

Rescate de acciones por justa causa de exclusión en la sociedad anónima: dos precedentes muy interesantes.  
(Análisis de los casos “*Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA*” y “*Nargam SA*”)



Por:  
**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director académico

---

# Rescate de acciones por justa causa de exclusión en la sociedad anónima: dos precedentes muy interesantes.

(Análisis de los casos “*Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA*” y “*Nargam SA*”)

Por: Pablo Augusto VAN THIENEN

Comentario correspondiente a los encuentros de debate de jurisprudencia mercantil, laboral y tributaria que mensualmente se llevan a cabo en el **CEDEF Law & Finance**.

---

**Sumario:** I. INTRODUCCIÓN Y PROPUESTA. – II. LOS CASOS MICROÓMNIBUS CIUDAD DE BUENOS AIRES SA Y NARGAM SA. – III. EL CRITERIO DE LA SALA F vs EL CRITERIO DE LA SALA D. – (i) *El criterio de la sala F: una mirada amplia de corte contractualista (fallo del 3.02.2011).* – (ii) *El criterio de la sala D: una mirada restrictiva de corte legal (fallo del 21.10.2011).* - IV. LA EXCLUSIÓN JUDICIAL Y LA EXCLUSIÓN EXTRAJUDICIAL (*EL CASO HORMIGONES CÓRDOBA SRL*). - V. LA EXCLUSIÓN COMO RESOLUCIÓN PARCIAL DEL CONTRATO ASOCIATIVO. – VI. LA EXCLUSIÓN COMO PACTO COMISORIO TÁCITO. - VII. LA EXCLUSIÓN POR MORA COMO PACTO COMISORIO EXPRESO EN EL MODELO ANÓNIMO. - VIII. LA EXCLUSIÓN DEL SOCIO EN EL MODELO *INTUITO PERSONAE*: UN CONCEPTO EN CRISIS – IX. LA EXCLUSIÓN DEL ACCIONISTA EN EL MODELO DE LA SOCIEDAD ANÓNIMA COTIZADA Y LA DECLARACIÓN UNILATERAL VOLUNTARIA DE ADQUISICIÓN: UN MODELO PARA TENER MUY EN CUENTA. – X. LA INCORPORACIÓN DEL PACTO DE EXCLUSIÓN EN LOS ESTATUTOS SOCIALES DE LA S.A: ROMPIENDO UN MITO. – XI. ¿QUÉ ESTÁ PASANDO EN OTROS MERCADOS? - XII. LA EXCLUSIÓN COMO NEGOCIO CAUSAL DEL RESCATE DE PARTICIPACIONES SOCIETARIAS. (i) *Cláusula de rescate (implícito).* – (ii) *Cláusula de rescate (explícito).* - XIII. LA EXCLUSIÓN DEL ACCIONISTA Y LA AMORTIZACIÓN DE ACCIONES EN EL MODELO DE LA S.A. - XIV. LA EXCLUSIÓN DEL ACCIONISTA POR JUSTA CAUSA: (i) *El artículo 220.2 no implica resolución parcial del contrato.*- (ii) *El artículo 220.2 no implica intervención judicial.* - (iii) *El artículo 22.2 exige daño (real o potencial).* – (iv) *El artículo 220.2 no exige consenso bilateral.* - (v) *El artículo 220.2 y el precio de rescate por exclusión.* - (vi) *El artículo 220.2 nos evita la cautelar sobre los derechos políticos y económicos de las acciones rescatadas.* - (vii) *El artículo 220.2 no exige pacto estatutario.* - XV. CONCLUSION.

---

## I. Introducción.

Nos proponemos abordar el complejo tema de la exclusión social dentro del ámbito específico de las sociedades de capital. O sea la salida forzosa, unilateral e imperativa del accionista de la sociedad anónima, la resolución del contrato de suscripción de acciones por culpa del accionista o la implementación de un pacto comisorio a la relación contractual asociativa. Motiva estas reflexiones los veredictos de las salas F y D de la Cámara Nacional Comercial en los autos *Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA* y *Nargam SA*, respectivamente.

Ambos precedentes muestran una mirada diferente, diríamos completamente opuesta, sobre una misma realidad: la exclusión del accionista por culpa.

Nuestro sistema jurídico societario admitiría la expulsión del accionista sólo frente a una culpa contractual: la mora en el aporte de capital. Éste sería el único supuesto para proceder a la resolución del vínculo. Existe cierto consenso en nuestra doctrina especializada de que la

mora en la integración del capital devenga la exclusión social. Esta interpretación surgiría primariamente del confuso y torcido artículo 193 LSC.

Frente a este modelo restrictivo propio del tipo *intuito rei* tenemos de lado de enfrente al modelo amplio personalista que habilita la exclusión del socio por *justa causa* y por *grave incumplimiento a las obligaciones societarias*. Pero la fórmula de exclusión no termina allí. El legislador habilita incorporar en los estatutos societarios de las sociedades personalistas y las SRL otras causales de exclusión más allá de las expresamente señaladas en el estatuto legal. Y éste es el núcleo del problema: ¿Podemos excluir al accionista por otras causas ajenas a la mora en la integración del capital?

Existe entre nosotros cierta corriente de opinión que se ha esforzado por justificar la necesidad de habilitar al tipo SA el régimen de exclusión de socio previsto en el artículo 91 LSC bajo el argumento de que el mercado ha superado el modelo *intuito rei* puro imaginado por el legislador del 72 y del 82. El modelo empresario de la sociedad anónima cerrada se ha impuesto sobre el modelo de la sociedad anónima de capital disperso y con cotización de sus acciones<sup>1</sup>. En opinión de estos autores este argumento empírico (o de mercado) bastaría para aplicar al tipo social capitalista, el sistema de exclusión judicial del artículo 91 LSC.

La doctrina impulsora de esta corriente se ha focalizado en una sola solución posible: la aplicación análoga del sistema de exclusión previsto para los tipos personalistas.

