
EL DERECHO DE RECESO: CINCO LUSTROS DESPUÉS

RICARDO OLIVERA GARCÍA

Profesor de Derecho Comercial y Bancario, Universidad de Montevideo
Decano Facultad de Derecho, Universidad de Montevideo

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN. II. EL ORIGEN DEL DERECHO DE RECESO. III. EVOLUCIÓN DEL RECESO EN EL DERECHO COMPARADO. IV. EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA URUGUAYA. V. EXPANSIÓN DEL DERECHO DE RECESO. VI. EL RECESO EN CASOS DE AUMENTO DE CAPITAL. VII. EL RECESO EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS. VIII. LA CUESTIÓN DE LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES. IX. VALUACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL RECEDENTE. X. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

El 26 de abril de 1977, el jurado integrado por los profesores Miguel U. Rocca, José A. Ferro Astray y Carlos E. Payssé decidió por unanimidad conceder el "Premio Rodolfo Mezzera Alvarez" al ensayo jurídico sobre el tema "Reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso" que bajo el seudónimo de Papiniano presentamos al referido concurso.

La obra, publicada el mismo año, bajo el mismo título, por Editorial Acali, representó nuestro primer trabajo édito en materia de Derecho Comercial y el comienzo de nuestra carrera científica en esta disciplina.

La actualidad del tema analizado en esa obra estaba dada por la aprobación del decreto-ley N^o 14.548 de 29 de julio de 1976, el cual modificaba el régimen vigente en materia de reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso, que había sido establecido por la ley N^o 3.545 de 19 de julio de 1909.

Más de cinco lustros han pasado a partir de la publicación de este trabajo, durante los cuales el instituto del derecho de receso experimentó importantes variaciones normativas y doctrinarias, tanto en el derecho nacional como extranjero.

Por otra parte, el ejercicio profesional en materia mercantil, que recién comenzábamos entonces, nos ha enfrentado a nuevas experiencias y dilemas que enriquecieron nuestra formación, permitiéndonos la identificación y el análisis de problemas que no éramos capaces de percibir en los comienzos de nuestra carrera científica.

Es por esta razón que, ya cumplidas las "bodas de plata" de ésta, nuestra primera obra, nos parece oportuno detenernos nuevamente en el interesante instituto del derecho de receso, a los efectos de analizar el estado de su presente evolución y compartir algunas de las reflexiones que el mismo nos merece.

II. EL ORIGEN DEL DERECHO DE RECESO

El nacimiento del derecho de receso se encuentra íntimamente vinculado al proceso de reinstitucionalización de la sociedad anónima, luego de superado el fugaz periodo contractualista instaurado por el *Code de Commerce* de 1807, que dejó empero como legado un profundo prejuicio doctrinario, que aún hoy perdura.

La pretensión del codificador napoleónico de incluir a las sociedades anónimas dentro del capítulo de las sociedades comerciales, definidas legalmente como contratos, condenaba a las mismas a una rigidez e

EL DERECHO DE RECESO: CINCO LUSTROS DESPUÉS

RICARDO OLIVERA GARCÍA

Profesor de Derecho Comercial y Bancario, Universidad de Montevideo
Decano Facultad de Derecho, Universidad de Montevideo

SUMARIO

I. INTRODUCCIÓN. II. EL ORIGEN DEL DERECHO DE RECESO. III. EVOLUCIÓN DEL RECESO EN EL DERECHO COMPARADO. IV. EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA URUGUAYA. V. EXPANSIÓN DEL DERECHO DE RECESO. VI. EL RECESO EN CASOS DE AUMENTO DE CAPITAL. VII. EL RECESO EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS. VIII. LA CUESTIÓN DE LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES. IX. VALUACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL RECEDENTE. X. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN

El 26 de abril de 1977, el jurado integrado por los profesores Miguel U. Rocca, José A. Ferro Astray y Carlos E. Payssé decidió por unanimidad conceder el "Premio Rodolfo Mezzera Alvarez" al ensayo jurídico sobre el tema "Reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso" que bajo el seudónimo de Papiniano presentamos al referido concurso.

La obra, publicada el mismo año, bajo el mismo título, por Editorial Acali, representó nuestro primer trabajo édito en materia de Derecho Comercial y el comienzo de nuestra carrera científica en esta disciplina.

La actualidad del tema analizado en esa obra estaba dada por la aprobación del decreto-ley Nº 14.548 de 29 de julio de 1976, el cual modificaba el régimen vigente en materia de reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso, que había sido establecido por la ley Nº 3.545 de 19 de julio de 1909.

Más de cinco lustros han pasado a partir de la publicación de este trabajo, durante los cuales el instituto del derecho de receso experimentó importantes variaciones normativas y doctrinarias, tanto en el derecho nacional como extranjero.

Por otra parte, el ejercicio profesional en materia mercantil, que recién comenzábamos entonces, nos ha enfrentado a nuevas experiencias y dilemas que enriquecieron nuestra formación, permitiéndonos la identificación y el análisis de problemas que no éramos capaces de percibir en los comienzos de nuestra carrera científica.

Es por esta razón que, ya cumplidas las "bodas de plata" de ésta, nuestra primera obra, nos parezca oportuno detenernos nuevamente en el interesante instituto del derecho de receso, a los efectos de analizar el estado de su presente evolución y compartir algunas de las reflexiones que el mismo nos merece.

II. EL ORIGEN DEL DERECHO DE RECESO

El nacimiento del derecho de receso se encuentra íntimamente vinculado al proceso de reinstitucionalización de la sociedad anónima, luego de superado el fugaz período contractualista instaurado por el *Code de Commerce* de 1807, que dejó empero como legado un profundo prejuicio doctrinario, que aún hoy perdura.

La pretensión del codificador napoleónico de incluir a las sociedades anónimas dentro del capítulo de las sociedades comerciales, definidas legalmente como contratos, condenaba a las mismas a una rigidez e

intangibilidad de sus estatutos incompatible con las necesidades del tráfico. El criterio contractualista del código francés determinaba, como necesaria consecuencia, que cualquier reforma de los estatutos sociales requiriera del consentimiento de todos los socios¹.

El hecho contractualista duró poco tiempo. La ley de 24 de julio de 1867 dispuso que las asambleas que habrían de deliberar sobre la modificación de los estatutos sociales, la prórroga o la disolución anticipada de la sociedad no estarían regularmente constituidas y no deliberarían válidamente salvo que estuvieran compuestas por accionistas que representaran por lo menos la mitad del capital social (art. 31). Sobre la base de esta ley, alguna jurisprudencia comenzó a realizar una interpretación extensiva de la norma, sosteniendo la competencia de la junta general para resolver por mayoría cualquier modificación estatutaria, hasta que el 30 de mayo de 1892, la *Chambre Civile* de la Corte de Casación, como solución transaccional, elaboró la teoría de las bases esenciales de la sociedad, las que sólo podían ser modificadas mediante el consentimiento unánime de los socios, mientras que las bases accesorias o secundarias podían ser modificadas por acuerdo mayoritario. El camino estaba abierto: sendas reformas legislativas de 16 de noviembre de 1903 y 22 de noviembre de 1913 terminaron de consolidar la competencia de la asamblea de accionistas para resolver cualquier modificación estatutaria.

El proceso alemán fue mucho más rápido que el francés. El Código de Comercio alemán de 1861 (*ADHGB*) preveía ya la competencia de la asamblea de socios de resolver la reforma de los estatutos por el voto de la mayoría (par. 215), aun cuando, por influencia del pensamiento contractualista, se le sujetaba a la condición de que los estatutos hubieran consentido previa y expresamente esta modificación. Con la ley de 18 de julio de 1884 —de análogo contenido que la ley francesa de 1867— se abandonó definitivamente la teoría de la inmodificabilidad estatutaria².

Sin embargo, correspondió a la doctrina y a la ley italiana introducir en este contexto el novedoso instituto del derecho de receso. Ya bajo la vigencia del *Codice di Commercio* de 1865, de clara influencia francesa, existían discrepancias en la doctrina respecto a la posibilidad de modificación de los estatutos sociales por decisión mayoritaria. Pero fue el *Codice di Commercio* de 1882 el que rompió definitivamente con el contractualismo societario, estableciendo el principio de la sumisión de todos los accionistas a la voluntad de la mayoría y la facultad de ésta de modificar los estatutos. Como contrapartida del reconocimiento de este principio cardinal para el funcionamiento societario, introdujo el derecho de separación o receso del accionista disconforme con tales decisiones mayoritarias.

La solución específica acuñada por la doctrina italiana y recogida en el *Codice* de 1882 fue la de otorgar derecho de separación o de receso al accionista disconforme con modificaciones estatutarias de especial trascendencia para la sociedad. El art. 158 otorgaba derecho de separación a los accionistas disidentes en los casos de aumento o reintegración del capital social, cambio del objeto de la sociedad, fusión con otras sociedades, y prórroga de la duración de la sociedad.

Comentando esta disposición, expresaba el maestro Vivante³: "*considero il recesso come un rimedio introdotto per ragioni di ordine pubblico a difesa degli azionisti; come un rimedio, come un freno posto al fianco del diritto sconfinato concesso alla maggioranza*".

El derecho de receso aparece entonces como la respuesta normativa italiana al desarrollo francés y alemán del principio mayoritario en la reforma de estatutos de las anónimas.

El derecho uruguayo experimentó también —aunque diferido en el tiempo— esta evolución en la definición conceptual de la sociedad anónima. El Código de Comercio uruguayo consagraba a texto expreso el principio del consentimiento unánime como requisito para la reforma de los estatutos de las sociedades anónimas (art. 473)⁴. En 1909 resulta aprobada la ley N° 3.545, la cual introduce el principio mayoritario en la reforma de estatutos de las anónimas y, como contrapartida, el derecho de receso.

