

Derecho de receso: ¿Corresponde incluir el “valor llave” en la valuación de participaciones societarias? ¿Cómo se financia un receso y cuál es el racional económico del artículo 245?

Por: Pablo Augusto VAN THIENEN
Iván DI CHIAZZA

I. Nuestro comentario. – II. A. El derecho de salida o receso en la ley 19.550 y el método de valuación. – III. El método de valor patrimonial proporcional (VPP) como método lícito para la valuación de empresas y de participaciones societarias. - IV. El método estático de valor patrimonial y las normas legales sobre confección de estados contables no pueden escindirse a la hora de fijar el precio del receso. - V. Valoración de participaciones minoritarias. - VI. El receso, el reembolso y el rescate de las participaciones societarias. - VII. El receso es una opción Put que dispara el rescate de las participaciones societarias. - VIII. El receso y las participaciones en cartera (220.2). - IX. Los incentivos perversos de la teoría del valor llave. - X. Reflotando la sana doctrina del caso Tacchi v. Peters. - XI. Lecciones del precedente Tacchi v Peters y el régimen de oferta pública. – XIII. ¿Se aplica el artículo 1788 C.c. para la fijación del valor del receso? - XII. Conclusiones.

I. Nuestro comentario.

Estas reflexiones buscan poner algo de cordura respecto de ciertos precedentes jurisprudenciales que están empecinaos en “correr el arco” respecto de la valoración de empresas a la hora de tener que pagar un reembolso de participaciones accionarias a causa de un *receso*. Decimos “correr el arco” porque nuestro estatuto societario establece un método de valuación *ad-hoc* del cual parece que no hay salida. Nos interesa detenernos un poco en un reciente fallo del Tribunal Superior de Mendoza, nos referimos al caso *Hemodiálisis San Martín SRL*. Anclamos en este caso, precisamente por ser un precedente emitido por un Tribunal de la máxima jerarquía provincial y con potencial predicamento para casos futuros.

Recorriendo el fallo del Máximo Tribunal de Mendoza observamos con preocupación que aquel está plagado de desaciertos conceptuales e de aplicación de normas absolutamente inoperantes para resolver si corresponde adicionar el valor llave al valor contable establecido en el artículo 245 LSC. No corresponde recurrir al artículo 207 del Código de Acevedo para dirimir esta cuestión y menos aún hacer pié en un dispositivo normativo del Código de Vélez que poco y nada tiene que ver con el derecho de receso previsto en la ley de sociedades como norma específica y que prevé un método de valuación único para atender el derecho de salida del socio o accionista. La analogía en este caso no funciona. El Máximo Tribunal provincial se ha excedido en sus funciones de último intérprete de la ley puesto que la aplicación de normas que poco y nada tienen que ver con el derecho mercantil-societario, llevan a una aplicación arbitraria de la ley y del derecho de fondo.

El caso *Hemodiálisis San Martín SRL* es un caso peligroso que debe ser leído con mucho cuidado y suma atención pues, en nuestra opinión, carece de sensatez jurídica. A continuación nuestros fundamentos¹.

II. El derecho de salida o receso en la ley 19.550 y el método de valuación.

Mucho se debatió en la comisión redactora de la ley de sociedades si correspondía reconocer a quien ingresaba al contrato plurilateral la opción de salir del negocio asociativo. Recordemos que en las viejas Compañías del Código de Acevedo este derecho no estaba consagrado y en muchas legislaciones comparadas, aún hoy día, tampoco; la ley de Sociedades Española es un buen ejemplo de ello. Frente a la postura extrema de negarlo por completo, la comisión redactora optó por admitirlo pero; en circunstancias muy extraordinarias. Para ello dictó el artículo 244 que prevé causales específicas por las cuales el socio puede salir del negocio asociativo. O sea, se admitió la salida pero se la reconoció en forma restrictiva y para supuestos bien contados. Esto nos está indicando un dato no menor: nuestro

¹ Sar Sar, Roberto Mario c. *Hemodiálisis San Martín S.R.L. s/ receso p/ ordinario s/ inc. cas.LL.30.05.2012*

legislador vio con muy malos ojos que la sociedad deba destinar capital de trabajo –aplicado a la producción e intercambio de bienes y servicios- para atender un negocio de rescate de acciones y reembolso de capital por la simple disidencia de un socio minoritario.

Observemos que en similar línea de pensamiento está concebido el artículo 220.2 de la ley de sociedades que prevé el negocio de autocartera, el que sólo debe llevarse a cabo en forma extraordinaria para “evitar un daño” y financiarse sólo con “*ganancias líquidas y realizadas o reservas libres*”. Advertimos cómo el negocio de autocartera también está concebido como un negocio excepcional, raro y extraordinario. Las razones jurídicas y económicas son las mismas que las señaladas arriba: no está bueno que la hacienda empresaria destine recursos propios para atender un negocio de transferencia de acciones, negocio absolutamente improductivo y no destinado a generar valor.

Admitido el receso –como opción de salida otorgado exclusivamente a favor del socio minoritario disidente- el legislador estableció un método de valuación *ad-hoc*. El legislador concedió el derecho de salida poniendo un marco de contención al precio y fijando para tal fin un método de valuación específico. De los diferentes métodos disponibles en el mercado el legislador optó por el método de Valor Patrimonial Proporcional (VPP) o valor contable. Este método es muy simple, se trata de dividir el patrimonio neto contable de la empresa por la cantidad de fracciones de capital emitidas. De esta simple división resulta el valor patrimonial proporcional de cada fracción.

Es cierto y verdad que la base de cálculo tomada para obtener el VPP no despierta demasiado entusiasmo para quien ejerce el derecho de salida. Pero no es menos cierto que el método de valuación elegido por el artículo 245 LSC es uno de los muchos métodos de valuación de empresas disponibles en el mercado. El valor patrimonial o contable es, sin duda es uno de los tantos métodos de valuación disponibles y sin que éste pueda ser tildado de ilícito por inconstitucional. Quienes rechazan y detestan la fórmula de VPP consideran que aquel método es inconstitucional por ser expropiatorio de derechos patrimoniales del socio. Esto claramente no es verdad y merece ser refutado no sólo desde una perspectiva legal sino desde una visión más amplia; la visión contable, patrimonial y financiera.