Nuestra propuesta consiste en criticar esta mirada ciega de la ley de sociedades ofreciendo al intérprete una visión más generosa de la ley 19.550. Para nosotros la exclusión del accionista en el tipo sociedad anónima se encuentra habilitado, sin necesidad de recurrir a modelos análogos.

En definitiva la exclusión no es otra cosa que un negocio de rescate de participaciones societarias (acciones o cuotas) y como tal debe ser abordado. Esta es nuestra propuesta y en esa dirección serán encaradas estas breves reflexiones. Esperamos sean de interés y utilidad.

## II. Los casos Microómnibus Ciudad Buenos Aires SA y Nargam SA.

### (i) El caso *Microómnibus*<sup>2</sup>.

Los hechos son simples. En el caso *Microómnibus Ciudad Buenos Aires SA* la sociedad solicitó la exclusión de un accionista invocando grave incumplimiento a sus obligaciones sociales. La sociedad invocó la aplicación análoga del artículo 91 LSC asegurando que atento a que estábamos parados ante una sociedad anónima cerrada correspondía aplicar el sistema de exclusión previsto por la ley para las sociedades personalistas, incluida la de responsabilidad limitada.

*Microómnibus* habría alegado un comportamiento perturbador del accionista minoritario (sin que el fallo especifique cuáles) y que por esa razón debía aceptarse el proceso de exclusión judicial admitido por la ley para los otros tipos societarios.

Un dato importante: en la asamblea que decidió la exclusión del accionista minoritario se había aprobado acto seguido reformar los estatutos sociales incorporando un pacto de exclusión mediante la aplicación análoga del proceso judicial de exclusión previsto en el

---

<sup>1</sup> La intervención del Estado Nacional a través de la ANSeS mediante la expropiación de las acciones cotizadas en poder de las AFJP es una muestra elocuente y patética de que el modelo de oferta pública, de capital abierto y disperso ha sido bastardeado. *Vid.*, nuestro trabajo crítico *Política de dividendos en sociedades cotizadas. ¿Sociedades abiertas de capital cerrado? ¿Qué dirían Modigliani & Miller? Nuevo rol de la ANSeS*.

<sup>2</sup> CNcom., sala F. *Microómnibus Ciudad de Buenos Aires SA c Martínez, Daniel*. El lector interesado puede consultar este fallo en Le Ley Online: AR/JUR/8478/2011

artículo 91 LSC. Este dato debe ser tenido muy en cuenta por el lector puesto que, en nuestra opinión, sería el nudo gordiano del caso.

El pedido de exclusión fue rechazado *in limine* por el juez *a quo*.

(ii) *El caso Nargam SA (Hotel Nogaró de Buenos Aires SA)*<sup>3</sup>

Se trata de la exclusión de un socio extranjero, una sociedad limitada española tenedora del 26% del capital social y votos de la sociedad Hotel Nogaró de Buenos Aires SA. La sociedad que intentaron excluir es Maisti SL. La demanda de exclusión la promovieron Nargam SA y Pedro Fernández Verdugo, éste último como accionista del hotel.

Según los dichos de los actores el socio Maisti SL habría incurrido en conductas perturbadoras para el normal giro del negocio, habría perturbado las tareas contables y administrativas además de haber promovido numerosos pleitos en el foro mercantil y criminal. Toda esta batería de hechos habría quebrantado el *affectio societatis* y lesionado el interés social tornándolo ilusorio –en opinión de los actores- la continuidad del vínculo asociativo. Explicaron los actores que siendo Hoteles Nogaró de Buenos Aires SA una sociedad cerrada correspondía hacer lugar al proceso de exclusión solicitado. No aceptar la exclusión solicitada con fundamento en el artículo 91 LSC implicaría hacer prevalecer un formalismo legal excesivo por sobre la realidad: las sociedades anónimas de capital cerrado contienen una fuerte dosis de personalismo y por ende asimilables al tipo SRL.

En este caso el juez *a quo* también negó la solicitud de exclusión.

Una primera conclusión: en primera instancia la exclusión del accionista no gozaría de buena simpatía.

### III. El criterio de la sala F vs el criterio de la sala D.

Resulta sumamente enriquecedor observar la mirada que ambos tribunales han tenido sobre un mismo hecho: *la exclusión del accionista por justa causa*.

La justa causa habría sido el grave incumplimiento a cierta obligación contractual: velar por la *affectio societatis* y dirigir su conducta asociativa en pos del interés social.

Ambos tribunales aceptaron la realidad de mercado de que el modelo de sociedad anónima de capital cerrado está muy lejos de aquel modelo de sociedad anónima de capital abierto, disperso y atomizado imaginado por el legislador de la década del 70 y caracterizado por las sociedades anónimas cotizadas. Ambos tribunales confirmaron la sentencia *a quo*, pero lo hicieron con base a fundamentos muy opuestos y éste es, en nuestra opinión, el núcleo duro del debate que proponemos.

En efecto, aún cuando ambas salas del foro receptan esta realidad de mercado – no haberlo hecho habría sido rayano con la esquizofrenia – lo relevante es que tanto la sala F como la sala D opinaron de manera diversa y observaron la realidad desde una prisma diferente. Esta contradicción de percepción lejos de apaciguar las aguas terminará agregando mayor incertidumbre a los operadores de mercado: ¿es lícito excluir al accionista de una sociedad anónima?

(i) *El criterio de la sala F: una mirada amplia de corte contractualista (fallo del 3.02.2011)*.

<sup>3</sup> CNcom., sala D. *Nargam SA c Maisti SL*. El lector interesado puede consultar este fallo en Le Ley Online: AR/JUR/76295/2011

Esta sala no descartó la posibilidad de la exclusión del accionista. Con criterio que compartimos fijó la siguiente postura: si bien el artículo 91 no incluye al tipo S.A. dentro del catálogo de sociedades por el cual el socio puede ser sacado a la fuerza, dicha omisión no significa que debamos descartarlo. Para esta conclusión el tribunal partió de una mirada un poco más generosa de la ley de sociedades, y si se quiere, se buscó una interpretación profundamente constitucional arraigada en el principio de reserva consagrado en el artículo 19 CN: *todo lo que no está prohibido está permitido*. Dijo la sala: “*su falta de mención no debe ser equiparada a un prohibición*” (sic).

