

Valuación de acciones y derecho de receso

Problemática legal y económica

Gabriel Baudino

I. La fuente del derecho de receso [\[arriba\]](#)

En el derecho de receso(1) subyacen dos posiciones, dos intereses contrapuestos. Desde la óptica de la persona jurídica, tenemos la necesidad de adaptar su estatuto a las nuevas exigencias económicas, tecnológicas o comerciales que el tráfico económico le exige o bien, por lo general, le impone. Para el accionista, el derecho irrestricto a que se mantengan las mismas reglas esenciales del estatuto que suscribió o al cual adhirió al adquirir el título accionario, con la expectativa de que aquellos derechos que reglamentan su relación con la sociedad se mantengan a lo largo del tiempo, no siendo alteradas las bases y condiciones de riesgo por las cuales sopeso los aportes que realizo “para aplicarlos a la producción de bienes o servicios”.

Desde la perspectiva de la sociedad, se ve con cierto desfavor al instituto, por cuanto el ejercicio del mismo atentaría contra la persona societaria, prevaleciendo el interés de esta como institución, en desmedro del de sus socios individualmente considerados.

En cambio desde el prisma del accionista, prevalecería su derecho a que cuando se vean modificadas las reglas por las cuales adquirió la calidad de socio, cuando ya le sea inconciliable su interés individual con el social; el derecho de separarse con reembolso de su tenencia accionaria.

En esencia, alguna jurisprudencia ha resuelto que el receso “...viene a satisfacer un imperativo de justicia, al proporcionar un medio equitativo de satisfacción de dos intereses igualmente legítimos y momentáneamente contrapuestos, sin perjudicar mayormente a ninguno de los dos, que verán así, aunque mas no fuere parcialmente, cubiertas sus aspiraciones...”(2). No obstante, y dada la anquilosada y deficiente regulación en la determinación de la “cuota de salida” que la sociedad debe integrar al accionista, es seriamente cuestionable dicha afirmación, siendo ello determinante en mi opinión, de la eficacia en el tráfico comercial del instituto en análisis.

II. Antecedentes históricos [\[arriba\]](#)

En el ya derogado art. 354 del Cód. Com. se establecía que cuando alguno de los socios ejerciera el derecho de receso el reembolso se iba a realizar “...en proporción al capital social conforme al último balance aprobado...”. La doctrina(3), casi unánimemente, criticaba la norma por su referencia al capital social, al extremo que se sostenía forzando los términos, que debía entenderse la expresión “capital social” como “patrimonio social” o bien como “patrimonio neto”. La segunda crítica, no menos importante por cierto, residía en que el capital social computado, era el que se había consignado en el “...último balance aprobado”. El problema que se suscitaba, era en que si la sociedad era morosa en la realización y tratamiento de sus balances, la suma que se computaba como capital social

podía no ser la actual, por las vicisitudes que hubieran podido acontecer en el iter del ultimo balance aprobado y el ejercicio del receso.

Con la sanción de la Ley N° 19.550, se superaron en parte estas objeciones, al establecer el nuevo sistema legal que las acciones del socio recedente se reembolsaran "...al valor resultante del ultimo balance aprobado". No obstante, reconociendo que la norma fue un adelanto en relación al sistema anterior al recoger en parte las críticas que se le efectuaban, al seguir remitiendo al último balance que se hubiera aprobado, continuaron subsistentes las mismas críticas en relación a la actualidad del valor.

Con la reforma que introdujo la Ley N° 22.903, se modificó la redacción original del art. 245, estableciéndose que "Las acciones se reembolsarán por el valor resultante del ultimo balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias" siendo esta la actual redacción de la norma.

III. Una defectuosa regulación legal [\[arriba\]](#)

Sustituido por imperio de la "reforma" la expresión "aprobado" por el "realizado o que deba realizarse en cumplimiento de las normas legales o reglamentarias", se impuso a la sociedad la obligación de realizar los balances de ejercicio vencidos, con lo cual, se evito que el valor de la tenencia accionaria del socio recedente se vea perjudicada cuando no hubiere habido regularidad en la confección y tratamiento de los mismos por parte del ente societario.