El legislador tuvo otras opciones a la hora de reglamentar el derecho de receso: (1) pudo omitir el método de valuación y dejarlo a la libre negociación de las partes o (2) mencionarlo expresamente en la ley. El camino elegido fue el segundo y dicho camino tuvo un solo objetivo: no descapitalizar la hacienda más allá de su neto patrimonial. Dada la finalidad de garantía que tiene el patrimonio social respecto de los acreedores, el legislador consideró oportuno velar por dichos intereses fijando un método que permita contener el patrimonio y evitar la descapitalización. Sin duda el artículo 245 es una norma tuitiva del interés social y de la comunidad en su conjunto productiva. Esto lo explicaremos más abajo.

III. El método de valor patrimonial proporcional (VPP) como método lícito para la valuación de empresas y de participaciones societarias.

Basta revisar cualquier literatura nacional o extranjera sobre métodos de valuación de acciones para darnos cuenta de que el método patrimonial de valuación es uno de los muchos métodos disponibles, y uno de los utilizados por las firmas valuadoras para estimar el valor de una empresa. Incluso entre nosotros la nueva ley sobre régimen de oferta pública se refiere al método de valuación patrimonial como uno de los métodos que las sociedades pueden elegir para fijar el precio equitativo de una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) o, en su caso una declaración voluntaria unilateral de adquisición. Es llamativo pero incluso para aquellas sociedades cotizadas y con oferta pública de sus acciones el legislador contempló este método y sin que nadie pueda en su sano juicio tildarlo de inconstitucional. La verdad es que si hay acuerdo entre partes, ese será el método de valuación elegido².

Incluso en el ámbito regulatorio uno observa que la propia Inspección General de Justicia impone la emisión de acciones con prima y recomienda el uso del método de valuación patrimonial para la fijación del precio de suscripción. Muchas autoridades regulatorias provinciales han seguido esta

² El lector interesado puede consultar *OPA en la Argentina*. VAN THIENEN-DI CHIAZZA. Working Paper 21. *Impugnación de precio equitativo*. VAN THIENEN-DI CHIAZZA. Working Paper 19. *Salida del régimen de oferta pública y teoría de los juegos*. VAN THIENEN-DI CHIAZZA. Working Paper 25. www.cedeflaw.org

recomendación porteña. La autoridad de contralor recomienda este método como parámetro mínimo para la fijación del precio de suscripción de acciones frente a un aumento de capital³.

El artículo 13.5 LSC tacha de nulo cualquier pacto estatutario que prevea la adquisición de participaciones entre socios cuyo precio se aparte notoriamente del valor real (*sic*). Lo que nadie sabe, ni el legislador ha sabido explicar es qué significa <<valor real>> o, como llegamos a ese punto de referencia, puesto que dicho valor real dependerá finalmente del método de valuación efectivamente aplicado. Y como hemos explicado más arriba no hay duda de que la fórmula de VPP es uno de los tantos métodos de valuación disponibles para llegar a ese <<valor real>>⁴.

La disciplina financiera ha aportado durante los 50 años diferentes métodos de valoración de empresas conocidos como métodos estáticos y métodos dinámicos. El primero refiere concretamente al valor contable y al valor de liquidación, mientras que el segundo refiere a sistemas de valoración que miran al negocio como unidad productiva en marcha o generadora de utilidades. Esos métodos dinámicos son: (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*. Muchos de estos métodos obligan a sumar los flujos estimados en un período de tiempo y traer la suma de esos flujos a un valor presente aplicando una tasa de descuento (costo de oportunidad). Estos métodos y otros que ofrece la literatura financiera son generalmente utilizados por el mercado para la valuación de empresas o de participaciones societarias, en particular para valorar operaciones de transferencias de paquetes accionarios u operaciones de adquisiciones de empresas.

Nuestra jurisprudencia viene receptando cada vez con más fuerza el método de flujos de fondos futuros descontados a valor presente o múltiplos de EBITDA como el método generalmente aceptado por la comunidad financiera internacional para la valuación de participaciones societarias como activos financieros generadores de flujos de fondos libres. Entre nosotros contamos con los precedentes “Atanor SA”, fallo de la sala D y el caso “El Lab Taller de Idiomas SRL”, fallo de la sala E de la Cámara Nacional Comercial.

No hay duda de que cada uno de estos métodos de valuación –incluso el VPP - nos lleva a un *valor real*. Cada uno dirá su verdad sobre el valor de la empresa. Las partes de una transacción pueden optar por uno cualquiera de estos métodos o por una combinación de ellos para llegar a un valor que represente la maximización de su ganancia.

En igual sentido nuestro legislador pudo determinar uno cualquiera de los métodos mencionados antes para establecer el valor del receso. Y es verdad aquel ejerció la opción, optó por el método estático. Más adelante explicaremos cuáles son las razones de mercado que le asisten al legislador para optar por este método. El único método posible, dentro del actual marco legal. Veamos.

IV. El método estático de valor patrimonial y las normas legales sobre confección de estados contables no pueden escindirse a la hora de fijar el precio del receso.

La incorporación del rubro *valor llave* al método contable escapa el marco conceptual de este método que, impone sujetar el valor a los números que arroja la contabilidad según los criterios de valuación y exposición contable impuesto por las normas legales y principios contables generalmente aceptados para la confección de estados contables básicos.

Pretender incorporar el valor llave para fijar la valoración del receso es lisa y llanamente desoír las normas de la ley 19.550 sobre contabilidad y balances; es proponer una anarquía jurídica. Pretender incluir el valor llave para estimar el precio del receso es hacer colisionar de frente el artículo 245 con el artículo 63 y ss de la ley. En efecto, este dispositivo expresamente ordena lo siguiente: los activos intangibles (auto-generados y adquiridos) se registran en la contabilidad a su costo de adquisición neto de amortizaciones. Contabilizar los intangibles bajo este criterio es una norma generalmente aceptada

³ El lector interesado puede consultar: *Control de legalidad de la IGJ*. VAN THIENEN-DI CHIAZZA. Working Paper 9. En este trabajo formulamos una severa y fundada crítica al rol “legislativo” de la IGJ excediendo sus facultades regulatorias y de policía para introducirse de lleno en un rol que le es absolutamente ajeno. www.cedeflaw.org