1 Este criterio fue sostenido en forma expresa por el Tribunal de Casación francés en sentencia del 14 de febrero de 1853. Vé. THALLER, *Traité général de Droit Commercial*, 2ª ed., Paris, 1926, t. III, pág. 88 y ss.; RIPERT, *Tratado elemental de Derecho Comercial*, trad. De Solá Cañizares, Paris/Buenos Aires, 1964, t. II, pág. 518-519.

2 Vé. LEHMANN, *Das Recht der Aktiengesellschaften*, Aalen, 1964, pág. 473.

3 VIVANTE, *Trattato di Diritto Commerciale*, 3ª edición, Milano, vol. II, pág. 313.

4 El artículo 473 del Código de Comercio disponía en su inciso primero: "La mayoría de los socios si no hay estipulación en contrario, no tiene facultad de variar ni modificar las convenciones sociales, ni pueden entrar en operaciones diversas de las determinadas en el contrato, sin el consentimiento unánime de todos los socios".

III. EVOLUCIÓN DEL RECESO EN EL DERECHO COMPARADO

La solución italiana tuvo discreta acogida en el derecho comparado. Consignaba en 1963 el prestigioso comparatista español Felipe De Solá Cañizares que el derecho de receso era solamente recogido por las legislaciones de Argentina, Brasil, Dinamarca, España, Filipinas, Italia, Japón, Nicaragua, Noruega, Paraguay, Suecia, Uruguay y Venezuela ⁵.

Incluso en Italia, se aprobaron diversas leyes que modificaron, establecieron excepciones y suspendieron la aplicación del régimen de *Codice di Commercio* ⁶, al punto que el *Codice Civile* de 1942 (art. 2437) redujo el receso a proporciones muy modestas, previéndolo solamente en los casos de cambio de objeto o del tipo de la sociedad, y de traslado de la sede social al extranjero ⁷. Las restricciones al derecho de receso impuestas por la legislación italiana —cuna del instituto— en su *Codice Civile* obedecieron a los malos resultados obtenidos con su aplicación, ya que se prestaba a favorecer actividades de accionistas de la minoría que trataban de recuperar sus aportaciones, con posible perjuicio económico para la sociedad ⁸.

Las objeciones realizadas al instituto del derecho de receso motivaron que, aun en los países que lo mantuvieron, se produjo una clara tendencia legislativa a reducir los supuestos de aplicación del mismo.

La paulatina reducción de la extensión original del receso ha sido consignada por la doctrina española ⁹, al fundamentar la restrictiva aplicación en materia de derecho de receso contenida en la ley de sociedades anónimas de 1951, la cual lo limitaba exclusivamente a los casos de cambio del objeto social (art. 85) ¹⁰.

Sin embargo, todo hace pensar que los últimos años están marcando un resurgimiento del derecho de receso.

En Alemania, donde las leyes de sociedades anónimas de 1937 (art. 52) y 1965 (art. 157) habían excluido expresamente el derecho de receso, la nueva *Umwandlungsgesetz* (Ley de modificaciones estructurales), contenida en la *Gesetz zur Bereinigung des Umwandlungsrechts* de 28 de octubre de 1994, reconoce a los socios disidentes el derecho a abandonar voluntariamente la sociedad en los casos de fusión heterogénea, o incluso entre sociedades del mismo tipo cuando las acciones o participaciones de la sociedad absorbente tengan restringidas su transmisibilidad (par. 29), escisión (par. 125), cesión o transmisión patrimonial (par. 176, 178, 180 y 188) y transformación (par. 207).

En Italia, la ley N^o 149/1992 de 18 de febrero de 1992 reconoce el derecho de receso del accionista de una sociedad cuyos títulos cotizan en bolsa, cuanto estén disconformes con el acuerdo de fusión de la que resulte una sociedad cuyas acciones no coticen en bolsa (art. 13).

En España, la ley N^o 19/1989 de 25 de julio de 1989 en materia de sociedades anónimas —que modificó la ley de 1951, incorporando al régimen español las directivas comunitarias— mantiene la hipótesis de receso en caso de modificación del objeto social (art. 147), agregando los casos de cambio de domicilio social para transferirlo al extranjero (art. 149) y de transformación de la sociedad anónima en colectiva o comanditaria (art. 225). Por su parte, la ley N^o 2/1995 de 23 de marzo de 1995, en materia de sociedades de responsabilidad limitada, extiende el derecho de receso a este tipo social, consagrando un sistema más amplio que el vigente para las anónimas. Esta ley reconoce las siguientes causales de receso (art. 95): sustitución del objeto social, traslado del domicilio al extranjero, modificación del régimen de transmisión de las participaciones sociales, prórroga o reactivación de la sociedad, transformación de la sociedad, y creación, modificación o extinción anticipada de la obligación de realizar prestaciones accesorias.

En Portugal, el *Código das Sociedades Comerciais* (decreto-ley N^o 262/1986 de 2 de setiembre de 1986, con importantes modificaciones en 1995 y 1996) regula el derecho de receso para las sociedades de responsabilidad limitada, previendo su ejercicio en los siguientes casos: aumento de capital a ser suscrito total o parcialmente por terceros, cambio del objeto social, transferencia de la sede social al extranjero, reactivación de la sociedad disuelta, no exclusión de un socio existiendo justa causa (art. 240). El receso aparece también regulado en la parte general de la ley (aplicable a todos los tipos sociales) en los casos de fusión (art. 105), escisión (art. 120) y transformación de la sociedad (art. 137).

5 DE SOLA CAÑIZARES, *Derecho Comercial Comparado*, Barcelona, 1963, t. III, pág. 349.

6 FRÉ (*Sul diritto di receso*, Riv. Dir. Comm., 1933, I, págs. 635 y ss, y 732 y ss.) detalla las modificaciones introducidas al régimen del *Codice di Commercio* por leyes de 1923, 1925, 1930, 1931, 1932 y 1933.

7 Vé. BRUNETTI, *Treatado del Derecho de las Sociedades*, trad. De Solá Cañizares, Buenos Aires, 1960, t. II, págs. 534-535.

8 BRUNETTI, loc. cit.

9 Vé. GARRIGUES, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, de Garrigues y Uría, 3^a edición, Madrid, 1976, t. II, págs. 252-253.

10 Vé. BROSETA PONT, *Cambio de objeto y ampliación de operaciones sociales en la Ley española de sociedades anónimas*, Estudios Jurídicos en Homenaje de Joaquín Garrigues, Madrid, 1971, pág. 45 y ss.

En Brasil, la reforma a la *Lei de Sociedades por Ações* N° 6.404 de 15 de diciembre de 1976, introducida por las leyes N° 9.457 de 5 de mayo de 1997 y N° 10.303 de 31 de octubre de 2001, consolidan las normas de derecho de recesso, otorgando el mismo en los siguientes casos (art. 137): creación de acciones preferentes o aumento de la clase de acciones preferentes existentes, sin que se mantenga la proporción con las demás especies y clases; alteración de las preferencias, ventajas y condiciones de rescate o amortización en una o más clases de acciones preferentes, o creación de una nueva clase más favorecida; reducción del dividendo obligatorio; fusión o incorporación de la compañía en otra; participación en un grupo de sociedades; cambio de objeto; y escisión de la sociedad. Mantiene además las causales de recesso previstas en la ley original.

En los Estados Unidos de América, el derecho de recesso (*shareholder's appraisal right*) aparece como una creación jurisprudencial producto del progresivo abandono, a fines del siglo XIX, de la regla de que los cambios de importancia en las sociedades anónimas, como las fusiones y las ventas de la totalidad de los activos sociales requerían el consentimiento unánime de los accionistas¹¹. Ante esta circunstancia, los tribunales entendieron que una forma de evitar los litigios por parte de los accionistas disidentes con la decisión mayoritaria era asegurar a los mismos la posibilidad de separarse de la sociedad, recibiendo de la misma el valor de su participación social (*cash exit at fair value*)¹². La legislación incorporó luego este derecho y en 1927 por lo menos 20 Estados habían adoptado ya esta figura¹³.

Durante el siglo XX, el derecho de recesso perdió gran parte de su importancia, siendo escasa la jurisprudencia en esta materia. No obstante, los últimos años se han caracterizado por un resurgir del instituto¹⁴, siendo elocuente el hecho de que el Model Business Corporation Act (MBCA) introdujera una reforma en la materia, aumentando considerablemente las causas que dan motivo a la separación: fusión, transferencia del paquete de control o intercambio de acciones, venta de la totalidad o parte de los activos sociales y reforma de los estatutos sociales que perjudiquen a los socios (sec. 13.02).

IV. EVOLUCIÓN DE LA NORMATIVA URUGUAYA

La evolución de la normativa uruguaya en materia de derecho de recesso puede dividirse en cinco etapas:

- a) El Código de Comercio de 1866, fiel a las corrientes en boga a la fecha de su sanción, establecía el principio general –de cuño netamente contractualista– de que cualquier modificación a los estatutos de las sociedades anónimas requería de la conformidad de todos los accionistas (art. 473). En consecuencia, el derecho de recesso no se encontraba consagrado.
- b) El derecho de recesso resultó originalmente consagrado por la ley N° 3.545 del 19 de julio de 1909 que –siguiendo la corriente del *Codice di Commercio* de 1882 (art. 158) y de la reforma del Código de Comercio argentino de 1890 (art. 354)– introduce, por primera vez, el principio de que los estatutos de las sociedades anónimas pueden ser modificados por la voluntad de una mayoría calificada de accionistas. Dispone que “*Cuando en el acto constitutivo de una sociedad anónima o en sus estatutos no se haya fijado el procedimiento para su reforma, será siempre indispensable en la asamblea extraordinaria destinada a tal objeto, la presencia de socios que representen las tres cuartas partes del capital social y el voto favorable de socios presentes que representen la mitad de dicho capital*”. Este nuevo régimen se estableció en los casos de: 1) Disolución anticipada de la sociedad; 2) Prórrogas de su duración; 3) Fusión con otra sociedad; 4) Reducción del capital social; 5) Reintegración o aumento del mismo capital; 6) Cambio de objeto de la sociedad; y 7) Cualquier otra modificación del acto constitutivo o de las bases fundamentales de los estatutos.

