede exceder de los 30 días a contar de la notificación que el socio cedente hubiere hecho al socio gerente de la sociedad del nombre del adquirente y el precio de la transferencia. En caso de denegatoria a la transferencia el socio puede requerir la intervención del Juez o de un Arbitro y si se rechaza la oposición considerando inexistente la "*justa causa*" de oposición y autorizare consecuen-

temente la cesión se produce la caducidad del derecho de preferencia que asiste al socio o a la sociedad.

### III.- IMPUGNACIÓN DEL PRECIO Y EL “AJUSTE A LA REALIDAD”. EJERCICIO DEL DERECHO DE PREFERENCIA

Si el socio o la sociedad impugnaren el precio notificado por el cedente, en el acto de la impugnación (lo que debe ocurrir según se puso dentro del término de 30 días) deben exponer el que consideren “ajustado a la realidad” dentro de los 15 días y en hipótesis de discrepancia la LSC establece la solución por vía de *pericia judicial* la cual, de acuerdo a las características de este instituto no es vinculante para el Juez de la causa.

Pero el socio o la sociedad que hubieran impugnado no están obligados a pagar un precio mayor que el de la cesión notificada, ni el cedente está obligado a cobrar un precio menor que el que hubiere ofrecido la sociedad o el socio (aquel que consideraban “ajustado a la realidad”). Las costas del procedimiento judicial o arbitral serán soportadas por aquel que hubiere expuesto el precio más distante del que resultare definitivo según el procedimiento expuesto.

### IV.- LAS REFORMAS DEL ANTEPROYECTO

Este criterio que la doctrina también postulaba de *lege ferenda* para fijar el valor del reembolso en el derecho de receso en la sociedad anónima, es traspolada en el Anteproyecto a toda hipótesis de conflicto en la determinación por parte de árbitros judiciales del precio de participaciones, cuotas o acciones (Anteproyecto art. 15, 3er. párr.), pero no al de valor del reembolso de las acciones recedentes en hipótesis de receso en S.A. (art. 245 LSC) y en las S.R.L. (art. 160 LSC), ni en la novedosa hipótesis de receso en la S.R.L. proyectada, que puede ejercer el heredero del socio (Anteproyecto art. 155, 2do. párr.).

De esto resulta que en el procedimiento de determinación del precio de la cuotas de la S.R.L. en hipótesis de ejercicio del derecho

de preferencia por parte del socio o de la sociedad (i) ya no estará diferida la determinación del precio a una pericia judicial sino a árbitros peritos (Anteproyecto art. 154) y (ii) que el criterio para determinar el precio no varía: es el del valor real (“ajustado a la realidad”).

En cambio en el *valor del reembolso* en caso de receso es perceptible una observación, a mi juicio, dirimente: el Anteproyecto art. 245, 5to. párr., 1ª oración, mantiene la referencia *al último balance realizado o que deba realizarse*, pero –reitero– no acontece así cuando se trata de la determinación del precio de las cuotas por vía de cesión en caso de cláusulas contractuales que contengan limitaciones a su transferencia cuando la sociedad o los socios al ejercitar el derecho de preferencia impugnen el precio comunicado por el socio cedente. Deben expresar el precio que “consideren ajustado a la realidad” y en caso de conflicto remite expresamente al criterio del art. 15, 3er párr. que a su vez reitera el mismo criterio para toda controversia sobre valuación de partes, cuotas o acciones,

Los sistemas siguen siendo distintos en el Anteproyecto: tratándose de S.R.L. el Juez o el Arbitro deben acudir (salvo regla contractual diversa) al criterio del *valor real* porque esa pauta puesta a cargo de la sociedad o socio impugnantes comunicar el precio que “consideren ajustado a la realidad” y la remisión al art. 15, 3er. párr. en la parte general, lo confirma al encomendar la valuación a árbitros peritos, reiterando la pauta o parámetro del valor real<sup>3</sup>.

## V.- LA NUEVA HIPÓTESIS DE RECESO EN LA S.R.L.

Existe otro elemento de interpretación conflictiva que autoriza a considerar, sin fundadas dudas, que el Anteproyecto consagra el *valor real* para el reembolso de las acciones recedentes.

En materia de S.R.L. la L.S.C. art. 155 determina que si el contrato prevé la incorporación de los herederos del socio, estos disponen de un plazo de 3 meses para la cesión de sus cuotas, en cuya hipótesis

<sup>3</sup> Aquí el Anteproyecto incorpora para todas las valuaciones el marco limitativo que traspola del art. 154 L.S.C.: el impugnante no está obligado a pagar un precio mayor que el afirmado por la otra parte, ni esta a cobrar uno inferior al ofrecido por el impugnante.

asiste a favor de la sociedad o de los socios el derecho de preferencia, con el mero criterio del *precio a la par*. Esto es, bastará con igualar el precio comunicado por el socio heredero.

El Anteproyecto mantiene esta regulación pero incorpora en el art. 155 una novedad de suma importancia: otorga como alternativa a favor del socio heredero el derecho de receso, el que puede ejercitar dentro del plazo de 3 meses de la incorporación, determinando además que cuando en el contrato no estuviese determinado el procedimiento para la determinación del precio se aplicará lo dispuesto por el art. 245.

Este envío al art. 245, para determinar el precio o valor del reembolso en hipótesis de receso, teniendo en cuenta que el 245 envía genéricamente al "*procedimiento del art. 15*" contrasta con la precisa remisión que el mismo Anteproyecto en el nuevo art. 154 realiza en forma más que precisa y exacta al art. 15, 3er. párr. (para determinar el valor de las cuotas para el caso de cesión).

El Anteproyecto establece entonces para el valor del reembolso de las cuotas o acciones en hipótesis de receso la normativa del art. 245 que si bien contiene un explícito envío en la nueva segunda frase del 5to. párr. al "*procedimiento del art. 15*" ello acontece en forma inmediata al texto preexistente que mantiene para el valor del reembolso el criterio del último balance realizado o que debió realizarse.

Resumiendo: aparece relevante el envío al procedimiento del arbitraje establecido en el art. 15 que se realiza en la nueva redacción del art. 245, 5to. párr., en claro contraste con la remisión precisa al "*procedimiento de arbitraje establecido en el art. 15*", por el art. 154, lo que autoriza interpretar que en materia de reembolso por receso tanto en la S.A. como en la S.R.L. el valor de la transferencia se determina por el procedimiento que en caso de conflicto difiere la fijación del precio al laudo de árbitros peritos pero no sobre la base del valor real del art. 15, 3er. párr. sino al del último balance realizado o que debió realizarse.

Este criterio es disvalioso y en poco difiere de la regulación existente.

Si el legislador quiere, y esto no aparece claro del confuso contexto pleno de equívocos envíos, consagrar el criterio del valor real

para la valuación de las acciones recedentes, se debe eliminar la primera oración del art. 245, 5to. párr.

De otra manera el derecho de receso seguirá inmerso en las disputas y se conceptuará que, como actualmente con la redacción del art. 245 LSC, en hipótesis determinadas, cuando el valor resultante de la pericia arbitral se aparte en forma notoria del valor real, será inconstitucional.

Poco o nulo avance, sin aportes en lo que constituyó una oportunidad ideal para cambiar el deficiente régimen legal existente.