No obstante, al seguirse insistiendo en que deba tomarse como pauta de valuación el valor resultante del ultimo balance, ya sea realizado o que deba realizarse, resulta a mi entender, equivocado. Ello porque el estado de situación patrimonial, se confecciona a un momento determinado(4), distando mucho de reflejar el valor real de las acciones(5) por cuanto este se confecciona con la finalidad de informar a los accionistas y en algunos casos a terceros, la situación patrimonial de la empresa, los negocios sociales y sus consecuencias, la distribución de utilidades o publicación de las pérdidas, no siendo un instrumento de cuantificación del valor accionario(6).

De hecho las propias normas contables impiden incorporar y contabilizar determinados "activos"(7) que son importantes y valiosos para la sociedad tales como las marcas autogeneradas, ventajas comparativas o de localización, el "management", la potencialidad de expansión y crecimiento, bases de datos de clientes, procesos de producción secretos y tantos otros(8) que individual o conjuntamente considerados, le generan un mayor valor a la empresa, por supuesto, sin obviar que el balance ha sido o será confeccionado por aquellas mayorías que presumiblemente lo aprobarán y no tendrán interés en que la reparación patrimonial del recedente sea cuantitativamente importante.

IV. Test de constitucionalidad [\[arriba\]](#)

Se ha discutido tanto en doctrina(9) como en jurisprudencia(10) la constitucionalidad de la norma, no habiendo, a mi modo de ver, una postura dominante en relación al tema. No obstante, entiendo que solo a través del reembolso de la tenencia accionaria mediante mecanismos que permitan arribar a valores "reales, justos o razonables(11)", se evitara la tacha de inconstitucionalidad de la norma en el caso concreto. Ello porque de una

aplicación literal de la misma, resultaría la violación a los derechos de propiedad e igualdad, receptados en nuestra ley fundamental.

Me explico: Si bien es cierto que el socio al ejercer el receso pierde su status socii, la tenencia accionaria que el mismo hasta ese momento detentaba representa un valor en su patrimonio al igual que para los accionistas que continúan en la sociedad. Y si la valuación que se ha efectuado mediante un balance, resulta un valor que se aparta ostensiblemente del real, se estaría quebrando la igualdad que existía entre el accionista recedente y el que no hasta el momento anterior a la causal que dio origen al receso.

Que si bien nuestro Alto Tribunal en relación al principio de igualdad, ha dicho que debe ser entendido en el sentido de "...que no se establezcan excepciones o privilegios que excluyan a unos de lo que se concede a otros en igualdad de circunstancias..."(12), pudiéndose alegar que al haber mutado el recedente en su condición de socio de la sociedad por la de acreedor de ella no serían sujetos iguales, no es menos cierto tampoco que el valor económico del título accionario no puede haberse visto disminuido por el solo hecho de que su titular haya ejercido un derecho reconocido en la ley.

Asimismo se estaría configurando un supuesto de enriquecimiento sin causa, dado que la sociedad como asimismo los socios se beneficiarían al liquidársele al recedente un valor inferior, quedando esa diferencia en manos de la sociedad y de sus socios, lo cual es inadmisibles.

Por ello, habiéndose vista quebrada la igualdad entre el socio y el recedente, su consecuencia ineludible es la violación al derecho de propiedad de este al vérselo disminuido su patrimonio apropiándose la sociedad como sus socios de un valor que no les corresponde.

IV. Posibles soluciones [\[arriba\]](#)

Teniendo en cuenta que a los fines de mantener la coherencia y la plenitud del ordenamiento jurídico, la tacha de inconstitucionalidad ha de ser la última ratio(13) a la que debe acudir el operador jurídico, me permito efectuar una propuesta interpretativa tendiente a evitar la misma.

Que la labor hermenéutica reconoce como regla inconcusa, que en la interpretación de las leyes, las normas jurídicas no pueden aislarse solo por su fin inmediato y concreto pero tampoco se han de poner en pugna sus disposiciones, destruyendo las unas por las otras, sino que por el contrario, cabe procurar que todas ellas se entiendan entre si de modo armónico teniendo en cuenta tanto los fines de las demás, como el propósito de las restantes normas que integran el ordenamiento jurídico, de modo de adoptar como verdadero el sentido que las concilie y deja a todas con valor(14). En esta tarea no cabe prescindir de las palabras de la ley, pero tampoco cabe atenerse rigurosamente a ellas cuando la interpretación razonable y sistemática así lo requiere(15).

