

CAPÍTULO III

VALUACIÓN DE LAS ACCIONES EN RECESO

1.	Remisión al último balance aprobado . . .	57
2.	Análisis de balances	58
3.	Métodos	58
	<i>a)</i> Coeficiente de liquidez y solvencia ..	58
	<i>b)</i> Coeficiente de inmovilización	59
	<i>c)</i> Coeficiente de rotación de stocks	59
	<i>d)</i> Coeficiente de ventas líquidas y capital propio de la sociedad	59
4.	Balance ordinario y balance extraordinario	60
5.	Valor de reembolso	61
6.	Reembolso en dinero o en bienes	65
7.	Distinción entre acciones que cotizan y que no cotizan en el mercado de valores	67
8.	Distinción entre activo social y capital social	68

CAPÍTULO III

VALUACIÓN DE LAS ACCIONES EN RECESO

1. REMISIÓN AL ÚLTIMO BALANCE APROBADO

Siburu ¹ nos dice que no estaría de más que en los estatutos, sea espontáneamente, sea por requerimiento del órgano de control, sean fijadas normas de balance sobre cuya base ha de liquidarse al accionista que ejercita el derecho de receso, pues no es admisible que utilizando un mismo balance figuren con valor de un peso inmuebles que representan millones.

Concordantemente, Zavala Rodríguez ² expresa que este concepto responde a la más pura realidad, ya que si bien podrá objetarse que la ley 19.550 en sus arts. 67 y siguientes trata las normas de balance, no menos cierto es que trae normas específicas de valoración de acciones en caso de receso; sólo en principio debe tomarse el último

¹ Siburu, Juan B., *Comentarios al Código de Comercio argentino*, Bs. As., Abeledo, 1923.

² Zavala Rodríguez, Carlos Juan, *Código de Comercio y leyes complementarias, comentados y concordados*.

balance ordinario y siempre y cuando éste no se haya confeccionado con miras a la situación de emergencia, en cuyo caso puede ser objetado.

Es evidente que, pese a toda la referencia que hace la legislación positiva y también el derecho comparado a tomar el último balance, el mismo en la práctica es cuestionado o no según el planteo que haga el socio disidente.

2. ANÁLISIS DE BALANCES

En cuanto al análisis de balances, existen diversos métodos: desde los más convencionales, como el método de valores directos, hasta el método de cocientes, razones o *ratios*, método de números índices, etcétera.

3. MÉTODOS

En lo que hace al derecho de receso, los métodos más utilizados al plantearse el análisis del balance con miras a la estimación del valor accionario, son:

a) *Coficiente de liquidez o solvencia*, en el cual se manifiesta la solvencia de la empresa para afrontar sus obligaciones inmediatas y tiene importancia porque revela la política financiera de la sociedad.

Su importancia depende de cuál sea el porcentual, el que nos da una real situación de la empresa y se obtiene de acuerdo a la siguiente ecuación:

$$\frac{\text{disponibilidades} + \text{créditos} + \text{bienes de cambio}}{\text{deudas} + \text{previsiones} + \text{provisiones}}$$

b) *Coefficiente de inmovilización.* Así también es de importancia el sistema de coeficiente de inmovilización, ya que una empresa puede tener un capital propio y reservas por el activo fijo, es decir, aquellos bienes de uso incorporados permanentemente a la explotación, a lo largo de los años, y que en alguna o gran medida pertenecen a los socios fundadores.

El sistema de coeficiente de inmovilización permite indicar en qué proporción ese capital está invertido en bienes que carecen de fluidez o que no se notan.

c) *Coefficiente de rotación de stocks.* Debe extraerse de la cuenta de ganancias y pérdidas y del balance anterior, comparándolos con el balance analizado, se obtiene:

$$\frac{\text{Stock inicial (al final del balance anterior) + compras} \\ \text{(cuenta de ganancias y pérdidas) + stock final} \\ \text{(balance: bienes de cambio)}}{\text{Stock final (balance: bienes de cambio)}}$$

d) *Coefficiente de ventas líquidas y capital propio de la sociedad.* Refleja si en las ventas se emplean capitales societarios o de terceros. Se obtiene:

$$\frac{\text{Ventas (Stock inicial + compras — stock final)}}{\text{capital, reservas y resultados}}$$

La aplicación de los índices enunciados, conjuntamente con la de otros, nos puede auxiliar a clarificar el objetivo buscado.