⁴ Puede consultarse nuestro trabajo *Precio y valor real en el contrato de opción sobre acciones (Con especial referencia al artículo 13.5 LSC)*. Working Paper 23.

a nivel nacional e internacional. Los intangibles sólo se activan a su costo (autogenerado o adquirido). Si esto no fuera así deberíamos observar en los balances de firmas como Mc Donalds, Exxon, Yahoo, Facebook, Apple, Arcor, Fargo, Havanna, Ford, Banco Galicia, Zurich, La Anónima, Carrefour, Louis Vuitton, Gucci, entre otras marcas líderes (nacionales e internacionales) sumas que superan más de seis dígitos como consecuencia de darle a estas marcas un valor económico de mercado. Si bien el mercado reconoce el valor económico de estas marcas, las normas contables prohíben la activación de este valor. Una vez un profesor de finanzas me enseñó que las marcas y los demás intangibles valen por lo que venden y los beneficios operativos que generan. Cuánto vale la empresa sin la marca o cuanto vale la marca sin la empresa es una cuestión que la disciplina contable no ha sabido responder, todavía.

Pretender ajustar el valor contable añadiéndole el valor de los intangibles, y peor aún, el llamado *valor llave*, no responde al criterio de valuación expresamente establecido en el artículo 245 LSC. Si no corresponde sumar el valor llave la pregunta que sigue es la siguiente: ¿Quién se apropia de esa riqueza? ¿Es justo que el accionista que recede se vea despojado de esta utilidad? ¿Hay en verdad despojo? Veamos:

Es cierto que el aporte de capital realizado por el socio, más la gestión eficiente de ese capital aportado lleva a la creación de valor y maximización de riqueza para todos los accionistas; maximización que se ve reflejada por el incremento del valor patrimonial de la acción mediante la formación de reservas y acumulación de beneficios. Esta creación de valor también se la reconoce en la ciencia financiera como el Q de Tobin (*Tobin's Q*). Este ratio nos indica el valor de la empresa por encima del valor de sus activos.

Es cierto que la creación de valor mediante la generación de intangibles tales como son la clientela, la marca, la red de distribución, las patentes, el desarrollo de nuevos productos, las eficiencias operativas y eficiencias financieras, el management; entre otros intangibles no encuentra su contrapartida en los estados contables. Ahora bien no es menos cierto que dichos intangibles se ven reflejados (y por lo tanto valorados) en las cuentas del balance puesto que el éxito de la marca, el éxito del canal de distribución, el éxito en la gestión profesional, el éxito en la gestión financiera y operativa, la responsabilidad social empresaria, el trato con el cliente, entre otros muchos factores operativos hacen a un marca exitosa y por lo tanto tienen su contrapartida en el cuadro de resultados y de ganancias. Empresas con marcas exitosas, empresas con buen manejo de clientes y proveedores, empresas con exitosa gestión de los activos suelen arrojar índices de rentabilidad sobre sus activos y sobre el patrimonio (ROE y ROA) que tienden a reflejar esa eficiencia y por lo tanto esos intangibles. Visto el problema desde esta perspectiva observamos que el mayor beneficio operativo obtenido en la explotación de la marca se verá reflejado en dos cuentas patrimoniales: (1) en utilidades para ser distribuidas a favor de los socios o (2) en utilidades para la formación de reservas. Si la sociedad optara por el segundo camino, esa acumulación de resultados –como política de autofinanciación– tendrá un directo impacto en el mayor valor patrimonial proporcional de la acción. Si la sociedad optara por el pago de dividendos el accionista se apropia de ese mayor valor cobrando utilidades. En definitiva el socio siempre participa de esa riqueza, ya sea por mayor valor patrimonial de la acción (problema de solvencia) o por cobro de dividendos (problema de liquidez). Por lo tanto, es falso que los estados contables no reflejen el valor de los intangibles y por lo tanto la riqueza empresaria siempre se distribuye y nadie se la apropia⁵.

Pretender escindir del artículo 245 LSC las expresas provisiones sobre confección de estados contables y sobre registración de intangibles es ciertamente un despropósito jurídico. Pero es mucho más preocupante cuando dicho despropósito proviene de un Superior Tribunal, último responsable e intérprete de la ley, como es el caso Hemodiálisis San Martín SA, fallo del Tribunal Superior de Mendoza.

V. Valoración de participaciones minoritarias.

De una manera poco reflexiva pero muy seductora cierta corriente doctrinaria nacional sugiere incluir el valor llave al precio al receso. Sin embargo esta corriente doctrinaria no considera los efectos

⁵ Por qué la sociedad pagaría un valor llave que el mercado no está dispuesto a pagar. Tal como quedó explicado las participaciones societarias se valúan con métodos dinámicos de valuación o sea evaluando la capacidad de la firma de generar flujos libres de fondos y no el valor llave. Se entiende que el valor llave está representado por esa capacidad empresaria de generación de flujos.

económicos y patrimoniales de esta postura y lo que es peor, los incentivos perversos que aquella genera. Esto será explicado con mayor detalle más abajo.

La *tesis del valor llave* pretende añadir al valor contable los intangibles generados por el fondo de comercio, sin considerar –en absoluto– otros aspectos vinculados con la explotación del negocio tales como el nivel de pasivos, la relación de deuda contra el patrimonio, el nivel de riesgo del sector donde la empresa se desenvuelve, la política de dividendos, la política de reservas entre otros aspectos dinámicos de la empresa como negocio en marcha. Con la excusa de que el receso implica una resolución parcial del contrato, esta tesis va por todo sin importar cuál será el resultado luego del receso. La tesis del valor llave sólo pone el ojo en el socio recedente, en su interés individual, sin importarle el equilibrio contractual. Esta tesis rompe el equilibrio de las contraprestaciones.

La ciencia financiera nos enseña que las participaciones societarias *minoritarias* suelen contar con un importante descuento en su valor propio de la condición minoritaria de la participación. A este descuento se lo denomina en la literatura financiera internacional como *Minority Discount* y su objetivo es precisamente ajustar –para abajo– el precio de mercado de la empresa al valor de la participación minoritaria. Un ejemplo basta para comprender este razonamiento lógico y sencillo: si la empresa vale \$1.000, ¿cuánto vale el 10%?

