

# La determinación del valor de reembolso en el derecho de receso

María Emilia Díaz

## 1. Introducción [\[arriba\]](#)

El derecho de receso es caracterizado por la doctrina nacional como un instituto de singular importancia dentro del esquema societario, que permite la coexistencia de dos intereses legítimos que circunstancialmente pueden colisionar: el interés singular del socio y el de la sociedad.

En este sentido, el derecho de receso funciona como un punto de equilibrio que concilia el derecho del socio al mantenimiento de las bases normativas en función de las cuales se integró a la sociedad, y el interés de la sociedad en adecuar elementos fundamentales de su organización a las diversas circunstancias que se susciten a lo largo de su existencia[1].

Una dificultad que presenta la implementación de la figura bajo análisis y que ha devenido en un punto conflictivo que polarizó la doctrina y la jurisprudencia, consiste en la justa determinación del valor de reembolso de las acciones (o cuotas partes) del recedente. En torno a esta cuestión, se advierten dos interpretaciones posibles. Por una parte, con base en la redacción actual del art. 245, párr. 5° de la Ley N° 19.550, Ley General de Sociedades (“LGS”), se considera que la sociedad no se encuentra obligada a preparar un balance especial para calcular la participación del recedente. Con lo cual, si bien no se excluye que ésta pueda ser obtenida de un balance especial si resulta que éste es el último realizado o que debe realizarse (en el caso de transformación, fusión y escisión), por lo común, el balance en cuestión resultará ser el ordinario de ejercicio[2]. Por otra parte, se considera que esta solución puede derivar en situaciones inequitativas que afectan el derecho a la propiedad, y que el reembolso debe ser valuado a valor real, obtenido a partir de la confección de un balance especial.

Planteado el problema, el presente informe pretende ponderar cada postura y sus principales fundamentos, entendiendo que mientras el texto del art. 245, párr. 5 de la LGS continúe vigente sin modificaciones, su aplicación en la práctica permanecerá como fuente de conflictos. Asimismo, se abordarán dos cuestiones de relevancia con relación a este tema: (i) el planteo de inconstitucionalidad del referido precepto legal, a fin de lograr que el mismo sea dejado sin efecto en el marco de un caso concreto, y (ii) la solución práctica propuesta a nivel doctrinario con respecto a la viabilidad de la fijación de los criterios aplicables a la valuación de la participación del recedente en el instrumento constitutivo o mediante acuerdo de socios[3].

## 2. El derecho de receso y sus notas más relevantes. Marco jurídico [\[arriba\]](#)

Dasso define al receso como

el derecho potestativo del accionista sujeto a condición resolutoria, para requerir en plazo perentorio la extinción del vínculo con la sociedad en casos de decisión asamblearia y de otras hipótesis, todas expresamente previstas por la ley o de previsión estatutaria, exigiendo el reembolso del valor de sus acciones”[4].

Entre las notas que integran dicho concepto se destacan: (i) es una facultad; (ii) es un derecho unilateral recepticio; (iii) produce un efecto extintivo del vínculo

jurídico entre el accionista y la sociedad; (iv) en principio es ejercido ante el acaecimiento de las causales legales expresamente previstas, aunque la LGS no excluye la posibilidad de previsión estatutaria que habilite otras causales habilitantes; y (v) es inherente a la calidad de accionistas e intransmisible con posterioridad al momento en que se produjo la causal[5].

El derecho de receso o retiro del socio, consagrado en el derecho argentino originariamente en el primer Código de Comercio, y luego incorporado en la Ley N° 19.550 de 1972 (t. o. 1984), fue reformado, adquiriendo las características más relevantes, por la Ley N° 22.903 de 1983[6]. Actualmente se encuentra receptado en los arts. 244 y 245 de la LGS (además los arts. 78; 83, inc. 4°-b); 88, inc. 1°; 129; 157; 160 de la LGS prevén a nivel legal causales para su ejercicio).