El tema motivo de este capítulo ha sido exhaustivamente desarrollado por el destacado economista Bértora, en su trabajo *Valuación de las acciones*³.

³ Bértora, Héctor Raúl, *Valuación de las acciones*.

Castillo ⁴ acota que el Código establece que los accionistas disconformes tienen derecho de exigir el reembolso del valor de sus acciones en proporción al capital social y entiende que hay un error, “pues que ellos tienen derecho también a las reservas y a todos los atesoramientos que pudieran existir en la sociedad”.

Considera que el error “se ha deslizado al tomar el artículo de su modelo, el Código italiano, donde se dice que el derecho de receso se ejerce con relación al activo denunciado en el último balance; pero yendo a la fuente de nuestro Código se aclara cualquier duda que hubiera al respecto”.

4. BALANCE ORDINARIO Y BALANCE EXTRAORDINARIO

Menciona también que la ley se refiere al último balance aprobado por la asamblea de accionistas. Nos dice Castillo que surge aquí otra cuestión: “la de saber si la ley se ha referido a los balances que ordinariamente tiene que hacer la sociedad al finalizar cada ejercicio, o a un balance hecho a propósito y aprobado por una asamblea extraordinaria”.

El citado jurista entiende que se refiere a los balances ordinarios, argumentando que la “confección de balances especiales en vista del ejercicio del derecho de receso podría inducir a la asamblea a que, por medio de las valuaciones respectivas, redujera en una proporción apreciable la cuota que pudiera corresponder a un accionista”.

Este criterio, en realidad, ha sido visto desde otro punto de vista.

⁴ Castillo, Ramón S., *Curso de Derecho Comercial*, citado.

5. VALOR DE REEMBOLSO

Tullio Ascarelli ⁵, destacado tratadista italiano, considera que el art. 158 del Código italiano todavía no había sido analizado en profundidad, pero que de todas formas ya la jurisprudencia se había limitado a reconocer al socio que se separa la posibilidad de impugnar el balance según los términos del art. 163 del citado Código.

Garó ⁶ sostiene que la doctrina del país está conforme en que es el capital neto o líquido, o sea el remanente del activo comprendido en él, el capital social. “Este remanente o saldo se divide por el número de acciones en receso, con lo que se obtendrá el valor de cada una de éstas”.

Asimismo, en el caso del Código civil italiano, se sienta un precedente que acertadamente fue incorporado a la ley 19.550 en el sentido de que cuando las empresas cotizaran en bolsa se tomará el precio medio del último semestre.

También el art. 107 de la ley brasileña establece que, salvo disposición de los estatutos en contrario, el valor del reembolso será el resultado de la división del activo líquido de la sociedad que conste en el último balance aprobado en la asamblea general, por el número de acciones en circulación.

Siguiendo la tesis de Castillo, Garó sostiene el derecho evidente del socio para impugnar el balance, sosteniendo que el Código no dice que deba confeccionarse un balance especial o ex profeso, sino que supone la

⁵ Ascarelli, Tullio, *Sociedades y asociaciones comerciales*.

⁶ Garó, Francisco J., *Sociedades anónimas*, citado.

existencia de uno aprobado, coincidiendo en la tesis de propugnar que la ley se refiere al último balance aprobado, sin hacer distinción entre ordinario o extraordinario.

Señala Felipe de Solá Cañizares⁷, que admiten el derecho de receso Argentina, Brasil, Dinamarca, España, Filipinas, Finlandia, Italia, Japón, Nicaragua, Noruega, Paraguay, Suecia, Uruguay y Venezuela.