Así, Norberto Bobbio nos ha dicho(16) que "El principio implícito en todo sistema es que no debe haber contradicciones, pero eso no quita para que estas, de hecho, puedan perfectamente subsistir...".

Desde esta clave de lectura adquiere pleno sentido la existencia en el ordenamiento jurídico, afirmada por el mismo autor, de un deber de coherencia que dirigido a los creadores de normas diría: “No deben crear normas que sean incompatibles con otras normas del sistema”, mientras que referido a los aplicadores asumiría esta otra forma: “Si encuentran antinomias deben eliminarlas”(17).

Que en esta tarea, si pudiéramos entender que si bien del tenor literal del cuarto párrafo del art. 245 no surgiría de modo expreso la referencia al valor real, contemplándose en ese afán rubros tales como los intangibles, ello tampoco implicaría que se los este excluyendo expresamente. Por ello si partiéramos del concepto de que la ley, solo nos ha indicado que el balance ha de ser el punto de partida para una correcta valuación, prohibiéndose “...la determinación de un precio... que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva...(18)”, se evitaría la inconstitucionalidad en el caso concreto.

Aún mas cuando por vía del art. 207 del Cód. Com. nos termina diciendo que “El derecho civil, en cuanto no este modificado por este código, es aplicable a las materias y negocios comerciales”, nos estaría sirviendo de tal modo como válvula de escape. Así, se podría acudir a la legislación civil, encontrándonos con lo dispuesto en el art. 1778 bis, el cual al legislar para la sociedad civil extensivo a la sociedad comercial por la remisión mencionada, nos termina diciendo que “En la liquidación...se determinara...computando los valores reales del activo y el valor llave, si existiere”.

De tal forma, y por dos caminos distintos, se podría acudir a formas y procedimientos, que sin excluir expresamente al balance, se complementarían con otros, de tal modo de alcanzar una determinación “real” del valor accionario debiéndose efectuar en primer termino, una valuación de la empresa y a partir de ello, determinar la parte del socio recedente. Pero estos procedimientos de valuación difieren, de si la empresa esta “en marcha”, de aquella en “liquidación”(19).

Así, si la sociedad se encuentra en liquidación el sistema correcto al cual acudir, mas allá de alguna critica puntual(20), seria el del “Valor Contable o Valor Libros”, conformado por la suma de los activos, netos de depreciaciones y amortizaciones y deducidos los pasivos. Ello por cuanto sabiendo que la sociedad cesara en su actividad, ya no generara ganancias a futuro(21).

Distinto es el supuesto si la sociedad esta en marcha, por que esta generando beneficios o tiene la posibilidad de generarlos a futuro. De tal modo, entiendo que en este caso la pauta correcta seria utilizar el sistema denominado “Valoración de los Flujos de Caja Descontados” consistente en determinar que el valor de un negocio es igual “al valor actual de los flujos de caja libres que el mismo generara en el futuro para un periodo previamente delimitado, mas el valor residual del negocio al final de dicho periodo, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización o descuento estimada”(22).

V. Conclusión [\[arriba\]](#)

Entiendo que procurando no atenerse al texto literal de la norma, buscando una interpretación integradora y extensiva con la totalidad del ordenamiento jurídico, siendo el balance solo el iter inicial del proceso de valuación, debiendo ser complementado

necesariamente con otros métodos, se lograra el reembolso de la participación del socio recedente ajustada a su valor real.

Para ello, debe distinguirse si la empresa esta en marcha de aquella en pos de liquidarse. Para el primer supuesto, junto con el balance se debe acudir al método de flujos de caja descontados y en el segundo caso, al denominado valor contable o libros.

De lege ferenda, entiendo que la norma en su actual redacción es deficiente contemplando un sistema que ha demostrado ser anticuado. Por ello debe de ser reformada, para que de ese modo se contemple de forma expresa en un balance especial de salida, otro u otros procedimientos integrados a este distintos al actual, tales como los mencionados precedentemente, por cuanto los balances de ejercicio distan mucho de ser un instrumento correcto de valuación, por contrariar su propia finalidad contable.