### **3. Precisiones con respecto al cálculo del valor de reembolso [\[arriba\]](#)**

El art. 245, 5° párr. de la LGS establece que “”. La redacción actual de la norma obedece a la reforma introducida por la Ley N° 22.903 en el año 2003, por cuanto hasta ese entonces la LGS determinaba como valor del reembolso el resultante del último balance “aprobado”[7].

Se entiende, al igual que durante la vigencia de la redacción previa a la reforma, que el “último balance realizado” es el que se haya confeccionado en fecha inmediatamente anterior al ejercicio de receso, sea este ordinario, especial, o en cualquier balance inmediatamente anterior a dicho momento[8]. En cuanto a la segunda parte de la citada disposición legal, la doctrina entiende que el mismo salva un vacío del régimen anterior, y que el valor de reembolso se ha de calcular sobre la base del balance que deba realizarse contemporáneamente al ejercicio del receso, cuando dicho balance integre (según la ley o la reglamentación pertinente) los requisitos de la modificación contractual que originó los recesos[9]. Ejemplos de este supuesto son la transformación, fusión y escisión, en los cuales los reembolsos a los recedentes se practica con base en los balances especiales dispuestos por la LGS en el marco de dichos cambios estructurales[10].

En suma, el art. 245 de la LGS ofrece una solución pragmática para dos supuestos fácticos distintos: sociedades que llevan sus balances de ejercicio al día y las que no[11]. Y conforme los términos de la disposición legal, el valor de la participación social del recedente se ha de calcular sobre la base del balance realizado (o que debió realizarse) en fecha inmediatamente anterior al ejercicio de los recesos o que deba realizarse con motivo de la modificación contractual que da origen a los recesos[12].

Más allá de las modificaciones legislativas referidas en el presente acápite, se mantiene el criterio del régimen anterior en el sentido de favorecer el interés de la sociedad al no obligarla a confeccionar un balance especial para calcular el valor de la participación del recedente[13]. Si bien no se excluye que dicho valor surja eventualmente de un balance especial si resulta que este es el último realizado o que deba realizarse, por lo común el balance en cuestión resultará ser el ordinario de ejercicio, lo cual como se verá más adelante, puede resultar perjudicial para el interés del recedente[14].

### **4. El método estático del Valor Patrimonial Proporcional [\[arriba\]](#)**

La disciplina financiera ha desarrollado en las últimas décadas diferentes métodos de valoración de empresas o de participaciones societarias, conocidos como estáticos y dinámicos. Con respecto a los primeros, se dice que son estáticos por cuanto se limitan a calcular el valor de la empresa sumando el promedio de las ganancias pasadas, sin prever el tipo de utilidades podría generar esa unidad productiva en el futuro[15]. Los segundos se refieren a sistemas de valoración que miran el negocio como unidad productiva en marcha o generadora de utilidades[16]. Son métodos dinámicos: (i) descuento de flujos de caja, (ii) capitalización de resultados, (iii) múltiplos de mercado, (iv) valor económico añadido o EVA, (v) múltiplos de EBITDA, (vi) opciones, (vii) empresas comparables, PER o Price Earning Ratios. Cada uno de estos métodos de valuación, incluyendo los estáticos (según Van Thienen y Di Chiazza), permitiría obtener un determinado valor real de la empresa[17].

Parte de la doctrina nacional considera que el legislador al regular el derecho de receso pudo determinar uno cualquiera de los métodos mencionados para establecer el valor del reembolso, y optó por el método estático del Valor Patrimonial Proporcional o valor contable (en adelante “VPP”), con lo cual corresponde aplicarlo en caso de receso del socio sin ningún tipo de ajuste ni incorporar ningún otro rubro[18]. El VPP consiste en “. El VPP se prepara conforme los principios de contabilidad generalmente aceptados y sigue los números que arroja el balance de ejercicio.