Como contrapartida de la consagración del principio mayoritario en la reforma de los estatutos sociales, la ley N° 3.545 incorporó el derecho de recesso, estableciendo que los socios disidentes en cuanto a las resoluciones de los números 3, 5 y 6, y la del número 2 (si la prórroga no está autorizada en los estatutos) tienen derecho a separarse de la sociedad, exigiendo el reembolso del valor de sus acciones en proporción al activo social, conforme al último balance aprobado.

- c) El régimen de la ley de 1909 fue reformado por el decreto-ley N° 14.548 del 29 de julio de 1976. Esta norma modifica las hipótesis de ejercicio de derecho de recesso en sede de las sociedades anónimas, incluyendo el caso de cambio de domicilio de la sociedad para fijarlo fuera del territorio nacional, al

11 CLARK, *Corporate Law*, Boston-Toronto, 1986, págs. 443-444.

12 SIEGEL, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, Harvard Journal on Legislation, vol. 32, 1995, pág. 90.

13 *Idem*, pág. 91.

14 KHUTORSKY, *Coming from the Cold: Reforming Shareholders' Appraisal Rights in Freeze-Out Transactions*, Columbia Business Law Review, 1997, pág. 136 y ss.

tiempo que excluye del receso el caso de prórroga del plazo de la sociedad (art. 3). También modifica la forma de cálculo del crédito del accionista recedente, cuyas acciones se reembolsarán de acuerdo con su proporción en el patrimonio social, resultante del último balance fiscalmente ajustado. En el caso de las acciones que se coticen en la Bolsa de Comercio, el reembolso se hará por el valor promedial de cotización de aquéllas en el último semestre (art. 5).

En el caso específico del aumento del capital social, si bien se mantiene esta modificación estatutaria como causal de receso, se dispone que el receso no será de aplicación cuando el aumento se hiciese efectivo por la emisión de acciones liberadas a adjudicarse a los actuales accionistas o se les acordare preferencia para suscribir el aumento a prorrata del capital accionario de que sean titulares al tiempo de resolverse la reforma (art. 3).

Esta fue la norma comentada en nuestro primer trabajo sobre el tema ¹⁵.

d) La siguiente etapa está representada por la Ley de Sociedades Comerciales N° 16.060 del 4 de setiembre de 1989, la cual introdujo una sustancial expansión en el régimen del derecho de receso ¹⁶.

El derecho de receso pasa a alcanzar a todos los tipos sociales, trascendiendo del ámbito de las anónimas, donde hasta el momento estaba recluido. Consagra la posibilidad de ejercicio del derecho de receso en los casos de regularización (art. 42), transformación (art. 108), fusión (art. 129), escisión (art. 139) y reactivación (art. 166), sin perjuicio de las situaciones previstas contractual o estatutariamente por las partes (art. 150).

En el caso particular de las anónimas, además de las situaciones generales, se incluyen los casos de conversión de la sociedad anónima de abierta en cerrada (art. 249), exclusión del derecho de suscripción preferente (art. 330), prórroga de la sociedad, transferencia del domicilio al extranjero, cambio fundamental del objeto, aumento y reintegro del capital social (art. 362), transformación de las acciones de al portador en nominativas e imposición de restricciones a la transferencia de las acciones nominativas (art. 363). En el caso concreto del aumento del capital social, el ejercicio de este derecho resulta excluido solamente cuando el aumento se realice por emisión de acciones liberadas, restaurándose en cambio el receso en todos los casos de aumento de capital por nuevas aportaciones, incluso cuando se otorgue a los accionistas derecho de suscripción preferente (art. 362).

Se consagra también el derecho de receso para las sociedades colectivas (aplicable a las sociedades en comandita y de capital e industria) y para las sociedades de responsabilidad limitada en caso de remoción del administrador cuyo nombramiento sea condición expresa de constitución de la sociedad (arts. 203 y 237). En las sociedades de responsabilidad limitada de más de 20 socios (cuyas decisiones de modificación del contrato se adoptan por mayoría) se establece igualmente el derecho de receso en los casos de cambio de objeto, prórroga, transferencia del domicilio al extranjero, transformación, fusión, escisión, disolución anticipada y toda modificación que imponga mayores obligaciones y responsabilidades a los socios (art. 240).

Además, se modifican las normas de valuación de la cuota del recedente, la cual se determina en función del patrimonio social resultante de un balance especial practicado por la sociedad a la fecha del receso, el cual está sujeto a impugnación del interesado (art. 154).

e) Finalmente, la ley N° 17.243 del 29 de junio de 2000 (Ley de Urgencia) introdujo tres modificaciones importantes al régimen de derecho de receso establecido por la ley N° 16.060 ¹⁷.

En primer lugar, aclaró que el derecho de receso procede en los casos de aumento del capital contractual de las sociedades anónimas por reforma de sus estatutos sociales y no por la suscripción o integración de dicho capital (art. 362.1) ¹⁸.

En segundo lugar, previó la posibilidad de que los estatutos sociales dispusieran la exclusión del derecho de receso en los casos de aumento de capital por nuevas aportaciones, salvo en los casos en que no se reconociera al accionista el derecho de suscripción preferente (art. 330). En las sociedades ya constituidas, la inclusión de esta previsión estatutaria otorga, a su vez, derecho de receso (art. 362.2).

15 OLIVERA GARCÍA, *Reforma de estatutos de sociedades anónimas y derecho de receso*, Montevideo, 1977.

16 OLIVERA GARCÍA, *Nuevo marco jurídico para las empresas y su impacto sobre las PYME*, Ley de Sociedades Comerciales, Instituto Labor, Montevideo, 1989, págs. 20-21.

17 OLIVERA GARCÍA, *Modificaciones de la Ley de Urgencia a la Ley Societaria*, Anuario de Derecho Comercial, t. 9, Montevideo, 2001, pág. 27 y ss.

18 En el caso de las sociedades anónimas, nuestro régimen societario consagra un régimen de capital variable, el cual exige solamente la suscripción y la integración, en el momento de constitución de la sociedad, de determinado mínimo del capital contractual o autorizado expresado en los estatutos. Esta situación determina que el capital suscrito e integrado puedan representar una cifra inferior al capital contractual y variar sin una necesaria reforma de los estatutos sociales (Vé. OLIVERA GARCÍA, *La crisis del concepto de capital social*, Estudios Jurídicos en Memoria del Profesor Rodolfo Mezzera Alvarez, Montevideo, 1999, págs. 295-296).

Y, en tercer lugar, excluyó el derecho de receso en el caso de las sociedades anónimas abiertas que emitan acciones que se coticen en mercados formales, en los casos de aumento de capital social, reintegro total o parcial del capital integrado, y fusión y escisión de sociedades, en tanto las sociedades resultantes mantuvieran el carácter de sociedades anónimas abiertas (art. 362.3).

A la luz de la evolución normativa producida, tanto en nuestro derecho como en la legislación comparada, habremos de plantear algunos temas que nos parecen de interés: el relativo a la expansión de las hipótesis de receso, el receso en los aumentos de capital y en las anónimas abiertas, la cuestión de la protección de los acreedores y el referente a la valuación de la cuota de reembolso.

V. EXPANSIÓN DEL DERECHO DE RECESO

La primera característica de la evolución normativa del derecho de receso en la legislación nacional es la notable expansión de este instituto. Esta expansión se produce tanto desde el punto de vista subjetivo como objetivo.

Desde el punto de vista subjetivo, el receso se extiende a los restantes tipos sociales, trascendiendo el reservado reducto de las sociedades anónimas, donde el mismo fue gestado. Como vimos anteriormente, muchas hipótesis de receso aparecen reguladas en la parte general de la ley N° 16.060, cuyas disposiciones son aplicables a todas las sociedades comerciales (arts. 42, 108, 129, 139 y 166) y, por remisión, a los grupos de interés económico (art. 500).

También incorpora la ley numerosas hipótesis de receso en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, la mayoría de las cuales coincidentes con las establecidas para las anónimas (arts. 237 y 240). Incluso se consagran previsiones relativas al derecho de receso en las sociedades colectivas (art. 203), cuyo régimen se aplica por extensión a las sociedades en comandita (art. 213) y de capital e industria (art. 219).

Fuera de la ley N° 16.060, también se habían consagrado situaciones de receso en las regulaciones relativas a las cooperativas agroindustriales (decreto-ley N° 14.827 de 20 de setiembre de 1978, art. 8) y a las cooperativas agrarias (decreto-ley N° 15.645 de 9 de octubre de 1984, art. 12).

Desde el punto de vista objetivo, la solución de la ley extiende este mecanismo de protección a prácticamente todas las hipótesis en las cuales exista una decisión adoptada por la mayoría e impuesta a la minoría social, la cual cambie la posición jurídica del socio o accionista: regularización, transformación, reactivación, cambio de domicilio al extranjero, restricciones a la transferencia de acciones, cambio de sociedad anónima abierta en cerrada, destitución de administradores cuya designación era esencial, etc.

En este sentido, nuestra ley N° 16.060 recoge inequívocamente la influencia de la ley argentina, de la cual se ha dicho que consagra la regulación más vasta del receso en el derecho comparado¹⁹.

Si bien la reforma de la ley uruguaya se produce en momentos en que, en el mundo entero, el receso era mirado con distavor por los ordenamientos jurídicos²⁰, hoy podría llegar a ser considerada como una legislación de avanzada, inscripta en el proceso de resurgimiento que el derecho de receso ha experimentado a nivel mundial²¹.