Y esto no es poco a la hora de hacer el ejercicio hermenéutico de la ley de sociedades 19.550. Es verdad que el tipo S.A. no está incluido expresamente dentro del catálogo de sociedades habilitadas a excluir pero dicho silencio no significa que la opción de exclusión esté expresamente vedada para este tipo de sociedades. El problema radica en averiguar cuál es la vía para lograr la exclusión. Y diremos más, la exclusión del accionista está expresamente admitida, pero sobre esto volveremos más abajo.

La sala F admitió que la sociedad anónima y/o cualquiera de los accionistas puedan promover demanda de exclusión y suspensión de los derechos políticos y económicos, ésta última como medida cautelar<sup>4</sup>. En definitiva el juzgador de alzada revisando el fallo de primera instancia aceptó que el accionista pueda ser echado de la sociedad bajo el proceso judicial de expulsión previsto en el artículo 91 a 94 de la LSC para el tipo SRL<sup>5</sup>.

Tengamos presente que en el caso Microómnibus la asamblea de accionistas que había decidido despedir al accionista culposo había aprobado, acto seguido, incorporar a los estatutos sociales un pacto de exclusión expreso bajo la fórmula del artículo 91 LSC. El tribunal evaluó y analizó este aspecto del caso y aceptó que los estatutos sociales de una SA puedan prever semejante cláusula. Coherente con su mirada amplia y de neto corte contractualista la sala F entendió que no está prohibido al tipo anónimo incorporar a los estatutos un pacto de exclusión semejante.

Digamos lo siguiente: la sala F confirmó el fallo *a quo* negando la exclusión. Dicha negativa se fundó en que no es factible excluir al accionista de una SA sin un expreso pacto en los estatutos sociales que así lo habilite.

Lo interesante de este precedente es lo siguiente: ¿qué hubiera dicho el tribunal *ad quem* si la sociedad contaba con pacto expreso de exclusión? Esta es quizás, la principal enseñanza del caso Microómnibus.

La sala F negó la exclusión sin un pacto expreso que así lo autorice. Esto quiere decir que en definitiva habilita la exclusión<sup>6</sup>. Compartimos esta mirada contractual, amplia y constitucional de la ley de sociedades.

(ii) *El criterio de la sala D: una mirada restrictiva de corte legal (fallo del 21.10.2011).*

No fue muy diferente el sentir de la sala D en el caso Nargam. Aquí el tribunal también confirmó el fallo *a quo* denegando la exclusión. Lo que cambia respecto del caso anterior es la mirada del juez sobre el mismo problema. Aquí el tribunal dijo algo así como *lo que no está permitido está prohibido*. Desde esta perspectiva falló contra la exclusión.

<sup>4</sup> El lector interesado puede leer VAN THIENEN – DI CHIAZZA. *Suspensión de los derechos del accionista por (grave) incumplimiento a sus obligaciones: el caso Bingo Caballito SA*. Working Paper CEDEF 56. [www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)

<sup>5</sup> *Vid.*, esta misma sala in re *Sanchez, Juan c Simonelli, Mario s/ medidas precautorias*.28.06.2011.

<sup>6</sup> Decimos habilita la exclusión pues en el modelo de exclusión social de la ley de sociedades está permitido el pacto comisorio tácito para todos los tipos sociales indicados en el artículo 91, excepto para el tipo SA donde se exige pacto comisorio expreso. La única forma de excluir al accionista con pacto comisorio tácito en la SA es en el supuesto de mora en el aporte.

Para la sala D los únicos supuestos de resolución parcial forzosa del contrato asociativo anónimo son el receso y la mora en el aporte. Fuera de estos supuestos el accionista posee carta de ciudadanía en el contrato de S.A. Aquel no puede ser excluido. La posición de socio sería un derecho inalienable.

Anticipamos nuestra profunda discrepancia con esa forma de sentir e interpretar la ley.

La sala entendió que el pacto de exclusión podría ser admitido –de *lege ferenda*– en sociedades anónimas de tipo familiar por los especiales vínculos afectivos y subjetivos de esta clase de empresas. Negó a la sociedad Hotel Nogaró de Buenos Aires SA la calidad de empresa familiar siendo por lo tanto inviable la exclusión.

Debemos criticar esta postura puesto que el pacto de exclusión no es un pacto habilitado únicamente para las llamadas sociedades de familia sino para todas aquellas sociedades mercantiles cerradas, sean familiares o no. El modelo de exclusión previsto en el artículo 91 LSC no fue pensado para atender la patología de la empresa familiar sino, como mecanismo de defensa del interés social de las sociedades personalistas o pseudocapitalistas sin importar el grado o naturaleza del vínculo afectivo subyacente bajo el *status socii*.

La sala entendió que no estando el tipo SA dentro del catálogo de sociedades habilitadas para ejercer la exclusión corresponde negarla. Entendió que el único deber activo que tiene el accionista respecto de la sociedad anónima es, precisamente, el aporte de capital y por esta razón el legislador acepta la exclusión a causa de este incumplimiento contractual. No habría otra *justa causa o grave incumplimiento* que habilite a la SA a ejercer un pacto comisorio tácito.

Con una mirada anclada en el pasado citando las fuentes del código de comercio la sala D fue tajante: no es posible la exclusión en el tipo anónimo *aún con pacto expreso*.

Observamos entonces una visión opuesta y contraria a la adoptada por la sala F. Y esto sí es un problema puesto que genera incertidumbre en los operadores mercantiles: ¿es lícito el pacto de exclusión en la anónima?