En el balance de ejercicio la valuación de los bienes del activo que integran el inventario está realizada en función del objetivo del balance mismo (determinar la ganancia de la sociedad para la distribución de los dividendos) y la registración del denominado “valor llave” –activo intangible y/o autogenerado– es realizada a su costo de adquisición neto de amortizaciones, de acuerdo con lo dispuesto por los arts. 63 y siguientes de la LSG[20]. En este sentido, vale recordar que las normas contables aplicables a los balances no atienden al valor en marcha ni al valor llave, ambos autogenerados[21].

Los autores que sostienen que la estimación del precio del receso debe ser realizada sin ajustar el valor contable añadiéndole el valor de los intangibles, entienden que la inclusión de este último contraría el criterio expresamente establecido por la normativa legal y que, además, hace colisionar el art. 245 de la LGS con los arts. 63 y ss. de la LGS[22].

Ahora bien, si no corresponde sumar el valor llave ni otros intangibles, surgen los siguientes interrogantes: “”

Van Thienen y Di Chiazza reconocen que la creación de valor mediante la generación de intangibles (como por ejemplo, la clientela, la marca, la red de distribución, las patentes, el desarrollo de nuevos productos, las eficiencias operativas y eficiencias financieras y el management, entre otros) no encuentra su contrapartida en los estados contables[24]. No obstante ello, entienden que dichos intangibles sí se ven reflejados (y por lo tanto valorados) en las cuentas del balance, dado que son factores operativos que influyen en el éxito empresarial[25]. En este sentido, explican que empresas con marcas exitosas, con buen manejo de clientes y proveedores y con exitosa gestión de activos tienden a arrojar índices de rentabilidad que se encuentran reflejados en dos cuentas patrimoniales: (i) utilidades para ser distribuidas a favor de los socios o (ii) en utilidades para la formación de reservas[26]. Ya sea que la sociedad opte por la acumulación de resultados (como política de autofinanciación), lo cual tendrá un impacto directo en

el mayor VPP de la acción, o por el pago de dividendos, el socio siempre participaría de esa riqueza[27]. Conforme este razonamiento, los autores concluyen que resulta falso que los estados contables no reflejan el valor de los intangibles y que a la riqueza empresaria siempre se distribuye y nadie se la apropia[28].

Entre los fundamentos esgrimidos en defensa de la postura analizada en este capítulo, se menciona que el VPP permite evitar la descapitalización y que el art. 245 de la LGS, al receptarlo, constituye una norma tuitiva del interés social y de la comunidad productiva en su conjunto[29]. Asimismo, se considera que añadir al VPP activos intangibles podría derivar en los siguientes efectos no deseados:

El caso “Tacchi, Carlos c. Peters Hnos.”[31] de la Sala D de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, es un precedente que recepta la visión descrita en este apartado. El demandante requirió la rectificación del valor contable conforme el cual se valuó su participación social, mediante la incorporación del valor de mercado de la marca de la que era titular la sociedad. Entre las consideraciones del voto mayoritario que rechazó el planteo del actor en este punto, se destaca la imposibilidad de determinación del justo precio del reembolso, al caracterizarlo como una de dos alternativas:

a) un elemento teórico inasible intelectualmente por su indeterminación absoluta o -lo que es igual- por las numerosas y distintas vías racionalmente posibles para su determinación, o bien b) un elemento real, indubitable y concreto, que es el precio cierto dado por el mercado en un momento dado”. Consecuentemente, en ausencia de ese elemento real, indubitable y concreto, “no se podrá determinar ningún “justo precio” o, lo que es igual, podrán hallarse varios “justos precios” diferentes, según el sistema de valuación que se aplique (pluralidad que, ciertamente, conspira tanto contra la justicia cuanto contra la justeza de todos esos precios posibles).