Esta pregunta admite dos respuestas: (1) si el 10% se vende en conjunto con el control o en su caso con el 90% restante podríamos estimar que aquella participación vale \$100, (2) si el 10% se vende por separado y en forma individual y aislada dicho porcentaje ya no vale \$100 sino que sufrirá un descuento por razones vinculadas a (x) falta de liquidez (*lack of marketability*) y (y) ausencia de control sobre los flujos de fondos futuros o política de dividendos. Un dato no podemos perder de vista, la literatura financiera que ha estudiado este tema acepta que el precio de participaciones individuales minoritarias pueda soportar ajustes de entre el 30% y el 50% de su valor. Esto es también *valor real*.

Nuestro legislador al optar por el método estático de valoración o por el método de valor patrimonial proporcional propuso a quien decide ejercer el derecho de salida, correr con este *descuento implícito*.

Como hemos explicado más arriba el valor llave se encuentra incorporado a los estados contables a partir de la *Q de Tobin*, pero aquel puede reflejar un valor inferior al valor de la empresa por los métodos de flujos de fondos; o sea, el descuento antes mencionado. ¿Es esto ilícito? ¿Qué tiene esto de inconstitucional?

No podemos perder de vista tampoco que el método por valor patrimonial podría, en algunas circunstancias arrojar un valor incluso superior a los otros métodos dinámicos mencionados arriba. Esto no es descabellado y en nuestra economía se presenta con asiduidad.

Ahora bien, más allá del método que utilicemos para valuar el receso la pregunta que debemos formularnos es: ¿Cómo se financia?

VI. El receso, el reembolso y el rescate de las participaciones societarias.

El artículo 245 LSC nos enseña que, para el caso de que un socio optara por salir del contrato asociativo el precio de su participación en el capital social será a valor patrimonial. Ahora bien, el legislador se quedó a mitad de camino pues omitió toda referencia a la siguiente pregunta: ¿Cómo se financia esta opción de salida? ¿Cómo se pagan los platos rotos? Ensayemos las siguientes alternativas y saquemos nuestras conclusiones.

1. Rescate con cargo a capital (220.1).

Ciertos autores patrios han intentado cubrir esta laguna explicando que el receso se financia *con cargo a capital* y por lo tanto la salida del socio devenga una reducción de capital social. Frente a la idea de que el receso implica una reducción de capital esta teoría se las tuvo que ingeniar para evitar la aplicación del régimen de oposición de acreedores (204) y para ello alegó que la reducción de capital es de tipo *obligatoria*.

Ahora bien, a poco que uno transita esta teoría advierte que la salida de un socio jamás puede devengar una reducción obligatoria de capital por la simple razón de que este tipo de reducción

nominal o contable sólo es reconocida por la ley para el caso de disminución nominal o contable del capital y para enjugar pérdidas (206). La reducción obligatoria, contable o nominal no altera el neto patrimonial y es por esta simple razón que el legislador evita a la sociedad transitar el camino de la oposición de acreedores. En definitiva, rechazamos esta tesis.

Rechaza por nosotros la tesis de la reducción obligatoria parece que el receso sólo podría derivar en una reducción *voluntaria* y por lo tanto devengando a favor de los acreedores el derecho de oposición pudiendo aquellos ser desinteresados o en su caso solicitar el embargo de activos. Producida la disminución del neto patrimonial por reembolso de acciones con cargo a capital el legislador le otorga a los acreedores el derecho de oponerse por la simple razón de ver disminuido el patrimonio de retención, prenda común de los acreedores.

Por lo tanto es cierto que el ejercicio del derecho de receso lleva a una reducción de capital *forzada* (pues la sociedad se ve obligada a pagar un pasivo por el ejercicio de un derecho unilateral del socio recedente) pero esa reducción *forzada* (204) nada tiene que ver con una reducción obligatoria (206). O sea, no podemos confundir harina con pan rallado: *reducción forzada para financiar un receso con reducción obligatoria para enjugar pérdidas contables*. El primero lleva a una reducción del patrimonio por reembolso, mientras que en el segundo supuesto el patrimonio neto se mantiene absolutamente inalterado.

Descartada la tesis de la reducción obligatoria y admitida la tesis de la reducción forzosa (pero voluntaria 204 y 220.1) observamos con preocupación que la sociedad se encuentra en el peor de los escenarios posibles a causa de un receso. Notificado el ejercicio del derecho de salida observamos que la sociedad no sólo debe afrontar el pago de un nuevo pasivo no previsto en su presupuesto financiero anual sino que además, corre el riesgo de que los acreedores sociales (quiérogafarios) soliciten el anticipo de sus acreencias o, en el mejor de los casos, soliciten al juez trabar embargos sobre activos sociales. En ambos casos perjudicándose el normal giro de la empresa. Imaginar que la salida de un socio -mediante el legítimo ejercicio de un receso- puede conducir a la sociedad a esta situación de *distress* financiero y/o patrimonial es poco entendible desde un punto de vista racional y de eficiencia empresaria. ¿Será esta la verdadera intención del legislador?

La tesis de la reducción de capital en cualquiera de sus modalidades lleva a la tesis de la resolución parcial del contrato puesto que la reducción implica la cancelación de la participación societaria. Para evitar el camino de la reducción de capital, sea la obligatoria o la forzosa, nos animamos a explorar otra alternativa. Veamos:

2. Rescate con cargo a reservas patrimoniales (220.2).

Otro camino es posible. Consiste en financiar el receso con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas de libre disponibilidad. O sea, atender el receso sin cancelar las acciones reembolsadas y para mantenerlas en cartera (220.2).

Este camino de *adquisición de acciones propias* (o de autocartera como lo titulan en la doctrina española) nos evita transitar el camino tortuoso de oposición de acreedores antes señalado sumiendo a la empresa en un riesgo innecesario y nos evita el camino de la resolución parcial del contrato. Nosotros opinamos que el artículo 220.2 encaja *como anillo al dedo* para financiar el precio de un receso, incluso bajo el concepto de *daño grave* expresamente previsto en dicho dispositivo normativo.