Casi la mayoría de las legislaciones distinguen cuando las acciones se cotizan en bolsa, en cuyo caso fijan el valor medio de cotización del último semestre; pero cuando no se cotizan en bolsa, fijan por lo general como valor de reembolso el resultante del último balance.

Al respecto, nos dice de Solá Cañizares que ello “es una verdadera iniquidad, pues los balances no reflejan casi nunca la exacta situación de la sociedad, especialmente porque a causa de la depreciación de las monedas, existen importantes reservas ocultas”.

En tal sentido, conceptúa que “Más justos son los sistemas de Dinamarca, Noruega y Suecia que disponen que el valor de reembolso será el que se fije mediante arbitraje por peritos, o el del Japón que prescribe que el precio será fijado por el tribunal”, sano criterio éste seguido por el anteproyecto Aztiria-Malagarriga.

Señala Rivarola⁸, que la redacción de nuestro Código “siguió de cerca, aunque no exactamente, la del Código italiano, porque mientras este último establecía el derecho de exigir el reembolso ‘en proporción al activo social’, el

⁷ Solá Cañizares, Felipe de, *Tratado de sociedades por acciones en Derecho Comparado*, Bs. As., TEA, 1957.

⁸ Rivarola, Mario A., *Tratado de Derecho Comercial argentino*, citado.

nuestro lo declara 'en proporción al capital social conforme al último balance aprobado'".

Entiende el citado tratadista que ambas redacciones son defectuosas, haciendo evidentemente referencia al art. 354 del Código de Comercio.

Agrega que, en lo que hace a la redacción del Código italiano, el error estriba en la referencia al activo social cuando éste puede encontrarse disminuido o anulado por las obligaciones sociales.

En relación al Código de Comercio argentino, se habla de capital social, que es siempre el mismo, en la contabilidad y en el balance, sin incluirse los "beneficios acumulados" del art. 315, ni el "fondo de reserva" del art. 363; y se considera que no se salvaría la dificultad adoptando los términos "masa social" de la primera de las disposiciones citadas, como resultaría del siguiente ejemplo: "en una sociedad sin deudas con capital en contabilidad de un millón de pesos, pero con bienes por un valor real de diez millones, no podría negarse al accionista el derecho de pedir la entrega de mil pesos por cada acción de cien; de otro modo, el art. 354 sería ilusorio y perjudicial para los accionistas a quienes la ley quiere proteger".

López Bancalari ⁹ advierte también la redacción defectuosa de nuestro Código y la interpreta en el sentido que le da Rivarola, pero repite el error del Código italiano al preferir la proporción relativa al activo, sin mencionar el monto de las obligaciones.

De acuerdo con la redacción del art. 78 de la Ley de

⁹ López Bancalari, *De las sociedades anónimas*.

sociedades, es obvio que en nuestro derecho positivo el citado perjuicio a terceros no puede plantearse.

En efecto, el citado artículo establece: “En los supuestos en que no se exija unanimidad, los socios disidentes o ausentes tienen derecho de receso, sin que éste afecte su responsabilidad hacia los terceros por las obligaciones contraídas hasta que la transformación se inscribió en el Registro Público de Comercio. El receso no puede hacerse efectivo mientras los acreedores afectados no hayan aceptado la transformación.

“Los socios que continúan en la sociedad garantizan solidariamente a los socios salientes por las obligaciones sociales contraídas desde el ejercicio del receso hasta su inscripción.”

Cámara ¹⁰ entiende que al referirse al último balance, se trata del más reciente aun cuando sea de carácter extraordinario, criticando también que “los valores reflejados en los balances no suelen corresponderse con la realidad”; por lo demás, no se puede negar el derecho del socio a impugnarlo.