Si bien el fallo admitió que las valuaciones contenidas en un balance pueden tener desviaciones respecto de los valores de mercado, también entendió que, al disponer este régimen de cálculo,

el legislador no ignoró ni pudo ignorar los defectos de tal régimen, sino que conoció y asumió esos defectos, y de todos modos impuso el sistema -probablemente, a falta de un sistema perfecto o, cuanto menos, mejor que el adoptado-, por lo que al accionista no le cabe más remedio que soportarlo.

## **5. Valuación a valor real [\[arriba\]](#)**

Un amplio sector de la doctrina nacional considera que la valuación del reembolso del socio que se separa de la sociedad debe ser fijado a partir del valor real de su participación, pronunciándose en contra del sistema receptado legalmente por el art. 245, párr. 5° de la LGS. Si bien se reconoce que el texto legal es claro y demuestra que el legislador consideró que constituía la mejor fórmula aplicable en orden a evitar los costos y las demoras que derivan de la confección de un balance especial, se critica su contenido. Ello, en particular por considerar que podría resultar inconstitucional en su aplicación, cuando los criterios de valuación de ciertos rubros conduzcan a situaciones que injustamente afecten el derecho de propiedad del recedente[32].

Así, dado que la principal finalidad del balance de ejercicio es

dar a conocer el estado patrimonial de la empresa en aras del beneficio devengado para los socios, con sus naturales implicancias impositivas, la evaluación de los distintos bienes que integran el activo, se permite sobre la base de criterios y pautas generalmente aceptados, que imponen un criterio de moderación implícito en la filosofía general de la conservación de la empresa[33].

Estos criterios en general consisten en que: los bienes de uso deben valuarse a su costo histórico (menos depreciaciones); los bienes de cambio al costo de reposición o reproducción; los créditos por ventas y cuentas por pagar al precio vigente para operaciones de contado más componentes financieros devengados; los créditos y deudas financieras por la suma de dinero entregada o recibida más los resultados financieros devengados en base a la tasa estimada al momento de su medición inicial; el valor llave solo puede activarse cuando ha sido pagada una suma por él y por un importe no superior a la misma, sujeto a amortización, etc.[34] En cambio, los balances especiales de estado patrimonial, pretenden establecer la real situación del negocio societario y, al confeccionarse sobre la base de valores de realización, comprenden los rubros que, como el valor llave, participan en este caso al recedente de las probables utilidades futuras de la empresa que él ha ayudado a construir[35].

En consecuencia, un balance patrimonial que busca determinar el valor de la parte en el negocio que sigue, del socio que se va, resultará muy distinto a un balance de ejercicio, en tanto lo que se pretende es fijar el verdadero valor en el momento de salida del negocio social[36].

En definitiva, de lo que se trata es de

reconocerle al socio, al momento de su salida del emprendimiento, lo que ha ayudado a construir no sólo mirando hacia atrás, sino también hacia delante, con la consiguiente posibilidad de incluir las utilidades de la empresa que en el futuro podrían llegar a devengarse, utilizando para ello un criterio razonable de proyección empresaria[37].

Esta postura fue receptada en el leading case “Sar Sar Roberto M. c. Hemodiálisis de San Martín S.R.L.” por la Suprema Corte de la Justicia de Mendoza en el año 2011[38]. El fallo consideró que:

Consagra una notoria injusticia la sentencia que, al momento de valuar las acciones sociales del socio que ejerce su derecho de recesión, excluye todo elemento extraño al balance del respectivo ejercicio contable, especialmente, el valor llave de la empresa, por resultar una clara violación al derecho de propiedad del socio que se retira de la sociedad”. Asimismo, con respecto a la inclusión del valor llave señaló que “Los elementos que constituyen el valor llave de una empresa, agregan a la misma un plus-valor en su cuantificación que no puede ser nunca desconocido, y mucho menos ser indiferentes, al valuar la participación del accionista que ejerce el derecho de receso.