(1) ESCUTI, Ignacio A., "Receso, Exclusión y muerte del socio", Depalma 1978, Pág. 106: "El receso 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"; SASOT BETES, Miguel A. y SASOT, Miguel P., "Sociedades Anónimas. Las Asambleas", Ábaco Pág. 517: "El derecho de receso puede definirse como el derecho reconocido por la ley o los estatutos a los accionistas disconformes con aquellas decisiones asamblearias que introducen determinadas modificaciones en el acto fundacional, para obtener en tales casos el reembolso de sus aportaciones medidas en valores presentes, según ultimo balance aprobado por la asamblea de accionistas"; ZALDIVAR, Enrique; MANOVIL, Rafael; RAGAZZI, Guillermo y ROVIRA, Alfredo, "Cuadernos de Derecho Societario", Abeledo Perrot, 1975, Pág. 400: "Debe entenderse por derecho de receso, la atribución que la ley acuerda a los accionistas disconformes con determinadas resoluciones asamblearias - los ausentes y quienes no las hubieren votado favorablemente- para retirarse de la sociedad mediante su manifestación unilateral de voluntad, con reembolso del valor de sus acciones"; RICHARD, Hugo Efraín y MUIÑO, Orlando Manuel, "Derecho Societario", 5ta edición Astrea 2004, Pág. 495 y sgte., : El derecho de receso es un derecho individual de todo accionista, de carácter inderogable, consistente en la facultad conferida por la ley a los accionistas disconformes al tratarse ciertos asuntos de importancia trascendente para la sociedad, de retirarse de ella, mediante su declaración unilateral recepticia e inequívoca de voluntad, con reembolso del valor de sus acciones"; DASSO, Ariel A., "La impugnabilidad del ultimo balance en caso de receso", nota al fallo "Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, sala D (CNCom) (SalaD) - 1992/05/08 - Tacchi, Carlos c. Peters Hnos.". La Ley 1994-A, 380, "el derecho potestativo del accionista sujeto a condición resolutoria para requerir en plazo perentorio la extinción del vínculo de la sociedad en casos de decisión asamblearia y de otras hipótesis expresamente previstas por la ley, o de previsión estatutaria, exigiendo el reembolso del valor de sus acciones".

(2) CN Com., Sala A, 09/09/1982, in re "Almeida, Raúl J. y Otro c/Sadela SA del Atlántico Cia. Financiera", LL, 1983-B, 62, con nota de Horacio P. Fargossi, ED, 100,646.

(3) CAMARA, Héctor, "Disolución y liquidaron de sociedades comerciales", Pág. 180; ALEGRIA, Héctor, "Sociedades Anónimas", Pág. 110, Ed. 1968; FERNANDEZ, Raymundo,

"Sociedades por acciones: facultades de la asamblea frente al derecho de receso", Rev. LA LEY, t. 42, p. 450; GARO, Francisco J., "Sociedades anónimas", p. 209, Ed. 1954; FERNANDEZ, Juan Esteban, "Estudio de sociedades comerciales en homenaje a Carlos J. Zavala Rodríguez", p. 210, entre otros.

(4) Se suele decir, muy gráficamente por cierto, que el mismo es una fotografía a un momento determinado.

(5) DASSO, Ariel, "Receso: El valor del reembolso y su actualización", nota al fallo "Banco Nacional de Desarrollo c/La Superiora", Doctrina Societaria y Concursal Tomo I, Errepar, Pág. 111; KULMAN, David A. y DRACICH LOZA, Oscar Lucas, "Derecho de receso: Caracteres y presupuestos" en obra colectiva in memoriam del Profesor Héctor Cámara "Ensayos de Derecho Empresario", Advocatus 2006, Pág. 182.