Ahora bien si nos detenemos un poco en el fallo y profundizamos un poco más la mirada nos gustaría rescatar un párrafo (que no queremos que pase inadvertido) para ver si de él podemos extraer una solución práctica. Dijo el juez Vasallo: “*Dentro de este catálogo no se encuentra la sociedad anónima (...) lo cual no permite ni a la sociedad ni a sus socios pretender la exclusión. Cuanto menos por esta vía*”.

La pregunta es: ¿y cuál sería esa vía?

Hacia allá vamos.

#### **IV. La exclusión judicial y la exclusión extrajudicial (el caso Hormigones Córdoba SRL).**

Los casos que hemos analizado tratan sobre la exclusión judicial del accionista. En uno se lo incorporó como pacto expreso en los estatutos sociales, en el otro no había referencia alguna a esta solución.

Nuestra ley de sociedades admite la exclusión del socio en las sociedades personalistas sin necesidad de previsión expresa en los estatutos sociales. Basta que se produzca una cualquiera de las causales de exclusión previstas en la ley para que la salida forzosa prospere. La cuestión de fondo será probar y acreditar en sede judicial la causal de exclusión.

La salida forzosa, imperativa y a los palos del socio incumplidor sólo sería factible – según la ley societaria - con un debido proceso judicial. Es imperativa la intervención del Estado para dirimir esta contienda. La ley impone la participación de la justicia para resolver definitivamente la exclusión. Está claro que la justicia sólo intervendrá si el socio excluido no está conforme con la decisión de exclusión, caso contrario la salida por incumplimiento a los deberes de socio será siempre materia disponible y transable.

Resulta muy interesante traer a este debate el precedente *Hormigones Córdoba SRL* que fuera decidido por la Cámara Civil y Comercial de la 2da Nominación de la provincia de Córdoba. En este precedente se discutió en el expediente la posible exclusión *extrajudicial*. El tribunal fallo a favor de esta solución privada bajo los siguientes argumentos:

1. *No es verdadero que en el diseño de la ley de sociedades la exclusión extrajudicial pactada en el estatuto fundacional sea inaceptable.*
2. *Si bien la ley impone recurrir a la justicia para excluir a un socio nada obsta que esa exclusión pueda pactarse y diseñarse para que funciones sin intervención del Estado conforme lo autoriza el artículo 1197 C.c..*
3. *La exclusión opera por la sola decisión de la asamblea dejando a salvo el derecho del socio excluido a recurrir a la justicia para que revoque la medida.*
4. *Es suficiente el incumplimiento a una obligación contractual sin que sea necesario prueba del daño patrimonial.*
5. *La exclusión prospera cuando se acredita el incumplimiento contractual que debe ser, siempre, un grave incumplimiento para que la medida prospere.*
6. *Producido el grave incumplimiento las obligaciones societarias no es necesaria la previa interpelación para que prospere la exclusión extrajudicial.*

Un precedente para tener muy en cuenta si creemos en la fuerza reguladora de la autonomía de la voluntad y estamos convencidos de que nos enfrentamos a derechos disponibles amparados por normas dispositivas o supletorias de la ley 19.550.

## **V. La exclusión como resolución parcial del contrato asociativo.**

La exclusión como mecanismo de salida forzosa ha sido pensada en *clave de sanción* frente a la causal de grave incumplimiento, y en *clave de prevención* para las otras causales previstas en la ley. La quiebra, el concurso civil, la incapacidad o la inhabilitación son causales de exclusión de neto corte preventivo. La exclusión ha sido concebida por la doctrina especializada como resolución parcial del contrato plurilateral.

La salida del socio implica tres cosas: (i) reducción del capital emitido en proporción al capital reembolsado por exclusión, (ii) cancelación de la fracción ideal de ese capital reducido y (iii) reforma del contrato asociativo (para el caso de las sociedades personalistas). O sea, la exclusión nos conduce de lleno (para el supuesto de una sociedad anónima) a los artículos 220.1 y 235 LSC.

Nosotros creemos que esta vía no es la única posible ni es excluyente de otras, para implementar una exclusión. Podemos intentar otras vías posibles previstas en la ley societaria, o que sean fruto de un pacto contractual estatutario, o de una decisión social asamblearia.

Entendemos que la exclusión puede implicar tanto resolución parcial del contrato asociativo como resolución total del contrato de suscripción sin resolución parcial del contrato

plurilateral. Nos referimos al negocio de rescate por reembolso sin reducción de capital. Sobre esto volveremos más abajo en el punto XI.

## **VI. La exclusión como pacto comisorio tácito.**

Lo que llamamos exclusión en la disciplina societaria no sería otra cosa que una fórmula de pacto comisorio tácito previsto en la ley para resolver el vínculo contractual con el socio incumplidor, el socio concursado, incapaz o inhabilitado. La fórmula de exclusión no pasa de ser un mero pacto de comiso muy similar al previsto en el artículo 216 del C.Com., para los contratos en general.

La parte cumplidora podrá rescindir el contrato por culpa de la parte incumplidora pudiendo aquella interpelar o no a la parte incumplidora para que deje de incurrir en mora. Nada muy alejado de la fórmula comisoria. Basta revisar los artículos 37 y 193 de la ley societaria para advertir que la exclusión por mora en el aporte impone intimación previa.

Todos sabemos que en el ámbito contractual los pactos comisorios expresos buscan evadir la previa intimación frente a incumplimientos contractuales cuando aquel es de tal envergadura o gravedad que torna inútil la interpelación previa. Sobre esto hay frondosa jurisprudencia del foro que apoya la tesis de la resolución contractual de pleno derecho y sin intimación previa. Nada impide aplicar similar criterio al contrato plurilateral de organización.

La exclusión no es más que una ruptura contractual devengada a favor de la sociedad por exclusiva culpa del socio o por otras causas expresamente pactadas en los estatutos, o por aquellas expresamente numeradas en la ley.

¿Este pacto comisorio es sólo útil para las sociedades personalistas?