## **6. Planteo de inconstitucionalidad del art. 245, párr. 5 de la LGS [\[arriba\]](#)**

Si bien el régimen previsto bajo el art. 245, párr. 5 de la LGS no es en sí mismo inconstitucional, porque el último balance realizado o que deba realizarse puede corresponder a uno especial de situación patrimonial, la inconstitucionalidad puede ser demandada cuando la referencia haya de hacerse a un balance ordinario de ejercicio -lo que ocurrirá en la generalidad de los casos- y su resultado implique -a

raíz del criterio adoptado para su confección- una notable desproporción con lo que se pruebe que es el valor real de la participación social de recedente[39]. El planteo tendrá fundamento en la grave afectación que tal procedimiento supondría respecto de los derechos de propiedad (art. 17 de la Constitución Nacional) y de igualdad ante la ley (art. 16 de la Constitución Nacional)[40].

También Dasso señala que, si un conflicto en torno al ejercicio del derecho de receso llegara a judicializarse, resulta indispensable en la primera oportunidad procesal, luego del primer introito en el que se detallan los datos exigidos en el proceso para la incorporación de la petición, se deje constancia de la impugnación por inconstitucionalidad al art. 245, párr. 5 de la LGS[41].

## **7. Posibilidad de pactar otra forma de valuación [\[arriba\]](#)**

Parte de la doctrina encuentra admisible que, ya sea en el contrato constitutivo o por medio de una modificación posterior a dicho instrumento o, por acuerdo entre todos los socios una vez ejercido el receso, se fije una forma distinta -a la prevista legalmente- de valuación de la participación del recedente (por ejemplo, a través de la obligatoriedad de confeccionar un balance especial, la valuación pericial, etc.), siempre y cuando tales métodos no agraven las condiciones del ejercicio del receso[42]. En este caso, el sistema acordado por los socios no puede resultar en cifras menores a las que hubiera arrojado el último balance realizado[43].

Esta vía constituye una herramienta novedosa, que especialmente cuando se encontrare prevista en el contrato constitutivo -o su modificación posterior- podría brindar a los socios un marco de previsibilidad con respecto a las condiciones de ejercicio de este derecho.

## **8. Conclusiones [\[arriba\]](#)**

El presente análisis pone de manifiesto que la determinación del valor de reembolso del socio recedente bajo la normativa contenida en el art. 245, párr. 5° de la LGS, en la medida que sea fijado a partir de un balance de ejercicio sin ningún tipo de ajuste o rectificación, puede derivar en un grave e injusto detrimento patrimonial al socio recedente. En efecto, este tipo de balances, y en particular los criterios de valuación de activos y pasivos que se les aplican, resultan insuficientes porque no revelan -ni tienen el propósito de hacerlo- la situación patrimonial real de la sociedad.

En consecuencia, en los casos en que se produzca en concreto esta situación, será procedente plantear la inconstitucionalidad del art. 245, párr. 5 de la LGS.

Sin perjuicio de lo anterior, se advierte que mientras la redacción legal del art. 245, párr. 5° persista inalterada, la valuación del reembolso del socio que se separa de la sociedad continuará como un aspecto conflictivo que afecta la implementación y operatividad del instituto en la práctica. En esta línea, la doctrina señala que la importancia de la figura en su carácter de punto equilibrante de distintos intereses legítimos en juego, exige una adecuada regulación legal que coadyuve al cumplimiento de su función, en vez de obstaculizarla, y por ello reclama la adecuación de la normativa referida[44].

Además de los comentarios precedentes, se ha considerado también la conveniencia de una herramienta novedosa propuesta por la doctrina nacional, que podría

coadyuvar a prevenir y/o solucionar los conflictos societarios de este tipo. Dicha herramienta consiste en la fijación del sistema de valuación del reembolso, ya sea en el propio instrumento constitutivo -o mediante su modificación posterior- o incluso por acuerdo de partes una vez ejercido el derecho de receso.