(6) HALPERIN, Isaac, "Sociedades Anónimas. Examen Critico del Decreto-Ley 19.550", Edición 1975, Págs. 468 y 470; FAVIER DUBOIS, Eduardo Mario (P) y FAVIER DUBOIS, Eduardo Mario (H), "Liquidación de la parte del socio recedente. Nuevos Aportes técnicos y doctrinarios al derecho contable" en obra colectiva en homenaje al Profesor Emerito Dr. Efraín Hugo Richard titulada "Derechos Patrimoniales", Ad-Hoc 2001, Pág. 773; VITOLLO, Daniel Roque, "Marchas y contramarchas en los criterios legales para la fijación del valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso" en obra colectiva en homenaje al Prof. consulto Dr. Victos Zamenfeld titulada "Cuestiones actuales de Derecho Empresario", Errepar 2005, Pág. 518; DASSO, Ariel A, "El Derecho de separación o receso del accionista", 2ª ed., L.L., Buenos Aires, 1985, Págs. 323 y 324.

(7) En sentido amplio, comprensivo de aquellos bienes materiales e inmateriales.

(8) Sobre el tema, véase "Guía de Valoración de Empresas", 2da edición Prentice Hall, Págs. 561 y Sgtes.

(9) DASSO, Ariel A, "El Derecho de separación o receso del accionista", 2ª ed., L.L., Buenos Aires, 1985, Págs. 335 y 336; FAVIER DUBOIS, Eduardo Mario (P) y FAVIER DUBOIS, Eduardo Mario (H), "Liquidación de la parte del socio recedente. Nuevos Aportes técnicos y doctrinarios al derecho contable" en obra colectiva en homenaje al Profesor Emerito Dr. Efraín Hugo Richard titulada "Derechos Patrimoniales", Ad-Hoc 2001, Pág. 774; Ponencia de los doctores ROMERO, José Ignacio, ESCUTI (h.), Ignacio y RICHARD, Efraín, "Fijación del valor de las acciones al ejercitarse el derecho de receso previsto por el Art. 245 de la ley de sociedades, "Primer Congreso de Derecho Societario", t. II, p. 79, Ed. Depalma, Buenos Aires, 1979; DI LLELA, Nicolás, "Derecho de Receso y valuación de acciones recedidas", IJ Editores 05/08/2011, Cita: IJ-VL-469.

(10) Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Mendoza, sala I - 2011-12-21 - Sar Sar, Roberto Mario c/Hemodiálisis San Martín S.R.L. s/receso p/ordinario s/inc. cas.

(11) "Guía de Valoración de Empresas", 2da edición Prentice Hall, Págs. 24 y Sgtes.

(12) Doctrina fijada en "Guillermo Olivar", Fallos 16:118 (1875), reiterada en 137:105; 270:374; 131-110; 306:1560, entre otros.

(13) CSJN, Fallos, 328:1416, 327:831, 316:779, 315:923, 314:923, 314:407 y 312:2315, entre muchos otros.

(14) CSJN, Fallos 252:139; 217:7; 296:372; 302:973; 315:38; 322: 2193, entre otros.

(15) CSJN, Fallos 263:227; 283:239, entre otros.

(16) BOBBIO, Norberto, "Teoría del Ordinamento Giuridico", 1955, Págs. 201 y 202.

(17) BOBBIO, Norberto, "Teoría General del Derecho", Madrid 1991, Págs. 216 a 219.

(18) Art. 13 inc. 5º Ley N° 19.550.

(19) SANTAMRIA SUAREZ LAGO, Gilberto, "El valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso y la valuación de empresas por parte de los agentes económicos", cita online JA 2002-IV-984 ABELEDO PERROT N°: 0003/009336, "...una empresa en marcha es aquella que es capaz de generar dividendos hacia el futuro, mientras que una

empresa en liquidación es aquella empresa que ya cumplió su ciclo y no tiene un flujo de fondos hacia el futuro...”

(20) VITOLLO, Daniel Roque, “Marchas y contramarchas en los criterios legales para la fijación del valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso” en obra colectiva en homenaje al Prof. consulto Dr. Victor Zamenfeld titulada “Cuestiones actuales de Derecho Empresario”, Errepar 2005, Pág. 519.

(21) “Guía de Valoración de Empresas”, 2da edición Prentice Hall, Págs. 26 y Sgtes.

(22) Ob. Citada nota anterior, Pág. 218.