Doctrina y jurisprudencia han admitido que el *daño grave* del artículo 220.2 puede ser actual o potencial sin que dicho daño deba ser encuadrado dentro del concepto de daño real y concreto que todos conocemos del derecho de responsabilidad por daños. El artículo 220.2 no es una norma de daños y éste es un concepto difuso, amplio y de tipo preventivo “... *para evitar un daño grave*” y que refiere a un daño al interés social. La jurisprudencia ha señalado incluso que la *gravedad* del daño es un aspecto subjetivo que queda en manos de los directores determinar.

En nuestra opinión sería suficiente daño al interés social, y por lo tanto causa idónea para justificar el rescate de las acciones y el pago del reembolso por esta vía pretender atender el receso con cargo a capital social bajo el riesgo de disparar el régimen de oposición de acreedores con los potenciales daños al interés social que ello podría traer aparejados. ¿Cómo funciona esta tesis?

VII. El receso es una opción (Put) que dispara el rescate de las participaciones societarias.

Ninguna duda que el derecho de salida es una opción concedida por el legislador a favor del socio minoritario cuando éste está disconforme con determinadas decisiones societarias que significan una modificación sustancial de las condiciones bajo las cuales se incorporó al contrato asociativo. En nuestra opinión y coherentes con nuestra tesis de que el receso dispara una opción put y por lo tanto la obligación de la sociedad de salir al rescate de la participación societaria (220.2) observamos que el ejercicio de este derecho no es causa de resolución parcial del contrato asociativo sino que el receso provoca la simple salida del socio manteniéndose invariada la cifra de capital social. Financiado el receso bajo la fórmula de rescate por adquisición de acciones propias el capital no sufre alteración alguna compensándose el precio del receso contra patrimonio neto.

Siendo el receso una operación de rescate donde las partes de la operación son el socio (enajenante) y la sociedad (adquirente) dicho negocio jurídico debe ser tratado como tal, o sea como una *transferencia onerosa de participaciones societarias* donde la parte adquirente es la propia sociedad emisora. Por lo tanto la valuación de la participación del socio saliente debe estar sujeta y condicionada a las normas específicas de la ley 19.550 (220.2 y 245). Pasamos a explicarnos:

1. El negocio de rescate de participaciones societarias está siempre sometido a VPP.

Cualquiera sea la causa de un rescate de participaciones societarias (vrg., receso, acciones emitidas con cláusula de rescate, daño grave, amortización de acciones, etc) la sociedad está limitada en su capacidad para ponerle un precio a la participación social y, esa limitación surge forzosa e imperativa de su propia capacidad patrimonial.

El pago del precio de una participación societaria -cuando el sujeto adquirente es la propia sociedad emisora- es un precio que está sometido a un límite; ese límite está dado por el neto patrimonial de libre disponibilidad que cuenta la sociedad en el balance (*vrg.*, reservas facultativas y otras reservas libres). La sociedad está impedida de exceder esa cifra pues excederlo implica lisa y llanamente caer en estado de disolución por pérdida del patrimonio (95.4). Frente a esta potencial situación de disolución el directorio tendría el deber de conducta de impedir el pago de un precio que supere esta ecuación patrimonial puesto que siendo su obligación velar por el interés de la sociedad, el pago en exceso del patrimonio disponible implicaría dos cosas: (1) sugerir un aumento de capital o un reintegro para recomponer el patrimonio, o (2) sugerir liquidar la sociedad por pérdida del patrimonio neto contable. ¿Puede un receso causar semejantes efectos?

Sabiendo el legislador de los riesgos implícitos derivados de un rescate (cualquiera sea su causa) es que obliga a la sociedad a pagar un precio que nunca puede superar el valor de su patrimonio. Esta fórmula se repite tanto en el artículo 245 como en el 220.2 y esto no es mera coincidencia sino una absoluta coherencia y racionalidad jurídica.

Si tenemos en cuenta que nuestro legislador obliga a pagar precio contra reservas libres esto quiere decir que la sociedad compra sus acciones reduciendo en igual medida la cifra de reservas. Ejemplo: si la sociedad paga \$1.000 por receso debe reducir en igual medida la cuenta "reservas". Para ello la sociedad debe contar en su patrimonio con dicha reservas disponibles. Ahora bien, si al precio contable de \$1.000 le agregamos otros \$10.000 por "valor llave" pero contando la sociedad en su patrimonio con \$1.000 de reservas la pregunta forzosa que se hace cualquier persona que entienda elementales conceptos de contabilidad y finanzas es: ¿cómo se paga este receso?

2. Cómo se financia un rescate (por receso o por cualquier otra causa jurídica)

Para poder hacer frente al pago del precio de un rescate (cualquiera sea su causa jurídica) la sociedad cuenta con tres fuentes genuinas de financiamiento: (1) liquidar activos, (2) tomar un préstamo y (3) mediante nuevos aportes de los socios. Estas son las únicas tres fuentes de financiamiento disponibles, no hay más.

Esto quiere decir que si la sociedad optara por financiar con activos (opción 1) debería contar con bienes suficientes que le permitan pagar el rescate. O sea se reduce el activo en la medida del rescate. Si la sociedad optara por tomar un préstamo (opción 2) debería contraer deuda en igual medida del rescate incrementando el pasivo financiero; y si optara por financiarlo con aporte de socios (un

aumento de capital o un aporte irrevocable (opción 3) dicho aumento debe ser igual al precio del rescate. Ahora bien, el legislador nos indica que el rescate debe obligatoriamente pagarse *con cargo a reservas*. ¿Qué significa esto? Veamos:

3. Cómo opera contablemente un rescate (por receso o por cualquier otra causa jurídica)

Pagar un receso a valor contable implica proteger el interés social. Sobre esto no hay la menor sospecha. Frente al receso el legislador priorizó el interés social por encima del interés individual del socio (art. 100) sin que esto pueda tacharse de inconstitucional por expropiatorio. Un ejemplo sirve como botón de muestra para tomar nota del racional del artículo 245 y de la irracionalidad de quienes proponen incluir el *valor llave* al precio del rescate por receso, como ocurrió en el caso Hemodiálisis San Martín SA.

Tal como lo expresamos en párrafos anteriores la sociedad no puede pagar un rescate de participaciones sociales más allá de su solvencia patrimonial. Éste es el límite impuesto por la ley y diremos más, por el sentido común. Nadie en su sano juicio pondrá en riesgo la subsistencia empresarial a causa de un rescate.