## **VII. La exclusión por mora como pacto comisorio expreso en el modelo anónimo.**

No obstante el principio general de que todos los contratos (civiles o mercantiles) son rescindibles por culpa, el modelo de sociedad anónima de nuestra ley 19.550 prevé una solución diferente respecto de la mora en la integración del capital. Esto suena paradójico. Siendo ésta la principal obligación en la sociedad capitalista por excelencia, nuestro legislador previó como única sanción tácita la suspensión de los derechos inherentes a las acciones en mora. Ahora bien para que se produzca la exclusión como pacto comisorio la ley impone que dicho pacto sea expreso en los estatutos sociales. Así lo ordena de manera imperativa el artículo 192 y 193 de la LSC.

La paradoja reside en que en el modelo personalista la mora conlleva *exclusión tácita* por imperio del artículo 37 mientras que en el modelo capitalista la mora devenga *suspensión tácita* de los derechos más no la exclusión. Ésta debe estar expresamente pactada en los estatutos. Basta revisar el artículo 37 de la LSC para darnos cuenta de esta profunda incoherencia.

Más allá de esta incoherencia revelaría que la exclusión en el modelo capitalista sólo puede ser mediante cláusula expresa.

## **VIII. La exclusión del socio en el modelo *intuitu personae*: un concepto en crisis.**

Está claro y es más que evidente que la resolución contractual está expresamente habilitada para las sociedades de tipo personalistas y para la SRL como tipo híbrido capitalista.

Aún cuando compartamos la visión de la sala F no podemos tapar el sol con las manos en el sentido de que no fue intención del legislador incluir a la sociedad anónima dentro del elenco

de sociedades habilitadas a rescindir el contrato de suscripción con el accionista, al menos bajo la fórmula de pacto tácito.

La exclusión entendida como fórmula de *sanción o prevención* sólo se la ha admitido en los modelos societarios no capitalistas. Todos sabemos que esto debe ser revisado por imperio de mercado. La realidad hoy día es que el molde capitalista pensado por el legislador hace más de 30 años está en profunda crisis empañado por un profundo sentido personalista de la reunión de capitales. Nadie puede negar a esta altura del partido que la sociedad anónima capitalista ha construido parte de su éxito y desarrollo en base a las relaciones subjetivas o estratégicas de sus accionistas. Sea la anónima una empresa de familia destinada a la explotación de un kiosco de golosinas o un *joint venture* multinacional para la exploración de petróleo en la plataforma submarina, el dato personal del accionista sigue siendo lo que paga. El *know how*, la tecnología, el desarrollo de mercado, las marcas, la clientela son todos intangibles que hacen que una persona califique y sea elegida para la formación de un emprendimiento mercantil. El tipo S.A. es el modelo contractual y la estructura legal que mejor se ajusta a estas necesidades y donde el pacto de exclusión no puede estar prohibido<sup>7</sup>.

### **IX. La exclusión del accionista en el modelo de la sociedad anónima cotizada y la declaración unilateral voluntaria de adquisición: un modelo para tener muy en cuenta.**

El decreto 677/01 sobre Régimen de Transparencia para las sociedades cotizadas incorporó a nuestro sistema societario una novedad: el inversor puede ser excluido de la sociedad anónima.

Este sistema conocido en otros mercados como *Squeeze- out Transaction* tiene por misión habilitar a una sociedad anónima sacarse de encima a ciertos accionistas minoritarios que podrían entorpecer cierta operación de fusión o de salida del régimen de oferta pública. Esta operación de exclusión forzosa tiene por objetivo priorizar el interés social o el interés del grupo por encima del interés personal del inversor. A punto tal que a estos minoritarios consumidores financieros se los rotula como *residuales*. Esta sola referencia ya nos da una seria pauta de desprecio.

Para el régimen de sociedades cotizadas la exclusión del accionista ya no es un misterio. No es una herejía.

La sociedad cotizada se encuentra expresamente habilitada por un decreto-ley de dudosa constitucionalidad. No obstante estas razonables dudas existen en nuestro mercado numerosos precedentes de exclusión por salida del régimen de oferta pública, pudiendo afirmarse que el sistema de *squeeze out* funciona razonablemente bien y sobre rieles.

Estamos frente a un caso de exclusión en clave de prevención (tal como lo habíamos explicado más arriba) puesto que esta solución se brinda en favor de la sociedad emisora con el propósito de permitirle llevar a cabo y sin tropiezos un negocio de reorganización societaria evitando que accionistas residuales entorpezcan la decisión social. Con este esquema de exclusión unilateral, forzoso e imperativo se busca tutelar el interés de la sociedad y, en alguna medida, el interés del pequeño inversor pagándole un justo precio por sus acciones, esto es dándole liquidez a sus acciones ya carentes de mercado. El inversor residual sólo tendrá a su favor la acción de impugnación de precio equitativo, si considera que el precio

---

<sup>7</sup> El lector interesado puede consultar nuestra opinión VAN THIENEN – DI CHIAZZA. Working Paper 56. *Suspensión de los derechos del accionista por (grave) incumplimiento a sus obligaciones societarias: el caso Bingo Caballito*. También se puede consultar *La asociación civil como accionista: el caso Boca Crece*. Working Paper 29 y *El empresario individual y el socio de cómodo: el caso Fracchia Raymond*. Working Paper 1D. Todos estos trabajos publicados en [www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)

ofrecido por sus acciones no es un precio justo y de mercado. Esto es lo que se denomina en otros mercados como *Appraisal Remedy* y es la única solución posible para el accionista excluido y disconforme.

El sistema opera de maravillas y de manera muy simple: (i) la sociedad emisora (o su controlante) emite la voluntad de adquirir bajo la fórmula de oferta unilateral irrevocable, (ii) el directorio de la sociedad emisora procede a la transferencia de las acciones a nombre del oferente registrando la cesión en el libro de registro y (iii) el directorio procede al depósito del precio en una cuenta bancaria. Sólo se exige que estos actos declarativos y de transferencia tengan fecha cierta.

¿Podríamos imaginar o diseñar en los estatutos sociales de una anónima cerrada un esquema de salida análogo o similar a éste?