Fernández ¹¹ nos dice que “aun cuando el precepto dice ‘el capital social’ debe entenderse la parte que le corresponde del activo social neto, es decir, deducción hecha del pasivo, en la misma forma que si se efectuara la disolución y liquidación de la sociedad; para el socio que se retira, la sociedad se disuelve y, lógicamente, tiene derecho a una parte del activo, que se constituye no sólo con el capital

¹⁰ Cámara, Héctor, *Disolución y liquidación de sociedades mercantiles*, citado.

¹¹ Fernández, Raymundo L., *Sociedades por acciones. Facultades de la asamblea frente al derecho de receso*, citado.

propiamente dicho sino con el fondo de reserva, utilidades aún no liquidadas, etcétera (conf. Segovia, Malagarriga, Castillo, Rivarola, Siburu)".

Expresa también que en última instancia, siempre le queda al accionista la facultad de impugnar total o parcialmente el balance.

6. REEMBOLSO EN DINERO O EN BIENES

Garo¹² considera que otra cuestión que se ha planteado es si el pago a efectuar al accionista recedente debe ser forzosamente en dinero o puede cumplirse mediante la entrega de otros bienes, expresándonos que "el accionista no puede reclamar otra cosa que dinero, pues de otro modo se podría perjudicar a la sociedad obligándola a desprenderse de parte de su activo patrimonial, sin beneficio para aquél".

Alegria¹³ sostiene este mismo y sano criterio y, ampliándolo, nos explica con razón que, aun cuando sean bienes aportados por el socio recedente, puesto que han salido ya de su patrimonio para comprender el patrimonio societario, el pago al socio recedente debe ser en dinero que, correlativamente creemos por otro lado, al ser relacionado con el balance, es la única medida que se puede tomar como unidad en el sistema de cambios.

Garo señala también que la ley habla de "reembolso" y, en realidad, el receso opera una liquidación parcial.

En lo que hace a la jurisprudencia, el fallo de la Cámara Comercial de la Capital, en los autos "Betti c/Soc.

¹² Garo, Francisco J., *Sociedades anónimas*, citado.

¹³ Alegria, Héctor, *Sociedades anónimas*, citado.

Building”, de fecha 17 de febrero de 1921, contiene una importante sentencia aclaratoria en la cual, mediante el voto de los doctores Meléndez y Casares, se establece la distinción entre el “fondo de previsión” y el “fondo de reserva”.

En el mismo, con el voto del doctor Estrada, se niega al accionista disidente el reclamo correspondiente al fondo de previsión, sosteniendo que no pertenece exclusivamente a los accionistas, sino que está destinado a la sociedad, de acuerdo con los estatutos.

En el mismo fallo también se deniega el derecho del accionista disidente a percibir intereses de la suma que se condena a pagar en la sentencia que resuelve la cuestión suscitada respecto del monto de la deuda.

En los autos “Healy c/Compañía de Muebles y Depósitos del Puerto de La Plata”, fallado por la Cámara Civil 2ª de La Plata el 3 de octubre de 1924, se estableció:

1) Que la acción de receso no puede coexistir con la nulidad de las resoluciones de una asamblea de una sociedad anónima;

2) Tratándose de una ratificación para resolver situaciones pasadas, no procede la acción de receso, la que sólo puede ejercitarse cuando se acuerdan facultades que se refieran a actos futuros.

Consideramos que con ello este fallo establecía un peligroso antecedente al poder interpretarse que el socio no puede impugnar todo aquello que hace a la valoración de su acción, y que podría ejercitarse el derecho de receso por los socios disidentes cuando la deliberación de la asamblea con la cual disienten, no es susceptible de algún otro remedio, dentro de los resortes del funcionamiento social.

Si interpretamos lo dictaminado por la Cámara Civil 2ª de La Plata, veremos que este antecedente, en el caso de disentir con una acción, debería dar lugar a que se pidiera asamblea extraordinaria y, recién entonces, agotada la vía administrativa, realizar la demanda judicial.

Evidentemente, pese a que no fueron esos los alcances que se le dio a la cuestión planteada, entendemos que podría haberse aclarado más exhaustivamente en el fallo los motivos que denegaron el planteamiento de nulidad.