#### Notas [\[arriba\]](#)

[1] Cfr. Guillermo Cabanellas de las Cuevas, “Derechos, Obligaciones y Responsabilidades” en Andrés Sánchez Herrero (dir.) y Pedro Sánchez Herrero (coord.), Tratado de Derecho Civil y Comercial, La Ley, Buenos Aires, 2017, t. IX, p. 288.

[2] Cfr. Jorge O. Zunino, Sociedades Comerciales - Disolución y Liquidación, Astrea, Buenos Aires, 1984, t. I, p. 311.

[3] Cfr. Ibid.

[4] Ariel Gustavo Dasso, “El carácter recepticio del derecho de receso” (Material de lectura obligatoria de la materia Dinámica Societaria, Maestría en Magistratura y Derecho Empresario 2021).

[5] Cfr. Ibid.

[6] Cfr. Dasso, “Prórroga y receso” (Material de lectura obligatoria de la materia Dinámica Societaria, Maestría en Magistratura y Derecho Empresario 2021).

[7] Cfr. Zunino, op. cit.

[8] Cfr. Ibid.

[9] Cfr. Ibid.

[10] Cfr. Ibid.

[11] Cfr. Dasso, “El valor de reembolso en el receso” (Material de lectura obligatoria de la materia Dinámica Societaria, Maestría en Magistratura y Derecho Empresario 2021).

[12] Cfr. Zunino, op. cit.

[13] Cfr. Ibid.

[14] Cfr. Ibid.

[15] Cfr. Augusto Van Thienen - Iván G. Di Chiazza, “Derecho de receso. Valor llave en las participaciones societarias”, LA LEY 2013-F, 601.

[16] Cfr. Ibid.

[17] Cfr. Ibid.

[18] Cfr. Ibid.

[19] Ibid.

[20] Cfr. Nicolás Berstein, Valuación de participaciones societarias. Su problemática respecto a la inclusión del “valor llave”, Publicado en DJ16/07/2014, 1, Cita: TR LALEY AR/DOC/1799/2014.

[21] Cfr. Ibid.

[22] Cfr. Ibid.

[23] Van Thienen - Di Chiazza, op. cit.

[24] Cfr. Ibid.

[25] Cfr. Ibid.

[26] Cfr. Ibid.

[27] Cfr. Ibid.

[28] Cfr. Ibid.

[29] Cfr. Ibid.

[30] Ibid.

[31] “Tacchi, Carlos c. Peters Hnos.”, Cámara Nacional de Apelaciones en lo

Comercial, Sala D, 05/05/1992 (Publicado en: TR LALEY AR/JUR/266/1992).

[32] Cfr. Berstein, op. cit.

[33] Zunino, 312.

[34] Cfr. Estados contables y aspectos contables. Control interno. Maestría en Derecho Empresario 2021 (Material de lectura obligatoria de Contabilidad para la Dirección).

[35] Cfr. Zunino, op. cit. 311 y ss.

[36] Cfr. Zunino, op. cit. 312 y 313.

[37] Berstein, op. cit.

[38] “Sar Sar Roberto M. c. Hemodiálisis de San Martín S.R.L.”, Suprema Corte de la Justicia de Mendoza, 21/12/2011 (Publicado en TR LALEY 70072025).

[39] Cfr. Zunino, op. cit. 313.

[40] Cfr. Dasso, “El valor de las acciones en caso de separación del accionista” (Material de lectura obligatoria de la materia Dinámica Societaria, Maestría en Magistratura y Derecho Empresario 2021).

[41] Apuntes de la clase del Dr. Ariel Gustavo Dasso en la Materia Dinámica Societaria de la Maestría en Magistratura y Derecho Empresario - Año 2021.

[42] Cfr. Zunino, op. cit. 319 y ss.

[43] Cfr. Ibid.

[44] Cfr. Dasso, “El valor de las acciones en caso de separación del accionista”, op. cit.