### **X. La incorporación del pacto de exclusión en los estatutos sociales de la S.A: rompiendo un mito.**

La sala F en caso Microómnibus nos confirma. El precedente Hormigones Córdoba también. El régimen de transparencia para las sociedades con oferta pública de acciones habilita un mecanismo de exclusión. Todo esto nos está indicando que *se está rompiendo un mito entre nosotros*: en las sociedades anónimas es posible excluir al accionista. Una mirada civilizada y moderna nos impone romper con interpretaciones anacrónicas ancladas en un pasado histórico que nada tiene que ver con la realidad actual de nuestro mercado. La pregunta de fondo que debemos hacernos es si el mecanismo de exclusión debe necesariamente estar pactado en los estatutos de la S.A.

### **XI. ¿Qué está pasando en otros mercados?**

Nos llama la atención que ingresados en el siglo XXI estemos aquí abriendo este debate sin advertir ni darnos cuenta de que la rueda ya fue inventada.

La verdad y lo cierto es que mientras nuestros tribunales dictaban veredicto en los casos Microómnibus y Nargam, el Rey Juan Carlos I de España ponía en efecto la ley 25/2011 del 1º de agosto de ese año que introdujo una reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y por la que se incorporó a la ley de sociedades anónima española la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo. En dicha normativa se incluyó expresamente y sin rodeos la *exclusión del accionista* de la sociedad anónima. Se lo incorporó en estos términos: “*En las sociedades de capital, con el consentimiento de todos los socios, podrán incorporarse a los estatutos causas determinadas de exclusión o modificarse o suprimirse las que figurasen en ellos con anterioridad*”.

Es bueno destacar que este pacto de exclusión incluso es válido para las sociedades con oferta pública. ¡El que quiera oír que oiga!

### **XII. La exclusión como negocio causal del rescate de participaciones societarias.**

Tanto la SRL como el tipo SA están expresamente habilitados a rescatar sus participaciones, pudiendo ese negocio jurídico implicar (o no) resolución parcial del contrato plurilateral. Las causas que pueden justificar el negocio de rescate pueden ser muchas y variadas pudiendo ser, por ejemplo, la opción de preferencia ejercida por la SRL conforme lo autoriza el artículo 153 LSC. En este caso estamos ante un negocio de rescate por enajenación del socio y en la que la SRL puede ser parte compradora. Otro ejemplo de rescate lo podemos encontrar en el derecho de receso. En este supuesto el socio opta por salir voluntariamente de la sociedad estando la SRL o la SA forzada a la adquisición de la participación del socio recedente (Art. 160 y 245 LSC).

El caso de exclusión previsto en el artículo 91 y sgtes de la ley 19.550 también es un negocio de rescate pero con la salvedad de que en este supuesto quien ejerce la opción de salida no es el socio sino la propia sociedad emisora. No hay lugar a dudas de que la decisión social de exclusión como causal de resolución contractual nos pone frente a un negocio de rescate. La *exclusión* sería entonces la *causa fin* de este negocio jurídico.

Así las cosas podemos observar que la sociedad puede rescatar sus participaciones ya sea porque el socio decide ejercer la opción de salida (*opción put* ejercida a través del receso) o porque es la propia sociedad quien decide ejercerla (*opción call* a través de la exclusión). En ambos casos estamos parados ante un mismo negocio jurídico de rescate, lo que cambia es la causa del negocio.

(i) *Cláusula de rescate (implícito).*

Dicho lo anterior podemos concluir que las acciones o cutas nacen con *cláusula de rescate implícita*. El rescate a opción de la sociedad emisora o del socio dependiendo de que estemos frente al negocio de receso o al negocio de exclusión. Decimos que es implícita puesto que la causa del rescate nace de la propia ley y no precisa ser fijada por asamblea como condición emisión (art. 188 LSC).

El derecho de rescate para *evitar un daño grave* es una típica cláusula de rescate implícita (*vid.* Artículo 220.2 LSC).

(ii) *Cláusula de rescate (explícito).*

Todos sabemos que el capital puede ser recatado en cualquier momento o en fecha determinada a opción de la sociedad, a opción del socio o de un tercero. Fuera de los casos mencionados en (i) anterior observamos que para que opere el rescate es necesario fijar ese derecho en condiciones de emisión específicas. La ley exige que el rescate voluntario sea consensuado por los dueños del capital. Siendo esto así nada impide fijar en las condiciones de emisión el derecho de rescate por justa causa: grave incumplimiento a las obligaciones de socio. Dicha condición de emisión integrará la ley de circulación del título y como tal oponible a todos los titulares y la sociedad.

### **XIII. La exclusión del accionista y la amortización de acciones en el modelo de la S.A.**

Que el accionista de una SA puede ser excluido forzosamente del contrato social no hay dudas sobre ello. Hemos citado a modo de ejemplo y como botón de muestra el esquema de *Squeeze out* del decreto-ley 677/01 para las sociedades de capital abierto. Sin embargo para las anónimas cerradas el legislador previó la exclusión forzosa mediante el mecanismo de *rescate por amortización*.

En efecto, el artículo 223 autoriza la amortización total o parcial de acciones completamente integradas. Para que la exclusión por amortización prospere el legislador obligó sólo una cosa: que la exclusión por amortización esté expresamente prevista en los estatutos sociales. De esta forma se acepta la exclusión forzosa consensuada. Esto quiere decir que el pacto de exclusión por amortización puede estar consensuado por unanimidad o por simple mayoría de votos incorporando la cláusula de amortización vía reforma estatutaria.

Hablamos de *exclusión por amortización total del capital* puesto que el negocio está planteado en términos aleatorios y forzosos. El propio mecanismo de la ley sujeta a este negocio de exclusión a ciertos recaudos de validez: (i) resolución previa de asamblea que fije el justo precio y (ii) mecanismo de sorteo o similar que garantice el trato igualitario entre todos los accionistas. Aquel que salga elegido deberá abandonar la sociedad en una suerte de *Reality Show*: “*estás nominado*”.