Otra característica importante de la evolución normativa uruguaya es la posibilidad de ampliación contractual de las hipótesis de receso. La ley societaria dispone en su art. 150 que "*Cualquier socio podrá pedir el derecho de receso en los casos previstos por la ley o el contrato*".

Esta clara y lógica aplicación a la materia societaria del principio tradicional de la autonomía de la voluntad, no fue siempre pacífica en el ámbito doctrinario y jurisprudencial. La discusión respecto a si los supuestos legales de receso debían ser de interpretación taxativa o si, por el contrario, podían ser ampliados por las disposiciones incluidas en los estatutos sociales, ocupó por mucho tiempo la preocupación de quienes abordaron el estudio del tema.

Es tradicional la polémica planteada en el ámbito de la doctrina y jurisprudencia italianas. Un muy importante sector de la misma planteó discrepancias sobre la posibilidad de ampliación estatutaria de las causales de receso, considerando que la inderogabilidad convencional del derecho de receso tenía su necesaria contrapartida en la imposibilidad de establecer, por la misma vía, ampliaciones al elenco de sus causales²². En cam-

19 FARGOSI, *Aumento de capital, derecho de receso y entidades financieras*, I a Ley, 1983-R, pág. 56.

20 Vé. GARRIGUES, ob. cit., t. II, págs. 252-253; BROSETA PONTI, ob. cit., pág. 45 y ss.; BRUNETTI, ob. cit., t. II, págs. 534-535.

21 Es elocuente al respecto la tendencia de la legislación comparada en institucionalizar el receso, dotándolo de un estatuto jurídico uniforme. En este sentido: la legislación norteamericana (Delaware, New York y la MBCA), el Código de Sociedades Comerciales portugués (art. 240) y las reformas de 1997 y 2001 a la ley brasileña de sociedades por acciones (art. 137). Vé. Además, SIEGEL, ob. cit., pág. 90; y KHLTORSKY, ob. cit., pág. 136 y ss.

22 En este sentido: BRUNETTI, ob. cit., t. II, pág. 638 y ss.; SALANDRA, *Manuale di Diritto Commerciale*, Bologna, 1949, vol. I, pág. 312; PELIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, Rivista di Diritto Civile, 1967, I, pág. 113 y ss. La jurisprudencia se mostró también contraria a admitir esta ampliación: Tribunal de Apelación de Florencia, sent. 9/11/1947 (Foro italiano, 1948, I, pág. 331); Tribunal de Pisa, sent. 3/3/1949 (Nuova Rivista di Diritto Commerciale, 1949, II, pág. 24); Tribunal de Casación, sent. 19/8/1950 (Foro italiano, 1951, I, pág. 890), entre otras.

bio, otro importante sector de la doctrina²³ se mantuvo firme en el criterio de que el derecho de receso puede ser ampliado por los estatutos sociales para otros casos distintos a los previstos en la ley.

La circunstancia de que nuestra ley societaria admita expresamente la ampliación convencional del derecho de receso, con una flexibilidad que lamentablemente no mantiene en el resto de la norma, representa un eficaz mecanismo de protección de las minorías sociales²⁴, dotando a las mismas de un eficaz mecanismo de defensa en la oportunidad en que socios y accionistas tienen el mayor poder económico y político: el momento de la constitución de la sociedad²⁵.

Si bien el objetivo de protección de las minorías fue una preocupación clara del autor de la ley societaria, explicitado claramente en el proceso de su aprobación²⁶ e incorporando una multiplicidad de soluciones que pretenden lograr este objetivo²⁷, la norma no fue eficiente en consagrar un sistema adecuado de protección y, lo que es mucho peor, creó un entramado de normas que, la mayoría de las veces, impiden que las propias partes establezcan en forma convencional un sistema eficiente de protección de sus derechos, pactando los mecanismos de salvaguarda que mejor se adapten a sus necesidades.

Esto afortunadamente no ocurre en el caso del derecho de receso.

VI. EL RECESO EN CASOS DE AUMENTO DE CAPITAL

La procedencia del derecho de receso en los casos de aumento del capital social es un tema que ha preocupado tradicionalmente a la legislación y a la doctrina. El mismo contrapone dos valores en juego: por un lado, el derecho de la sociedad y de sus accionistas mayoritarios de mantener el ritmo de crecimiento que las necesidades de su operativa y las oportunidades de negocios demandan, a través de la financiación de dicho crecimiento con capital de riesgo, con recursos aportados por los accionistas; por otro lado, el derecho del accionista minoritario a mantener su participación relativa en la sociedad, la cual resulta reducida en el caso de aumentos de capital que éste no suscriba a prorrata de su participación social²⁸.

El receso en casos de aumento de capital fue consagrado originariamente por el *Codice di Commercio* italiano de 1882, por la reforma del Código de Comercio argentino de 1890 y por la ley uruguaya de 1909.

El *Codice Civile* de 1942 abandonó en Italia esta solución, excluyendo el aumento de capital de las hipótesis de receso.

En el marco de la ley argentina de 1972, la redacción imperfecta de la norma determinó una división doctrinaria²⁹ respecto a la procedencia del derecho de receso en los casos de aumentos de capital. Esta división se mantuvo hasta la reforma de 1983, que incluyó expresamente a los aumentos de capital que competan a la asamblea extraordinaria entre las causales de receso (art. 245).

En nuestro derecho, la reforma de 1976 redujo la incidencia del receso por aumento de capital, limitándola a los casos de aumentos por nuevas aportaciones (aumentos reales de capital) en los que no se otorgara a los accionistas derecho de suscripción preferente³⁰.

La Ley de Sociedades Comerciales de 1989 realizó una ampliación indiscriminada del receso en los casos de modificación de los estatutos sociales por aumento de capital, excluyendo solamente los casos de aumento nominal por emisión de acciones liberadas (art. 362). Además de la valoración política adversa de esta solución, esta norma planteó –y continúa planteando– un serio problema de técnica legislativa, ya que vincula el receso al caso de aumento del capital contractual o autorizado, por reforma de los estatutos sociales y la

23 ASCARFELLI. *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, Studi in tema di Società, Milano, 1952, pág. 101; DONADIO, *In recesso del socio per modifiche statutarie*, Milano, 1940, págs. 34-36; TANTINI, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Padova, 1973, págs. 163-165.

24 El tema de la protección de las minorías sociales en la doctrina nacional está indisolublemente unido al nombre y a la obra del profesor Eduardo ALBANELL MAC-COLL, *Protección de las minorías en las sociedades anónimas*, L.J.U., t. XXI, pág. 69 y ss.

25 OLIVERA GARCÍA, *¿Están las minorías protegidas en la Ley de Sociedades Comerciales?*, Tribuna del Abogado, N° 114, octubre-diciembre 1999, pág. 9 y ss.

26 Vé. Informe de la Comisión Especial de la Cámara de Representantes del 16 de agosto de 1988, en *Código de Comercio de la República Oriental del Uruguay y leyes complementarias*, anotado y concordado por Ricardo OLIVERA GARCÍA y Beatriz BUGALLO, Montevideo, 1994, t. I, pág. 181; también FERRO ASTRAY, *Lineamientos generales del proyecto de Ley de Sociedades Comerciales*, Rev. CAU, año XIII, 1989, pág. 8 y ss.

27 Pueden citarse al respecto, entre otros, los arts. 84, 93, 94, 108, 129, 139, 166, 203, 240, 249, 287, 320, 321, 326, 330, 339, 344, 356 inc. 2, 362, 364, 365, 385, 387, 388, 389, 391, 397, 399, 402 inc. 7, 410. Vé. OLIVERA GARCÍA y otros, *Antecedentes, Fuentes y Concordancias de la Ley de Sociedades Comerciales*, Montevideo, 1999, pág. 26 y ss.

28 Vé. FERRO ASTRAY, *Sobre el derecho de receso y su inconveniencia en los casos de aumentos de capital*, L.J.U., t. LXXI, pág. 95 y ss.

29 Sostenían la procedencia del receso: HALPERIN, *Sociedades anónimas. Examen crítico del decreto-ley 19.550*, Buenos Aires, 1974, pág. 633; ZALDÍVAR, MANOVIL, RACAZZI y ROVIRA, *Cuadernos de Derecho Societario*, Buenos Aires, 1975, vol II, 2ª parte, págs. 405-406. Sostenían la improcedencia del derecho de receso: ALEGRÍA y REYES ORIBE, *El derecho de receso en caso de aumento de capital en las sociedades anónimas*, Primer Congreso de Derecho Societario, Buenos Aires, 1979, t. II, pág. 91 y ss.; FARINA, *Sociedades Anónimas*, Rosario, 1973, pág. 184; VERGARA DEL CARRIL, *El aumento del capital y el derecho de receso*, RDCO, año 6 (1973), pág. 239 y ss.; ESCUTTI (h), *La interpretación de la ley y el receso por aumento de capital*, La Ley, 156 (23/10/74).

30 OLIVERA GARCÍA, *Reforma de estatutos*, cit., pág. 33 y ss.

exclusión del derecho de receso a la forma de aumento del capital integrado, circunstancias ambas que, en el marco de nuestro régimen jurídico, no son de ocurrencia necesariamente simultánea³¹.

La reforma al régimen de la ley societaria introducida en el 2000 por la ley N° 17.243 vuelve sobre los pasos en esta materia, previendo la posibilidad de que el contrato social establezca que no existirá receso en los casos de aumento del capital social por nuevos aportes, con excepción de los previstos en el artículo 330. Este artículo, por su parte, regula las situaciones en las que la asamblea extraordinaria de accionistas puede limitar o suspender el derecho de suscripción preferente del accionista³².

Se trata de un expreso apartamiento legal al principio, también legalmente consagrado, de la irrenunciabilidad del derecho de receso (art. 151).