Cuando el legislador nos dice que el receso debe pagarse según el valor contable resultante del último balance aprobado nos está diciendo que el receso sólo puede pagarse considerando ese valor contable, esto quiere decir considerando las reservas acumuladas que finalmente arrojarán la cifra final de patrimonio neto.

Cuando el legislador nos enseña que el rescate por adquisición (220.2) sólo puede financiarse con cargo a reservas de libre disponibilidad nos está dando una pauta de cobertura que busca proteger la consistencia patrimonial del ente. La sociedad no puede pagar más allá de su capacidad patrimonial. La sociedad no puede insolventarse a causa de un rescate, aún a causa de un receso.

Qué significa *con cargo a ...*

Que si la sociedad elige financiar la operación con activos (opción 1), o con deuda (opción 2) esa venta (disminución de activos) o esa deuda (aumento del pasivo) debe contar con su respectiva contrapartida en el patrimonio neto (disminución de reservas). Vamos dos ejemplos:

Opción 1: Financiación con activos (Precio de receso \$10.000).

Balance ex ante receso		Balance pos receso	
Activos:	21.000	Activos:	10.000
Pasivo:	10.000	Pasivo:	10.000
Capital:	1.000	Capital:	1.000
Reservas:	10.000	Reservas:	0
PN:	11.000	PN:	1.000

Opción 2: Financiación con deuda (Precio de receso \$10.000).

Balance ex ante receso		Balance pos receso	
Activos:	21.000	Activos:	21.000
Pasivo:	10.000	Pasivo:	20.000
Capital:	1.000	Capital:	1.000
Reservas:	10.000	Reservas:	0
PN:	11.000	PN:	1.000

Notamos que el rubro “capital social” se mantiene invariado pues el recate se financia con cargo a reservas libres. En los estados contables se anota la cantidad de cuotas o acciones rescatadas dividiendo la cuenta capital social en dos columnas: “acciones en circulación” y “acciones en cartera”. La sumatoria de ambas columnas arroja el total del capital social emitido.

Tanto la fórmula del artículo 245 como la del artículo 220.2 ambas protegen el interés social. En efecto, generando el receso una reducción natural del patrimonio por (disminución del activo) o (incremento del pasivo) dicha situación no implica insolventar la sociedad o liquidarla por falta de patrimonio. Fácil es advertir que cualquier precio de rescate por encima de \$11.000 significa –en nuestro ejemplo- decididamente la pérdida total de patrimonio y por ende la disolución y liquidación

social (95.4 y 96). Esta es la razón única y fundamental por la cual nuestro legislador puso un límite al precio del receso fijando un método de valorización de la empresa que, como explicamos más arriba, no puede ser tachado de ilícito por inconstitucional.

La propia mecánica contable del receso –según normas legales vigentes- obliga fijar el precio a valor contable (sin valor llave) puesto que ejercida la opción de salida mal podemos valorar la participación por un valor superior al valor contable puesto que generaría la distorsión antes apuntada y por lo tanto un resultado catastrófico para la sociedad⁶. Veamos qué ocurre si adicionamos al valor contable \$10.000 otros \$20.000 por valor llave.

Valor del receso: \$30.000

Balance ex ante receso		Balance pos receso	
Activos:	21.000	Activos:	21.000
Pasivo:	10.000	Pasivo:	40.000
Capital:	1.000	Capital:	1.000
Reservas:	10.000	Reservas:	(20.000)
PN:	11.000	PN:	(29.000)

Es evidente que el pago de un receso a un valor superior al contable generará esta situación patrimonial en que pierden ambas partes de la transacción, la sociedad por insolvencia y el accionista por imposibilidad de cobro de su acreencia quirografaria.

¿Cómo debería financiarse el receso a un valor superior al contable?

Nuestras leyes y las normas contables vigentes en nuestro medio no admiten “activar” las participaciones rescatadas a su costo de adquisición, única salida posible para pagar un precio de receso por encima del valor contable. Esto quiere decir que si el precio de rescate es \$30.000 y dicho precio se financia bajo la Opción 1, o bajo la Opción 2, sea tomando deuda o liquidando activos (o un mix de ambos); y si el sistema nos permitiera activar como contrapartida las acciones adquiridas a su costo de adquisición (\$30.000) observamos que el neto patrimonial se mantiene inalterado pues la operación de rescate funciona como cualquier compra de bienes financiado con cargo a derechos (activos) o con cargo a obligaciones (pasivos). En este modelo, no hay alteración del neto patrimonial pues la adquisición no se financia con cargo a reservas y menos con cargo a capital. Este es el único camino posible para poder pagar un precio de rescate por encima del valor contable.

Si el método de valor contable nos parece inconstitucional por expropiatorio no tiremos todas las tintas sobre el método de valoración del artículo 245 sino sobre cómo nuestro legislador diseñó la operación de rescate de acciones, en general. Financiar un rescate con cargo a capital o con cargo a reservas libres nos impone, siempre, el límite patrimonial. No hay salida.

VIII. El receso y las participaciones en cartera (220.2)

Ahora bien, sean acciones de una SA o cuotas de una SRL el camino del rescate está habilitado para ambos tipos societarios. La tesis favorable al rescate de las cuotas sociales la hemos defendido en otro trabajo comentando el caso *Italpapelera SRL* de la sala D con el voto destacado del juez Pablo Heredia⁷.

El negocio de rescate para conservar las cuotas o acciones en cartera permite a la sociedad obtener ventajas económicas que no las tendría por vía de la reducción de capital. Esa ventaja sería la de enajenar esas participaciones societarias recobrando el valor pagado por el receso y por lo tanto recuperando parte del patrimonio perdido a causa del reembolso.

En el negocio de reducción de capital la sociedad estaría obligada a incrementar su capital social en la medida del precio del receso si desea recomponer su patrimonio con los costos transaccionales

⁶ ¿Cuál es el valor de receso frente a un sociedad cuyo patrimonio está formado sólo por capital + reserva legal? En nuestra opinión aquí el receso debe financiarse con cargo a capital, salvo que los socios realicen aportes no capitalizados que permitan generar una reserva contable.