La doctrina especializada es conteste en admitir que la amortización de acciones es un rescate consensuado de exclusión imperativa en la que el accionista pierde definitivamente su calidad de socio. A cambio de su salida forzosa se lo dará un bono de goce (*vid.*, artículo 223.3).

Esto nos está indicando que la exclusión del accionista no es tabú en el modelo de la SA sino todo lo contrario, aquel está expresamente admitido para el caso de amortización.

¿Y la exclusión por otra causa contractual?

#### **XIV. La exclusión del accionista por justa causa.**

Estamos intentando derribar algunos preconceptos de cierta doctrina. Estamos intentando una mirada más generosa y no tan dogmática de la ley societaria. Sabemos que estamos transitando un camino resbaladizo y sinuoso plagado de miradas acusadora e inquisidoras, como lo hacían los Escribas y Fariseos hace más de 2.000 años.

Admitido que en el modelo SA el accionista puede ser excluido por justa causa debemos averiguar ahora, cuál es la vía para lograr ese objetivo. Una de las vías estudiadas hasta aquí fue la del pacto estatutario por el cual se adhiere al contrato social la fórmula de exclusión prevista en el artículo 91. Desde aquí arrancó nuestra tarea reflexiva.

El caso Microómnibus trató precisamente de ello: desalojar al accionista culposo mediando juicio de exclusión y la posibilidad de incorporar esta vía a los estatutos sociales.

Mirada la exclusión como negocio de rescate observamos que no sería necesario transitar el camino del expediente judicial para lograr dicho objetivo.

En el modelo de la SRL el artículo 91 LSC admite la exclusión por *grave incumplimiento* a las obligaciones del socio. En el modelo de la SA el artículo 220.2 autoriza a la sociedad rescatar sus propias acciones para evitar un *daño grave*. Esta última es la raíz de nuestra propuesta: la exclusión del accionista por *grave incumplimiento* a sus obligaciones pudiendo por lo tanto la sociedad anónima rescatar sus propias acciones con fundamento en el *daño grave*.

A esto se debe el título de este trabajo: *el rescate de acciones por exclusión del accionista*.

El negocio de rescate previsto en el inciso 2º del artículo 220 puede tener múltiples causas, siempre y cuando dicha causa tenga como finalidad evitar la producción de un daño a la sociedad. La posibilidad de que el daño se produzca habilita el rescate.

Entre nosotros los autores que han intentado abordar este artículo han encontrado como ejemplo clásico la adquisición de las propias acciones como consecuencia de la variación negativa del precio de cotización en el mercado. La doctrina autoral no tuvo capacidad para imaginar otros ejemplos posibles más allá del mencionado. Y la verdad es que ejemplos de daño grave en las sociedades anónimas cerradas hay por doquier; uno de ellos, la violación al deber de buena fe que todos los accionistas le deben a la sociedad y se deben entre sí y cuyo incumplimiento devenga la resolución de cualquier contrato (civil o mercantil). Recordemos que el deber de lealtad no sólo lo deben los administradores sino también los socios y accionistas (*vid.*, artículos 241, 242 y 248 LSC). Aquí nos remitimos a lo mencionado en capítulos anteriores<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> El caso Sánchez plantea precisamente la exclusión del socio en la sociedad Ascensores Cóndor SRL por actividad en competencia del socio Simonelli. *Vid.*, VAN THIENEN – DI CHIAZZA *Exclusión de socio por actividad en competencia: un fallo interesante*. Working Paper CEDEF. [www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)

El artículo 91 nos habla de *grave* incumplimiento mientras que el artículo 220.2 nos habla de daño *grave*. Demasiadas coincidencias para nuestro gusto. En ambos casos el legislador exigió para la extinción de la relación jurídica contractual que la causa de la extinción deba ser *grave*. La pregunta que uno debe formularse es si el grave incumplimiento a una obligación de socio que trae aparejado un grave daño al patrimonio social habilitaría la exclusión por vía del artículo 220.2 de la LSC. La respuesta afirmativa no puede esperar.

El rescate por exclusión es un negocio unilateral y forzoso al que debe someterse el accionista puesto que concebida la exclusión como fórmula comisoria, la parte cumplidora ejerce la opción de salida resolviendo definitivamente el contrato por exclusiva culpa del accionista.

Observamos así que bajo el modelo de la SA el accionista puede ser excluido por culpa si con su culpa causa daño al patrimonio social, no siendo necesario transitar la vía del expediente judicial sugerida por el artículo 91 para el modelo SRL.

Si leemos el artículo 220.2 LSC con detenimiento y fino cuidado observaremos que dicho dispositivo habilita al directorio ejercer el rescate de las acciones decisión que deberá ser justificada en la próxima asamblea ordinaria. Esto pone en evidencia la emergencia de la norma. Siendo necesario evitar la producción del daño el legislador concedió amplias facultades de gestión al órgano de administración para ejecutar el rescate, incluso por exclusión (art. 234.1 LSC). Qué debemos entender por justificar. Que el directorio debe explicar las razones del rescate. Justificar no implica aprobar. Esto quiere decir que el rescate por exclusión no está sometido a condición resolutoria ni suspensiva. El negocio jurídico de rescate por exclusión queda firme y es irrevocable desde el momento en que el directorio ejerce la opción de salida comunicando su decisión al socio incumplidor quien a cambio de su salida recibirá el justo precio.

*(i) El artículo 220.2 no implica resolución parcial del contrato.*

Siendo el rescate por exclusión financiado con cargo a ganancias líquidas y realizadas o reservas libres quedando las acciones depositadas en cartera observamos que la decisión de exclusión no implica resolución parcial del contrato sino solo una sustitución del accionista. No es verdad que la exclusión deba forzar la resolución parcial del contrato plurilateral puesto que bien puede rescatarse las acciones con cargo a reservas patrimoniales para volver a colocarlas entre los accionistas dentro del año de adquiridas (art. 221 LSC).