Por su parte, con la finalidad de no perjudicar los derechos adquiridos por los actuales accionistas, establece que la modificación estatutaria que apareja la incorporación de esta estipulación en el contrato social dará, a su vez, derecho de receso.

En suma, nuestro legislador ha mantenido una política absolutamente errática en materia de derecho de receso por aumento de capital social. Luego de consagrarlo en forma amplia en la ley N° 3.545 de 1909, el decreto-ley N° 14.548 de 1976 lo restringe solamente a los casos de aumentos reales en los cuales no se haya otorgado a los accionistas derecho de suscripción preferente. La ley N° 16.060 vuelve a ampliar el receso a todos los aumentos reales de capital y la reforma del año 2000, revisa esta solución, excluyendo nuevamente el derecho de receso en los aumentos de capital en que se otorgue derecho de suscripción preferente, sujeto – en este caso – a la existencia de una previsión estatutaria que así lo establezca.

Entre todas las causales de receso recogidas por la ley, el aumento de capital presenta una diferencia cualitativa. Las restantes causales (transformación, fusión, escisión, cambio de objeto, traslado del domicilio al extranjero, etc.) suponen un cambio en las condiciones del negocio societario asumidas por el socio o accionista. El aumento de capital, en cambio, es un acto jurídico comprendido en el propio negocio societario acordado, en la medida que representa una fuente de financiamiento para el desarrollo del mismo.

La actividad empresarial se caracteriza, hoy más que nunca, por un requerimiento permanente de nuevas inversiones de capital. Estas inversiones resultan necesarias no solamente para aumentar la rentabilidad futura de la empresa, sino para mantener la rentabilidad presente que, de no conservar el ritmo de crecimiento y modernización, termina deteriorándose.

Estas inversiones provienen de recursos captados por la sociedad titular de parte de terceros (créditos bancarios, créditos de proveedores, emisión de obligaciones negociables) y de recursos canalizados a través del patrimonio social. Estos últimos están representados por el autofinanciamiento societario, a través de la retención de las utilidades sociales, y por los aportes de capital de los socios³³.

En consecuencia, el aporte de capital representa una fuente permanente de financiamiento del negocio societario por lo que, lejos de implicar un apartamiento de las condiciones iniciales de contratación social, se plantea en perfecta línea con el desarrollo del objeto social pactado. Es más, fuera del ámbito de las sociedades anónimas (art. 158), la propia ley societaria dispone que "Si por un cambio de circunstancias no pudiese realizarse la actividad social sin aumentar los aportes, el socio que no lo consienta podrá ejercer el derecho de receso o ser excluido". Claramente, el aumento de capital no constituye un cambio en las bases fundamentales del negocio societario ni una situación imprevisible a la hora de contratar.

El autofinanciamiento societario tiene el límite de la existencia de utilidades generadas por el negocio social. Por su parte, el excesivo financiamiento con pasivos puede colocar a la sociedad en un estado de infracapitalización, situación que gran parte de la doctrina ha considerado como generadora de la responsabilidad de los socios³⁴. Por lo tanto, en muchos casos, el aumento de capital es la solución técnicamente aconsejada para el financiamiento del negocio social.

La ley uruguaya realizó una tímida aproximación al tema y, sin atreverse a excluir el aumento de capital como una causal de receso, opta por una solución más conservadora e imperfecta como es la de dejar en manos de los contratantes el pacto de exclusión del receso en caso de aumento³⁵.

31 Vé. OLIVERA GARCÍA, *Análisis y perspectivas del concepto de capital social en la Ley de Sociedades Comerciales*, en *Temas de Derecho Societario*, Montevideo, 2000, págs. 101-102.

32 Vé. OLIVERA GARCÍA, *Modificaciones de la Ley de Urgencia*, cit. págs. 36-37.

33 Vé. OLIVERA GARCÍA, *El autofinanciamiento de las sociedades anónimas*, Anuario de Derecho Comercial, tomo 4, Montevideo, 1989, pág. 39 y ss.

34 PAZ-ARES, *Sobre la infracapitalización de las sociedades*, Anuario de Derecho Civil, Madrid, 1983, pág. 1607 y ss.; MANOVIL, *Responsabilidad de los socios por insuficiencia de capital propio*, Derecho Empresarial Actual, Buenos Aires, 1996, pág. 601 y ss.; RIPPE, *Subcapitalización y responsabilidad de directores y administradores*, Jurisprudencia Argentina, número especial, 1997, pág. 27 y ss. Vé. también, OLIVERA GARCÍA, *La crisis del concepto de capital social*, cit., págs. 298-299.

35 Son escasos los regímenes jurídicos que mantienen el aumento de capital como causal de receso. Consigna DASSO (*El derecho de separación o receso del accionista*, Buenos Aires, 1985, pág. 187) que, además de Argentina, solamente las leyes de Uruguay, Nicaragua, Venezuela y Paraguay establecen esta causal.

Deja además fuera de la solución legal a las sociedades constituidas antes de la vigencia de la reforma, para las cuales la inclusión de la cláusula estatutaria de exclusión de receso por aumento de capital constituye, a su vez, una causal de receso.

VII. EL RECESO EN LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS

Otro tema de frecuente consideración por parte de la doctrina es el relativo a la procedencia del derecho de receso en las sociedades anónimas que hacen oferta pública de sus acciones en los mercados de valores. El argumento en este caso es que, en la medida que exista un mercado secundario para la comercialización de las acciones, el accionista disidente tendría siempre la posibilidad de separarse del negocio social a través de la venta a un tercero de su participación accionaria.

El tema tuvo un proceso evolutivo en el derecho norteamericano donde la legislación de Delaware consagró en 1967 la llamada "market exception", por la cual se suprimía el derecho de receso en el caso de sociedades cuyas acciones se cotizaban en los mercados de valores o si la sociedad tenía un número considerable de socios³⁶. En 1969, también el MBCA recogió la *market exception*. Sin embargo, la *market exception* fue eliminada por el MBCA en 1978, entendiéndose que las imperfecciones del mercado determinan que el precio de la acción no refleje razonablemente del valor correcto (*fair value*) de la participación del accionista disidente en la sociedad³⁷.

En Italia, como vimos, la ley N° 149 de 18 de febrero de 1992, sobre oferta pública de venta, suscripción, adquisición y cambio de títulos, prevé que los socios de una sociedad cuyas acciones tienen cotización bursátil, que sean disidentes con la resolución social que disponga la fusión o la incorporación en otra sociedad, cuyas acciones no tengan cotización bursátil, tienen el derecho de ejercer el receso en los términos del art. 2437 del *Codice Civile* (art. 13). Esta regulación legal ha llevado a que la doctrina considerara que la sociedad que cotiza sus acciones en bolsa (*società quotata*) sea considerada un subtipo social, dotado de su propio estatuto general³⁸.

En España, luego de la reforma de 1989, la Ley de Sociedades Anónimas dispone para las sociedades cuyas acciones coticen en un mercado secundario oficial que el reembolso en caso de receso será el precio de cotización media del último trimestre (art. 147.2). No obstante, en forma paralela a la regulación en materia de receso, ha desarrollado otro mecanismo alternativo de protección del accionista minoritario, a través de la oferta pública imperativa de adquisición de acciones³⁹. La ley N° 24/1988 de 28 de julio de 1988 sobre mercado de valores impone la obligación de realizar una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) tanto a quien pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un volumen significativo de acciones admitidas a la cotización en una bolsa de valores, como a quien habiendo adquirido acciones cotizadas que representen más del 50% del total de votos de la sociedad emisora introduzca luego modificaciones sustanciales a sus estatutos sociales (art. 60).

En Argentina, el art. 245 de la ley N° 19.550 disponía que, en el caso de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones o se hallan autorizadas para la cotización de las mismas, los accionistas no podrán ejercer el derecho de receso en los casos de aumentos de capital y de fusión de la sociedad. Esta norma fue modificada por la ley N° 22.903 que excluyó el derecho de receso en los casos de fusión y escisión, si las acciones que deben recibir en consecuencia estuviesen admitidas a la oferta pública o para la cotización, según el caso⁴⁰. Por su parte, con respecto al aumento de capital, la reforma legislativa mantiene la solución anterior, a través del expediente de admitir que las sociedades autorizadas a hacer oferta pública de sus acciones puedan aumentar el capital sin límite alguno ni necesidad de modificar el estatuto (art. 188).

En nuestro régimen societario, la reforma introducida por la ley N° 17.243, con clara influencia de la ley argentina, dispuso la exclusión del derecho de receso para las sociedades anónimas abiertas que emitan acciones que se coticen en mercados formales, en los supuestos de aumento del capital social o reintegro, total o parcial, del capital integrado; y de fusión o escisión, en tanto las sociedades resultantes mantuvieran el carácter de sociedades anónimas abiertas⁴¹.

36 La excepción legal fue consecuencia de la recepción de la opinión doctrina de MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An essay for Frank Coker*, *The Yale Law Journal*, 1962, vol. 72, N° 2, págs. 223 y ss.

37 KHUTORSKY, ob. cit., pág. 142; SIEGEL, ob. cit., págs. 125-126.

38 MONTAÑENZI, *In legge italiana sulle offerte pubbliche: prime riflessioni*, *Giurisprudenza Commerciale*, N° 19.5, settembre-ottobre 1992, pág. 833; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, págs. 339-340.

39 GARCÍA DE ENTERRÍA, *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Madrid, 1999, pág. 206 y ss.

40 Vé. NISSEN, *Ley de Sociedades Comerciales*, Buenos Aires, 1985, vol. 3, pág. 287; GAGLIARDO, *Sociedades Anónimas*, Buenos Aires, 1990, pág. 472; CABANELLAS DE LAS CUEVAS, *Derecho Societario*, t. 5, Buenos Aires, 1997, pág. 202.