7. DISTINCIÓN ENTRE ACCIONES QUE COTIZAN Y QUE NO COTIZAN EN EL MERCADO DE VALORES

Garrigues y Uria¹⁴ nos muestran dos criterios de valuación, según la acción se cotiche o no en bolsa.

En el primer caso, el precio será el de la cotización del último semestre; pero, en el otro, conceptúan que resulta evidentemente más difícil establecer una justa valoración de las acciones y he aquí que acertadamente señalan que la razón es que los valores reflejados en los balances no suelen corresponder con la realidad y, sobre todo, en épocas de depreciación monetaria, quedan muy por debajo del valor real.

Esto se traduce en un perjuicio difícil de eludir para el accionista que se separa.

También la doctrina española considera irrenunciable y de orden público este derecho de separación, con el consiguiente derecho de impugnar el balance.

¹⁴ Garrigues y Uria, *Comentario a la ley de sociedades anónimas*, citado.

8. DISTINCIÓN ENTRE ACTIVO SOCIAL Y CAPITAL SOCIAL

Los comentaristas del art. 158 del Código italiano, fuente directa de nuestro art. 354 del Código de Comercio, hablan de activo social y realizan la distinción entre “activo social” y “capital social”, lo que ha dado lugar a distintas interpretaciones y, en general, a diversidad de criterios. Diversidad ésta producida en la casi totalidad de los casos, más que nada al hacer referencia a terceros acreedores que podrían ser perjudicados por el derecho de receso si se tomaba en cuenta “el capital social” y no el “activo social”, toda vez que uno toma en cuenta las deudas y el otro sólo el capital nominal.

Éstos, entre otros, han sido argumentos, como los sostenidos por Rivarola, de autores que pese a su prestigio negaban la realidad de la institución.

Los hechos nos han demostrado que cuando la causal de receso podría afectar al “capital social”, la misma asamblea la ha revocado. Y, por lo demás, el reembolso dado al accionista que se separa de la sociedad, en un casi 90 % de los casos, ha sido producto de las utilidades.

En la práctica, el problema estribaba realmente en la determinación de la cantidad y en la circunstancia de que el socio disidente aceptare o no el balance que, en última instancia, fue redactado e impuesto por la mayoría, productora del acto empresario que dio lugar al receso.

Es así que consideramos, con Garo, Odriozola y lo más serio de la doctrina nacional, que al hacer referencia al último balance no debemos distinguir entre ordinario y extraordinario, siendo indistinto que se trate de uno u otro.

El balance extraordinario posterior o último balance aprobado, es el que debe tomarse en consideración, por

reflejar con mayor exactitud y actualidad la situación económica de la sociedad. Es a esta tesis que nos adherimos.

En tal sentido, el Código italiano de 1942 en su art. 2437 se remite al precio “medio del último semestre, si cotiza en bolsa o, en caso contrario, en proporción al patrimonio social resultante del último balance de ejercicio”.

Por su parte, la ley brasileña establece que el valor de reembolso será el resultado de la división del activo líquido de la sociedad, que consta en el último balance aprobado en la asamblea general, por el número de acciones en circulación.

Siendo muy sólida la corriente jurisprudencial que estima que el socio puede impugnar el balance, debe considerarse la posibilidad de que se realice un balance extraordinario posterior con las limitaciones que veremos en el capítulo V.

En el proyecto Aztiria-Malagarriga, en el 2º párrafo del art. 377, se establecía que: “Las acciones se reembolsarán de acuerdo al valor real resultante de su proporción respecto al patrimonio social que se determine por peritaje judicial a cargo de la sociedad. La designación corresponde al juez de comercio de la sede social, el cual, por vía sumaria y al homologar el peritaje, determinará el plazo de reembolso y la forma de pago, de acuerdo a las circunstancias del caso, situación financiera de la sociedad y demás razones que las partes y el propio perito invoquen al respecto”.