*(ii) El artículo 220.2 no implica intervención judicial.*

El mecanismo de rescate por exclusión para evitar un daño grave no implica tener que transitar la demanda de exclusión. El mecanismo de rescate que proponemos posee una fuerte dosis extrajudicial. La celeridad y eficacia de esta solución extrajudicial es indiscutible. La verdad es que transitar el proceso judicial de exclusión obliga solicitar la cautelar de suspensión de los derechos del socio que se pretende excluir. El rescate con fundamento en el artículo 220.2 produce la transferencia de titularidad de las acciones a nombre de la sociedad debiendo ésta pagar el precio y quedando los derechos de las acciones suspendidas mientras éstas permanecen en cartera.

Hemos visto arriba cómo la justicia de la provincia de Córdoba admitió el pacto estatutario de exclusión extrajudicial de socio.

*(iii) El artículo 220.2 exige daño (real o potencial).*

Está claro que para que proceda el rescate por exclusión es necesario y condición de validez la ocurrencia de un daño. Lo interesante de la fórmula de este dispositivo es que el daño puede haber ocurrido o puede ser meramente potencial. Recordemos que el rescate tiene por

objetivo *evitar* la ocurrencia del daño. Por lo tanto no es necesario que éste deba ocurrir para proceder al rescate.

No estamos frente a un supuesto de responsabilidad civil sino frente a una típica norma de carácter preventivo.

*(iv) El artículo 220.2 no exige consenso bilateral.*

El negocio de rescate previsto en el artículo 220.2 es – por esencia – un negocio unilateral. Si bien no descarta la bilateralidad entendida como oferta – aceptación para la formación del contrato de transferencia, la verdad es que dicho dispositivo tampoco descarta el negocio unilateral y forzoso.

El sentido económico de la norma – evitar el daño grave al patrimonio social – habilita el negocio de rescate imperativo, forzoso y unilateral. Detrás de este dispositivo subyace la clara intención del legislador por tutelar el interés social. Si el objetivo es proteger el patrimonio de potenciales daños causados por graves incumplimientos a las obligaciones sociales de un socio o grupo de socios, no podemos dejar en manos del accionista culposo el negocio de rescate. Dejar la transferencia en manos del accionista culposo sería otorgarle el monopolio de la decisión de rescate por exclusión.

Dicho esto advertimos que el artículo 220.2 encaja perfecto como fórmula de rescate por justa causa.

*(v) El artículo 220.2 y el precio de rescate por exclusión.*

Si la ley prevé la fórmula de valor patrimonial proporcional (VPP) para la salida voluntaria del accionista recedente, misma fórmula debemos aplicar para la salida forzosa por culpa del accionista descontado los daños y perjuicios ocasionados a la sociedad (art. 245 LSC). Dependiendo de la magnitud de los daños el socio podría quedar en una posición pasiva y deudora respecto de la sociedad.

*(vi) El artículo 220.2 nos evita la cautelar sobre los derechos políticos y económicos de las acciones rescatadas.*

La acción judicial de exclusión prevista en el artículo 91 LSC tiene añadida la cautelar prevista en el artículo 92 consistente en la suspensión de los derechos políticos y económicos de las participaciones del socio que se pretende excluir. Esta medida preventiva puede solicitarla la sociedad o los socios en el juicio de exclusión.

En nuestra propuesta el rescate implica la suspensión de los derechos de las acciones en cartera. Así lo dispone en forma expresa el propio artículo 221. Siendo esto así observamos que el rescate de acciones por culpa del accionista para evitar un daño grave a la sociedad encastra perfectamente con el interés social tutelado.

*(vii) El artículo 220.2 no exige pacto estatutario.*

La cláusula de exclusión puede estar prevista o no en los estatutos sociales. La exclusión como fórmula comisoria tácita está expresamente reconocida en el artículo 220.2. Dicho esto podríamos válidamente sostener que no precisamos de pacto expreso estatutario para excluir al accionista por *grave incumplimiento* a sus obligaciones, ni por otra justa causa.

Eso sí, el pacto comisorio expreso nos permitirá reducir la incertidumbre a la hora de implementar la exclusión puesto que dicho pacto operaría como cláusula de rescate.

---

Está claro que la fijación en los estatutos de específicas obligaciones a cargo de los accionistas y el rescate por exclusión en clave de sanción por incumplimiento a esas obligaciones, es un camino absolutamente posible bajo nuestro derecho societario.

En este sentido nos enrolamos decididamente detrás del criterio jurisprudencial sentado por la sala F en el caso Microómnibus, piedra angular sobre la cual los padres fundadores construyeron nuestra República: *lo que no está expresamente prohibido está permitido*.

## **XV. Conclusión.**

La interpretación literal y dogmática ensayada por la sala D no alcanza a cubrir nuestras mínimas expectativas.

Es lícito bajo la ley 19.550 proceder a la exclusión del accionista sin que para ello sea necesario recurrir el proceso judicial de exclusión previsto en el artículo 91 LSC.

Nuestro derecho societario mercantil es lo suficientemente dúctil y flexible como para permitir crear pactos estatutarios que faciliten la salida eficaz de accionistas desleales.

Para concluir nos preguntamos lo siguiente: ¿podría excluirse al tercer (adquirente) que ingresa a la SA como accionista en violación del pacto de preferencia? El artículo 152 lo admite en el tipo SRL, ¿está acaso vedado para el tipo SA? El pacto de preferencia y rescate de la acción a favor de la SA para el caso de fallecimiento de un accionista: ¿está prohibido para la SA?

No siendo el estado de socio ni la calidad de accionista un derecho inderogable y no siendo el pacto de exclusión un pacto violatorio del orden público societario, ni violatorio del tipo societario adquieren especial relevancia los artículos 18, 21, 1137, 1195, 1197 y 1198 del Código Civil y su profunda raigambre mercantil.

Esperamos que estas reflexiones hayan sido de utilidad.