⁷ Ver nuestro trabajo *Rescate de capital en la SRL ¿Pacto estatutario expreso?* Working Paper 28. www.cedeflaw.org

añadidos que ese negocio jurídico conlleva. En cambio, la enajenación de participaciones en cartera es un simple negocio de transferencia onerosa que permite a la sociedad recuperar su patrimonio con casi nulo costo de transacción. O sea, en términos económicos la operación de rescate luce más eficiente que la operación de reducción.

Incluso esta operación permitiría a la sociedad obtener una ganancia adicional si pudiera enajenar las participaciones en cartera a un precio superior al valor del rescate, situación que es altamente probable dado que la venta de participaciones propias no se rige por los límites del artículo 220.2 ni por los del artículo 245. Y no hay límite para el precio de venta precisamente porque se trata de un ingreso de fondos.

No hay duda de que este negocio, me refiero al rescate por causa de receso, es un negocio que está diseñado para proteger el interés social por sobre el interés individual del socio que opta por salir.

Es notorio pero los métodos de valuación señalados más arriba y que son los métodos generalmente utilizados por el mercado para valorar empresas, fondos de comercio y negocios en marcha, no incluyen el valor de los intangibles y, menos aún, el valor llave.

IX. Los incentivos perversos de la teoría del valor llave.

Propongo al lector lo siguiente: armemos una sociedad, aportemos capital, generemos riqueza, seamos eficientes, adoptemos políticas sensatas de creación de valor y luego de un tiempo -porque decidimos llevar a cabo uno cualquiera de los negocios del artículo 244- cualquiera de nosotros tendrá el derecho de salir llevándose la parte del valor llave (o sea de la creación de valor), pero dejando a la sociedad en virtual estado de insolvencia patrimonial, de anemia financiera y sin capital de trabajo. ¿Usted invertiría?

Es interesante. Si el costo de un receso fuera tan gravoso y elevado para la sociedad ese costo de transacción podría operar como un desincentivo eficaz para llevar a cabo cualquiera de los negocios indicados en el artículo 244. O sea, cambiar de domicilio al exterior, llevar a cabo una fusión o escisión, transformar la sociedad, entre otros negocios que disparan el derecho de receso hace del artículo 244 una norma muerta y por ende, el derecho de receso. Ningún director o accionista mayoritario promoverá negocios societarios que terminen beneficiando exclusivamente a un socio o a un grupo de socios minoritarios en detrimento del grupo.

Más allá de la participación societaria que decida receder (0,1 % ó 49%) y más allá del valor final de las acciones rescatadas por receso (adicionando el valor llave); y más allá del impacto que dicha valuación pueda tener en el patrimonio neto social; la verdad es que no corresponde añadir al VPP ningún intangible pues ello implica transferir a favor del socio una riqueza que no está reconocida por el mercado para operaciones de rescate. Y reiteramos una vez más aún con temor de ser reiterativos, el receso es un recate puro y simple y como tal, escapa de las pautas de valuación propias de las operaciones de compraventa⁸.

Observamos así que la fórmula de VPP + Valor Llave deriva en los siguientes efectos no deseados: (1) conductas oportunistas de accionistas minoritarios deseosos de llevar agua para su molino cobrando un valor intangible que el mercado no paga en operaciones de rescate y (2) el costo transaccional del receso termina perjudicando al mismo socio minoritario (y que el receso pretendió proteger) puesto que –frente a la eventualidad de pagar valor llave la sociedad evitará por todos los medios tomar decisiones que puedan disparar el ejercicio de esta opción de salida. De esta forma la tesis del valor llave termina pulverizando el receso y lo más grave quitándole al socio minoritario la única opción de salida que tiene y por lo tanto restando liquidez a su participación (*Lack of Marketability*).

O sea, la lección que deja la teoría del valor llave y el fallo del Supremo Tribunal de Mendoza es que, a partir de este precedente, los socios minoritarios quedarán más atrapados que antes.

⁸ Tan es así que el rescate en el caso del receso responde a una decisión unilateral del socio y no a un negocio bilateral consensuado. El receso no es compraventa sino un puro rescate forzoso. Notificado el ejercicio del put la sociedad está compelida a rescatar y pagar. Es por esta razón que el precio no es parte de una negociación libre y voluntaria sino que viene fijado por la ley. El método impuesto por el legislador es coherente con el negocio compulsivo del receso. A un negocio compulsivo le corresponde un precio establecido por ley.

Sin duda un fallo preocupante y temeroso que consolida una teoría poco seria.

X. Reflotando la sana doctrina del caso Tacchi v. Peters.

Este precedente de la vieja sala D (con el ilustrado y sensato voto del juez Alberti) nos dejó una enseñanza que debemos recuperar cuando nos enfrentamos a precedentes como el del caso Hemodiálisis San Martín SRL.

El caso Tacchi se trató de un caso más complejo que el debatido por el Superior Tribunal Cuyano pues en aquel la alzada comercial tuvo que enfrentarse con un receso generado por la salida de la bolsa y del régimen de oferta pública de la empresa Peters Hnos SA. El actor solicitó al tribunal adicionar al valor contable (245) el valor de mercado de la marca Peters Hnos. Luego de una pericia técnica esta marca fue valorizada en \$5.000.000.

El Dr. Alberti luego de un extenso y fundado voto entendió que si bien es cierto que las marcas poseen un valor de mercado que no se encuentra reflejado en los estados contables, no es menos cierto que la técnica contable no admite incluir dichos valores dentro de la contabilidad sino, por su costo de adquisición neto de amortizaciones. Siendo esto así el receso valorado por el método contable o estático (VPP) impide añadir el valor de las marcas.

Importante es destacar que la sociedad emisora cotizaba sus acciones en la bolsa y la misma contaba con oferta pública o sea, sus acciones contaban con un valor de mercado que permitía conocer el precio que el mercado estaba dispuesto a pagar por esas acciones. Sin embargo para el receso la ley dispuso expresamente que se debe pagar a su valor contable aún cuando las acciones pudieran contar con un precio referente, esto es, con un valor de mercado (*Fair Market Value*).

Esto confirma la sabiduría de nuestro legislador de 1970. Como el receso implica un rescate y por ende una salida de fondos no podemos autorizar el pago del receso más allá del valor contable de la empresa. Nos guste o no.