41 Vé. OLIVERA GARCÍA, *Modificaciones de la Ley de Urgencia*, cit. págs. 37-39.

Más allá de la posición que se adopte respecto a la conveniencia de expandir o limitar el alcance del derecho de receso, consideramos que pretender sustituir el derecho de receso por la posibilidad de negociación de las acciones en el mercado secundario resulta una solución técnicamente equivocada y apartada absolutamente de la realidad nacional.

Ya vimos que, en el marco de la doctrina y de gran parte de la legislación norteamericana se ha rechazado la *market exception*, con el argumento de que el valor de mercado no refleja necesariamente el precio justo o adecuado de la participación accionaria (*fair value*). Esta situación es aún mucho más clara en el caso uruguayo, donde el mercado accionario es prácticamente inexistente y los precios de cotización de las escasas acciones con cotización bursátil distan mucho de reflejar el valor real de las mismas.

VIII. LA CUESTIÓN DE LA PROTECCIÓN DE LOS ACREEDORES

El receso representa una hipótesis de rescisión parcial de la sociedad comercial (art. 144) y genera el derecho del recedente a obtener de la sociedad el reembolso del valor de sus acciones (art. 313), de sus cuotas o participaciones en el capital, según el tipo social de que se trate.

Esto determina que, como principio general, el receso implique técnicamente una reducción real del capital social⁴², con todas las consecuencias que esta situación tiene desde el punto de vista del funcionamiento de la sociedad comercial. En especial, en el caso de las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada, la reducción de capital se encuentra sujeta al requerimiento legal de la no oposición de los acreedores los que, en caso de mediar oposición, deberán ser previamente desinteresados o debidamente garantizados (arts. 242 y 294). En el caso de emisión de obligaciones negociables por parte de las sociedades anónimas, la ley exige además la previa aprobación por la mayoría de los debenturistas reunidos en asamblea general (art. 294)⁴³.

Esta previsión legal, vestigio de la función de garantía atribuida históricamente al capital social⁴⁴, plantea la necesidad de armonizar el derecho de los socios o accionistas recedentes al reembolso del valor de sus participaciones sociales con el derecho de los acreedores a impedir cualquier reembolso de capital que pueda poner en riesgo la satisfacción de su crédito.

La doctrina ha ensayado diferentes soluciones para lograr un equilibrio entre ambos derechos en conflicto.

Para algunos⁴⁵, la solución se encontraría en que las participaciones sociales del recedente fueran adquiridas por los socios que permanecen en la sociedad.

Para otros⁴⁶, las acciones deberían ser adquiridas por la propia sociedad a través del régimen de constitución de autocartera⁴⁷.

Para otros⁴⁸, el reembolso de las acciones no tiene por qué realizarse necesariamente con cargo al capital social, pudiendo también hacerse con la afectación de otros rubros patrimoniales de libre disponibilidad, como las reservas y las utilidades acumuladas, en cuyo caso no existiría reducción de capital ni oportunidad de oposición de los acreedores.

Para otros⁴⁹, no existiría derecho de oposición de los acreedores en los casos de reducción de capital por ejercicio del derecho de receso.

42 La reducción real o efectiva —por oposición a la reducción nominal o contable— se caracteriza por su incidencia en el patrimonio social, provocando una reducción patrimonial equivalente, que se traduce en la desvinculación del activo social de una serie de elementos patrimoniales, que se transfieren al patrimonio personal de los socios o accionistas (Vé. PEREZ DE LA CRUZ BLANCO, *La reducción de capital en sociedades anónimas y de responsabilidad limitada*, Bolonia-Madrid, 1973, págs. 66-67).

43 Vé. OLIVERA GARCÍA, *Régimen de las debentures u obligaciones negociables en el derecho uruguayo*, Anuario de Derecho Comercial, t. 7, Montevideo, 1996, pág. 81 y ss.

44 OLIVERA GARCÍA, *La crisis del concepto de capital social*, cit., págs. 297-298.

45 RODRÍGUEZ ARTIGAS, *El cambio de objeto social. En particular el derecho de separación del socio*, en A.A.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas*, t. III vol. 1, Madrid, 1994, págs. 187-189.

46 CAIGANO, *La società per azioni*, en *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell'Economia*, Padova, 1984, pág. 325.

47 El Código de Sociedades Comerciales portugués prevé en su art. 240.3 que, tras la recepción de la declaración de separación, la sociedad podrá amortizar la acción, adquirirla ella misma o hacerla adquirir por un socio o tercero. El incumplimiento de la obligación de reembolso legítima al socio para pedir la disolución de la sociedad. Por su parte, la Ley brasileña de Sociedades por Acciones (en el texto de la reforma de 1997) prevé que el valor de la cuota de reembolso del socio que se separa puede ser pagado a costa de beneficios o reservas de libre disposición, pasando las acciones reembolsadas a figurar en cartera (art. 45.5). Si en un plazo de 120 días a contar de la fecha del acta de asamblea no hubieran sido sustituidos los accionistas cuyas acciones tuvieran que ser reembolsadas a cuenta del capital social, éste se considerará reducido de pleno derecho (art. 45.6).

48 PEREZ DE LA CRUZ BLANCO, ob. cit., pág. 291 y ss.; GARRIGUES, en Garrigues y Uría, *Comentario a la Ley de Sociedades Anónimas*, Madrid, 1976, t. II, pág. 365 y ss.

49 HALPERIN, ob. cit., pág. 257.

Para otros⁵⁰, en caso de que la oposición de los acreedores inhibiera el derecho de receso, no podría llevarse adelante la modificación del contrato social.

Finalmente, existen quienes consideran que la oposición de los acreedores inhibiría el ejercicio del derecho de receso, debiendo los accionistas disidentes aceptar la decisión mayoritaria adversa⁵¹.

La pluralidad de posiciones resulta elocuente para demostrar la dificultad para equilibrar dos derechos que resultan antagónicos: el derecho del socio o accionista recedente al reembolso del valor de su participación y el derecho del acreedor a asegurarse el cobro de su crédito.

Obviamente, no existe ningún impedimento legal para que sean los restantes socios los que adquieran la participación del socio recedente en la sociedad, siguiendo en cada caso las disposiciones aplicables según el respectivo tipo social. No obstante, no puede afirmarse que estemos en este caso en el mundo del receso, sino que nos hallaremos en presencia de un negocio parasocial, el cual resulta jurídicamente diferente.

Tampoco creemos que sea razonable sostener que no exista derecho de oposición de los acreedores a la reducción de capital por receso, ni que pueda la oposición de los acreedores, en caso de considerársela impositiva del receso, paralizar el desenvolvimiento social, bloqueando el poder mayoritario de reforma del contrato o de los estatutos sociales.

El derecho de oposición de los acreedores constituye un mecanismo legal de defensa del derecho de crédito, asegurando a quienes han otorgado crédito a la sociedad que ésta no habrá de descapitalizarse, poniendo en riesgo el cumplimiento de sus obligaciones, a través de la extracción del capital social por socios o accionistas. Puede decirse que existe un derecho de preferencia sobre los activos sociales de los acreedores frente a socios o accionistas, hasta un importe concurrente con el capital social. Si bien hemos sostenido la insuficiencia del concepto de capital social para cumplir esta función de garantía o de retención que le es propia⁵², esto no significa que, por lo menos hasta el límite de esta cifra, no exista este derecho de preferencia.

Tampoco consideramos que pueda privilegiarse el receso frente a la potestad de los socios o accionistas mayoritarios de resolver, en los casos en que la ley así lo autoriza, la modificación del contrato social, aún en aquellos supuestos especiales ante los cuales la ley otorga derecho de receso. El principio mayoritario en materia societaria responde, según vimos, a un consolidado proceso de evolución en el concepto de sociedad comercial, el cual supuso —por lo menos para las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada— abandonar el cepo de los principios contractualistas para reconocer la circunstancia de que el negocio social produce el nacimiento de un ente diferenciado, que tiene sus propios procedimientos orgánicos de formación de voluntad.

Nos quedan por analizar entonces las alternativas de adquisición de las acciones por la propia sociedad (autocartera) o de proceder al reembolso del haber del recedente con recursos provenientes de reservas y utilidades acumuladas, sin pasar por una reducción de capital.

La adquisición por la sociedad de sus propias acciones constituye un negocio de carácter excepcional y transitorio. La ley consagra la posibilidad de que las sociedades anónimas (no se prevé para los restantes tipos sociales) adquieran sus propias acciones en dos casos: cuando se efectúe con ganancias realizadas y líquidas o reservas libres, respecto de acciones totalmente integradas y para evitar un daño grave; o cuando integren el activo de un establecimiento comercial que adquiera o de una sociedad que incorpore. En ambos casos, impone la obligación al directorio de enajenar las acciones adquiridas dentro del término de un año, salvo prórroga por la asamblea (art. 314). En este caso, no se produce el rescate de las acciones adquiridas, sino que las mismas se mantienen transitoriamente en el activo social, sin reducción del capital social⁵³.

Si bien la adquisición de las acciones por la sociedad puede ser técnicamente una forma de reembolsar al accionista recedente sin reducción del capital social, la misma presenta algunos inconvenientes que es importante destacar:

En primer lugar, se trata de un estado eminentemente transitorio que debe necesariamente desembocar en la reventa de las acciones adquiridas o en su rescate con reducción del capital social. Como la reventa de las acciones sin detrimento patrimonial significativo no es un resultado que la sociedad pueda asegurar, máxime en el caso de las sociedades cerradas, la autocartera tiene siempre la potencialidad del rescate. Por otra parte, si la autocartera no fuera transitoria, podría pensarse que nos encontramos en presencia de un negocio en fraude a los acreedores, ya que se está encubriendo una reducción real de capital a través de la adquisición de acciones propias.