XI. Lecciones del precedente Tacchi v Peters y el régimen de oferta pública.

El mercado recogió el guante del precedente Peters Hnos, tomó debida nota de la inequidad del sistema y propuso para las sociedades con oferta pública lo siguiente: el accionista controlante de la sociedad cotizada deben lanzar al mercado una OPA (Oferta Pública de Adquisición) destinada a comprar las acciones (*Floating Shares*) negociadas en el mercado debiendo a tal efecto fijar un *precio equitativo*.

Observamos que quien lanza la OPA no es la sociedad emisora sino el accionista de control. Y este dato no es menor para nuestro análisis. Es por esta precisa razón que el nuevo sistema no pone techo ni límite al precio de la OPA. Aquí no vale la pena valuar por método contable pues el precio pagado por el accionista de control para comprar las acciones de su controlada tiene un tratamiento igual al de la compra de cualquier activo financiero. La OPA no es un negocio de rescate sino una compra (oferta-aceptación) y éste es, precisamente, el nudo gordiano. El receso en cambio no es una oferta ni requiere aceptación. Todo lo contrario, es una declaración unilateral de voluntad.

XIII. ¿Se aplica el artículo 1788 bis C.c. para la fijación del valor del receso?

El artículo 1.788 bis C.c dispone lo siguiente: “*En la liquidación parcial de la sociedad por fallecimiento o retiro de algún socio, la parte del socio fallecido o saliente se determinará, salvo estipulación en contrario del contrato social, computando los valores reales del activo y el valor llave, si existiese*”.

Traemos esta norma a nuestro análisis pues es una de las fuentes traídas por quienes están enrolados en la tesis del valor llave, en particular el precedente *Hemodiálisis San Martín SRL*.

Varios son los comentarios que podemos formular respecto de la concreta aplicación de esta norma al receso societario expresamente regulado en el artículo 245 LSC. Creemos, y de ello estamos convencidos por los argumentos aportados, que dicho dispositivo civilista nada tiene que hacer en el receso societario y menos puede servir como fuente de interpretación del artículo 245, y más grave aún es aplicarlo como norma supletoria o complementaria de dicho dispositivo normativo. En primer lugar

diríamos que el artículo 245 LSC deroga por especialidad en la materia la norma general prevista en el 1788bis C.c. Mal puede esta norma complementar la primera. Si bien es cierto que el derecho es un todo orgánico y que debemos presumir la coherencia del sistema, hay razones jurídicas serias para sostener que en este caso concreto el derecho societario desplaza al derecho civil pues, como hemos demostrado hasta aquí, aplicar valor llave al receso torna incoherente el sistema legal.

Un dato no menor y que debemos tener muy presente es que la norma civilista nos habla de *liquidación parcial de la sociedad*. Sin embargo todos sabemos que el receso societario no genera una liquidación parcial de la SRL y menos aún de la SA; aún cuando el receso sea financiado con cargo a capital social (220.1.). Tal como hemos explicado más arriba el receso genera un rescate de participaciones societarias más no una resolución parcial del contrato. Recordemos que frente a la ausencia de pacto de incorporación de herederos el tipo SRL admite el rescate de la participación social como consecuencia del fallecimiento del socio y para ese rescate la ley no prevé precio alguno; sin embargo ese precio no podría superar, en ningún caso, el valor contable (154).

Observemos por otro lado que si la sociedad decidiera ejercer derecho de preferencia para la adquisición de participaciones societarias, la también impone rescatar dicha participación a valor contable (153)

En definitiva, la ley de sociedades reconoce a favor de la sociedad el rescate de las participaciones societarias a causa de: (i) daño al interés social, (ii) derecho de receso, (iii) fallecimiento del socio, (iv) ejercicio del derecho de preferencia; y está claro que en todas estas operaciones de rescate la ley de sociedades 19.550 siempre impone el método de valor contable para la fijación de precio. Bajo este argumento jurídico irreprochable más la absoluta coherencia del sistema societario observamos con profunda preocupación que se pretenda adicionar al valor contable el valor llave del negocio recalando para ello en una norma del derecho civil (1788bis C.c) que poco y nada tiene que ver con la específica ley de sociedades mercantiles 19.550.

XIV. Conclusiones.

Por las razones jurídicas, patrimoniales y financieras expuestas no corresponde adicionar al valor contable del receso el valor llave, ni ningún otro valor adicional. Estas razones justifican el método de valuación elegido por nuestro legislador en el artículo 245, norma que es absolutamente coherente con lo previsto en el artículo 220.2.

Debemos tomar nota que quien adquiere la participación es la propia sociedad emisora y como tal está sujeta a su propia solvencia y capacidad patrimonial para hacer frente a esa obligación. En verdad, como todos los sujetos de derecho (sean personas físicas o jurídicas) nadie puede comprometerse a pagar lo que no puede. Nadie puede afrontar un pasivo generando un quebranto patrimonial de tal magnitud que lo lleve a la insolvencia o a la liquidación por falta de activos. En este aspecto el receso y su fórmula de valuación no escapan al más elemental sentido común.

Debemos dejar de pensar el receso sólo desde el lado del socio recedente buscando tutelar su derecho patrimonial. El socio forma parte de un contrato plurilateral y como tal está sujeto a sus normas y reglas de juego donde su interés está subordinado al interés del todo.

Si queremos que el receso sea pagado conforme a otros métodos de valuación superadores de la fórmula contable entonces debemos –necesariamente– modificar la ley de sociedad avanzando a un modelo a la brasileña en la que el receso lo pagan todos, la sociedad emisora y los accionistas. De esta forma la deuda se divide, se fracciona y se comparte entre todos. Otra posibilidad –de lege ferenda– es que se permita activar las acciones recedidas a su costo de adquisición (precio del receso). Fuera de estos dos modelos, no hay alternativas bajo nuestra ley de sociedades (art. 245 ley 19.550)

Por último, resta aclarar que el valor contable le pone un límite al precio del receso y que dicho límite podría incluir el valor llave si la sociedad contara con suficientes reservas libres para hacerse cargo de este precio; sin embargo creemos que esta práctica incentiva conductas oportunistas y poco alentadoras del sentido asociativo del contrato. Además, sería recomendable reglamentar el ejercicio del derecho de receso, su valuación y forma de pago vía cláusula estatutaria o condición de emisión.

Esperamos que estas líneas lleven a los jueces a una más serena reflexión sobre cómo financiamos un receso.