50 PRESTI, *Questioni in tema di receso nelle società di capitali*, *Giurisprudenza Commerciale*, 1982, I, págs. 118-119.

51 FENGHI, *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sulla funzione del capitale nelle società per azioni*, Milano, 1974, págs. 128-129.

52 OLIVERA GARCIA, *La crisis del concepto de capital social*, cit., págs. 299-303.

53 Vé. BUGALLO MONTAÑO, *Adquisición de acciones propias*, Montevideo, 1997, pág. 197 y ss.

En segundo lugar, la adquisición de las acciones del recedente debería hacerse con ganancias realizadas y líquidas o con reservas libres, las cuales deberían quedar afectadas mientras dure la autocartera, con la consiguiente lesión del derecho al dividendo de los accionistas, los cuales perderían la posibilidad de aprobar la distribución de dichos rubros patrimoniales que tienen su génesis en las utilidades sociales.

Similares objeciones nos merece la alternativa propuesta por la doctrina de realizar el reembolso de las acciones con cargo al llamado patrimonio libre o no afectado de la sociedad, imputando el reembolso a las reservas libres y a las utilidades acumuladas, en caso de que estos rubros existan y sean suficientes.

Aparte del problema técnico de que tendríamos una cifra de capital social que no coincide con el valor nominal de las participaciones de los socios o accionistas, cabe reproducir en este caso —con mayor énfasis— las consideraciones realizadas en el caso de la autocartera respecto a la lesión que dicha solución implicaría al derecho al dividendo de los restantes accionistas, en la medida que verían conculcada —en este caso, en forma definitiva— su derecho a la distribución de dichas reservas libres y utilidades acumuladas como dividendo.

En consecuencia, consideramos que la única opción posible es considerar el derecho de receso en la misma forma que las restantes reducciones de capital. Esto implica que deberá respetarse, en todos los casos, el derecho de preferencia que otorga la ley a los acreedores sociales, hasta el límite del capital social. Por lo tanto, deberá otorgarse a estos acreedores la oportunidad legal de oponerse y, en caso de producirse dicha oposición, los mismos deberán ser desinteresados o suficientemente garantizados, como trámite previo a que el reembolso del capital consecuencia del receso pueda ser realizado.

Si resulta imposible a la sociedad desinteresarse o garantizar en forma suficiente a los acreedores que se hubieran opuesto, el receso no podrá hacerse efectivo, pues estaríamos quebrando el derecho de preferencia de los acreedores frente a socios o accionistas sobre los activos sociales que representan la contrapartida del capital social.

Del mismo modo, en el caso de que la sociedad hubiera emitido obligaciones negociables, el receso estará supeditado al consentimiento mayoritario de la asamblea de deudoristas.

IX. VALUACIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DEL RECEDENTE

Un tema absolutamente esencial en materia de receso es el de la valuación de la participación del socio o accionista recedente. Como se ha afirmado con acierto⁵⁴, si el valor de reembolso establecido resulta notoriamente inferior al que corresponde a la participación social, se estaría obligando al socio o accionista a permanecer en la sociedad, desvirtuándose la finalidad perseguida con la consagración legal del derecho de receso.

Por lo tanto, parece de la esencia del derecho de receso que el reembolso que realice la sociedad al socio recedente refleje el valor real de su participación⁵⁵.

Nuestra legislación societaria adoptó a lo largo del tiempo diferentes criterios para determinar el valor del haber de receso⁵⁶:

- a) La ley Nº 3.545 de 1909 disponía que "*Los socios disidentes (...) tienen derecho de separarse de la sociedad, exigiendo el reembolso del valor de sus acciones en proporción al activo social, conforme al último balance aprobado*" (art. 1 inc. 2)⁵⁷.
- b) El decreto-ley Nº 14.548 de 1976 estableció que "*En caso de ejercerse el receso, las acciones se reembolsarán de acuerdo al valor resultante de su proporción con respecto al patrimonio social conforme al último balance, fiscalmente ajustado. Sin embargo, cuando las acciones de la sociedad se coticen en la Bolsa de Comercio, el reembolso se hará por el valor promedial de cotización de aquellas en el último semestre*" (art. 5 inc. 1). Agrega luego que "*Si las acciones no se cotizaren en la Bolsa de Comercio, el reembolso no obstará al derecho del socio a demandar contra la sociedad el pago de las diferencias a su favor que estimare del caso (...)*" (art. 6 inc. 1)⁵⁸.

54 FRÉ, *Società per azioni*, Roma, 1982, pág. 768.

55 En la doctrina y en la jurisprudencia norteamericana se ha acuñado el concepto de "*fair value*" (Vé. SIEGEL, ob. cit., pág. 134 y ss.)

56 Vé. FERRO ASTRAY, *Sobre el derecho de receso y la determinación del valor de las acciones reembolsables*, Rev. Judicatura, año I, Nº 9, vol. II, Noviembre 1976, pág. 197 y ss.

57 La ley de 1909 recogió la misma fórmula contenida en el art. 158 del *Codice di Commercio* de 1882 que consagraba el derecho de los socios a obtener el reembolso de sus acciones "*in proporzione dell'attivo sociale secondo l'ultimo bilancio approvato*". Esta norma planteó siempre en la doctrina italiana la duda respecto a si se trataba del último balance ordinario o si dentro de la expresión tenían también cabida los balances extraordinarios, incluso el balance especial preparado por la sociedad con motivo del receso del socio (Vé. DONADIO, ob. cit., págs. 149-152).

58 Esta norma recoge la influencia del *Codice Civile* de 1942, el cual establece en su art. 2437 que, como consecuencia del ejercicio del derecho de receso, el socio tiene el derecho a obtener el reembolso de las acciones propias, según el precio medio del último semestre, si éstas son cotizadas en bolsa, o, en caso contrario, en proporción al patrimonio social resultante del balance del último ejercicio. En la misma línea, aunque con matices, se encuentra la Ley española de Sociedades Anónimas de 1951, la cual consagra en su art. 85 el derecho del accionista a obtener el reembolso de las acciones propias al precio de cotización media del último semestre o, si las acciones no se cotizan, al tipo que resulta de la apreciación del patrimonio líquido, según el último balance aprobado. La ley española deja pendiente la discusión que se planteaba en el marco del *Codice di Commercio* respecto a si el último balance debía ser el ordinario o podía tratarse de un balance especial. Afirma GARRIGUES que esta solución legal fue establecida con el propósito de que el valor no fuera fijado por el balance del último

- c) La ley Nº 16.060 de 1989 dispuso que "*Salvo pacto en contrario, el valor de la participación del socio saliente, se fijará conforme al patrimonio social a la fecha del hecho o del acuerdo que haya provocado la rescisión parcial o de la demanda de exclusión (...). En todos los casos, el socio saliente, sus herederos o representantes tendrán derecho a demandar a la sociedad el pago de las diferencias a su favor que estimen procedentes por cualquier causa (...)*" (art. 154 incs. 1 y 3).

El tema del valor de las sociedades comerciales y de sus participaciones sociales es un tema de singular importancia. El régimen jurídico de las sociedades comerciales se encuentra construido sobre la base de un delicado equilibrio entre socios o accionistas y acreedores, y de los propios socios o accionistas entre sí, de modo que cualquier desvío en la determinación de dicho valor habrá de traducirse en un perjuicio para alguna de las partes involucradas.

Por otra parte, no se trata de una cuestión específica del derecho de receso ni siquiera de la rescisión parcial de la sociedad, sino que se expande a otros muchos casos, como la fusión de sociedades, el rescate y amortización de acciones, el aumento del capital social o la partición de paquetes accionarios⁵⁹.

Con muy buen criterio, la ley Nº 16.060 abandonó el régimen de fijación del valor de las acciones ofrecidas en bolsa, en función del promedio de sus cotizaciones en los últimos seis meses⁶⁰. Las mismas razones invocadas en el pasado para eliminar la llamada "*market exception*" -en la medida que el mercado no ofrece un mecanismo de formación del precio que refleje razonablemente el valor de la participación social- resultan de aplicación para excluir la cotización bursátil como un criterio para fijar el valor de la participación del recedente⁶¹.

La ley societaria dispone que el valor de la participación del socio recedente se fijará conforme al patrimonio social a la fecha del hecho o del acuerdo que haya provocado el receso (art. 154 inc. 1). Sin embargo, esto no implica sostener que el valor de la participación social debe necesariamente determinarse en función de la cuota parte correspondiente al recedente en el patrimonio neto contable de la sociedad. Máxime, cuando la misma norma prevé más adelante la posibilidad de impugnar la liquidación de la participación social realizada por la sociedad, demandando el pago de las diferencias a su favor que se estimen procedentes *por cualquier causa* (inc. 3).

En el mundo de las finanzas de empresas se han producido significativos avances en el análisis de los mejores criterios para determinar el valor de la actividad empresarial de la sociedad. La doctrina propone diversos métodos alternativos al respecto⁶²:

- a) *Métodos basados en el valor patrimonial*: Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Dentro de este grupo existen, a su vez, diversas variantes. Puede tratarse del *valor contable*, fijado por la diferencia entre el activo total y pasivo exigible, según libros de la sociedad. Puede tratarse de un *valor contable ajustado*, en el cual se determine un patrimonio neto ajustado, producto de la valuación especial de algunos activos en particular (análisis de la cobrabilidad de la cartera, depuración de inventarios, tasación de los bienes del activo fijo, etc.). Puede tratarse de un *valor de liquidación*, en el cual se deduzcan del patrimonio neto ajustado los gastos estimados que habrá de determinar la liquidación de la sociedad. Finalmente, puede tratarse de un *valor sustancial*, producto de incluir solamente los bienes necesarios para la explotación, valuados de acuerdo con su costo de reposición.

No obstante, todos estos métodos basados en el valor patrimonial tienen en común el hecho de determinar el valor desde una perspectiva estática, que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa ni su valor como empresa en marcha. Esto determina que se los considere técnicamente como poco adecuados.

- b) *Métodos basados en los beneficios o en los dividendos*: A diferencia de los anteriores, estos métodos contemplan la empresa desde un punto de vista dinámico, procurando la determinación de su valor en función de la estimación de su rentabilidad futura. Para algunos, el valor de la empresa debe fijarse en función del *valor actual de los beneficios* esperados, calculados sobre la base de un determinado número de años o por tiempo indeterminado; mientras que, para otros, dicho valor debe fijarse de acuerdo con el *valor actual de los dividendos* que se estima serán pagados a los socios o accionistas.

ejercicio, sino por el último balance aprobado, pretendiendo con ello que la valoración que se tome sea la más próxima al momento de la separación (ob. cit., t. II, pág. 255).

59 Vé. OLIVERA AMATO, *La partición de paquetes accionarios: El aporte de la teoría de la valuación de acciones*, publicado en esta Revista.

60 Esta solución se mantiene todavía en el *Codice Civile* (art. 2437).

61 KHUTORSKY, ob. cit., pág. 142; SIEGEL, ob. cit., págs. 125-126.

62 Vé. FERNÁNDEZ y SALOMÉ, *Finanzas para Directivos*, Pamplona, 1995, pág. 157.

Tampoco estos métodos han gozado de la aceptación de doctrina. En el caso del valor actual de los dividendos, su rechazo se debe a que la actividad empresarial de la sociedad genera normalmente mayores fondos que los aplicados al pago de dividendos, por lo que éstos no brindan una información adecuada para la valuación de aquélla. Con respecto al valor actual de los beneficios, la crítica reposa en la circunstancia de que el concepto de beneficios involucra algunos rubros (por ejemplo, las depreciaciones o amortizaciones) que no se reflejan en el flujo de fondos de la empresa.

- c) *Métodos basados en el fondo de comercio o "goodwill"*: Los métodos basados en la valuación del fondo de comercio consagran un criterio mixto entre los métodos estáticos y los dinámicos. Parten de la valuación estática del patrimonio neto de la empresa, a la cual suman luego una plusvalía resultante del valor esperado de los beneficios futuros.

Dentro de esta categoría de métodos, algunos consagran criterios más rudimentarios y otros, más sofisticados. Entre los primeros se ubica el llamado *método de valuación clásico*, consistente en sumar al patrimonio neto el valor del fondo de comercio, calculado como una determinada cantidad de veces el beneficio neto o la facturación de la empresa. Frente a este procedimiento se han establecido otros consistentes en medir el *valor de la renta emergente del goodwill*, consistente en sumar al valor del patrimonio neto revaluado el valor del fondo de comercio, medido en este caso como el valor actual de los superbeneicios futuros estimados de la empresa. Este método es el propuesto por la Unión de Expertos Contables Europeos.

- d) *Métodos basados en el descuento de flujo de fondos*: No obstante, la metodología más difundida para medir el valor de las empresas es la que se basa en la estimación de los flujos de dinero que la misma generará en el futuro, descontados a una tasa adecuada, según el riesgo de dichos flujos. Esta es la metodología aceptada actualmente por la doctrina de las finanzas de empresas como el único método de valuación conceptualmente correcto⁶³.

Se trata de un criterio esencialmente dinámico, que valora la empresa en función del flujo de fondos que ésta es capaz de generar, con prescindencia de cuál sea el valor de su patrimonio neto. A diferencia de los criterios basados en la proyección de utilidades o dividendos, la valuación de los flujos de fondos estimados prescinde de la consideración de aquellos resultados (por ejemplo, las depreciaciones o amortizaciones) que no se traducen en un movimiento de fondos. Será el llamado *cash flow proyectado* de la empresa el elemento sustancial para medir su valor.

Del análisis de los criterios expuestos surge que la regla del arte en materia de finanzas de empresas es la adopción de métodos dinámicos para valorar las empresas. La empresa es una unidad productiva en funcionamiento y vale en la medida que tiene capacidad para generar recursos. Esto implica descalificar los métodos estáticos basados en el valor del patrimonio neto contable como criterio de valuación de la empresa y de la sociedad comercial.

Este camino fue recorrido con acierto por la jurisprudencia norteamericana. Durante muchos años, el criterio seguido fue marcado por un fallo de la Corte Suprema del Estado de Delaware de 1950, en el caso "*Tri-Continental Corp. v. Battye*"⁶⁴. En este caso, la justicia sentó el principio de que el *fair value* de la participación del accionista debía establecerse sobre la base de una empresa en marcha y no sobre un valor de liquidación. Para esto, estableció lo que se llamó el "*block method*", basado en la consideración de tres elementos: el valor de los activos, el valor actual de los beneficios y el valor de mercado, cada uno de los cuales era ponderado según la situación.

El *block method* fue expresamente abandonado en 1983 por la misma Corte por considerarlo anticuado, excesivamente estructurado y mecánico. En el caso "*Weinberger v. UOP Inc.*" consagró un sistema de valuación más liberal, recogiendo las modernas técnicas de valuación utilizadas en materia de finanzas, el cual estaba basado en el descuento del flujo de fondos (*cash flow*) esperado de la sociedad⁶⁵.

Al mismo destino, aunque por caminos diferentes, está llegando el régimen español. La Ley de Sociedades Anónimas española, reformada en 1989, dispone en el art. 147.2 que, en el caso de que las acciones no se coticen en bolsa y no exista acuerdo entre la sociedad y los interesados, el valor de las acciones será determinado por el auditor de cuentas de la sociedad o por el auditor designado por el registrador mercantil, si la sociedad no estuviera obligada a verificación contable. Por su parte, entre los principios⁶⁶ que debe seguir el

63 WESTON y COPERLAND. *Managerial Finance*. Texas, 1992. pág. 703 y ss.; COPERLAND, KOLLER y MURRIN, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, 1995, pág. 71 y ss.

64 Vé. FREY, CHOPER, LEECH y MORRIS, *Cases and Materials on Corporations*, Boston-Toronto, 1966, pág. 1320.

65 KHUTORSKY, ob. cit., pág. 147; CLARK, ob. cit., págs. 454-455.

66 Norma Técnica de Elaboración de Informe Especial en los supuestos establecidos en los arts. 64, 147, 149 y 225 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (Norma Técnica ICAC).

auditor para la valuación referida se encuentran el valor de capitalización de resultados y el valor actual de los flujos monetarios netos ⁶⁷.

En el marco de la ley uruguaya, no existe impedimento legal alguno para recoger un criterio de valuación de la participación del socio o del accionista recedente basado en el valor actual del flujo de beneficios esperados de la sociedad. Es más, este criterio será en muchos casos el único adecuado para asegurar el valor real de la participación social, evitando el enriquecimiento injusto de una de las partes en perjuicio de la otra.

Las instituciones jurídicas no pueden construirse de espaldas a las realidades sociales y económicas que deben ser objeto de regulación. Deben además acompañar la evolución experimentada en el conocimiento científico y técnico. Así como el derecho ha procurado recoger las nuevas realidades aparecidas en el mundo de la informática y de las comunicaciones, parece razonable que recoja también los nuevos métodos dinámicos de valuación de empresas, sustentados en forma prácticamente unánime por la ciencia de las finanzas de empresas.

X. CONCLUSIONES

Los últimos cinco lustros de evolución del derecho de receso, tanto en el Derecho nacional como en el comparado, se traducen en un proceso de maduración y consolidación del instituto. Cuando todo hacía pensar que el receso era una categoría jurídica en vías de desaparición, perpetuado solamente en regímenes como los nuestros, donde la mayoría de los procesos de cambio resultan diferidos más de la cuenta, el derecho de receso renace con nuevos bríos.

Nacido como un mecanismo de protección de los accionistas minoritarios, ante la institucionalización de la sociedad anónima y el otorgamiento a las mayorías del poder prácticamente irrestricto de formar la voluntad social, se ha ido transformando, con el paso del tiempo, también en un mecanismo de protección de las propias mayorías y de la sociedad toda, en la medida que brinda un expediente formal a través del cual se canalicen los conflictos latentes entre los socios, que bloquean e impiden muchas veces el desarrollo de la gestión social.

La circunstancia de que las sociedades comerciales —y, en especial, las anónimas— tiendan a la inmortalidad, impone a los socios la carga de mantenerse en un estado permanente de iliquidez, situación que, de estar acompañada por un cambio en las condiciones básicas del negocio, se vuelve terreno fértil para los conflictos societarios. En nuestro país no escapan a estas consideraciones siquiera las sociedades anónimas cotizadas, ya que la falta de profundidad de nuestro mercado determina que la oferta pública de las acciones no brinde tampoco un canal adecuado para la comercialización de paquetes de cierta importancia.

Estas consideraciones contribuyen a explicar las razones por las cuales el instituto decimonónico del receso se expande a otros tipos sociales, se amplía a nuevas causales y adquiere nueva vigencia.

Por otra parte, a pesar de nuestra casi centenaria y amplia regulación del receso son sumamente escasos los conflictos relativos al tema que llegan a nuestros tribunales. Sin embargo, no creemos que pueda extraerse de esta circunstancia un juicio sobre la utilidad del instituto. El derecho de receso actúa por presencia. Es permanentemente tenido en cuenta por los operadores económicos a la hora de la toma de sus decisiones y es muchas veces el sustento de negociaciones sociales tendientes a la autocomposición de situaciones inequitativas planteadas en el seno societario.

La experiencia profesional nos revela que la consagración legal del derecho de receso constituye un elemento catalizador del funcionamiento societario y equilibrante del poder de los socios en el seno de la sociedad.

Sin embargo, como hemos desarrollado en el presente trabajo, existen todavía en nuestra regulación del instituto algunos puntos pendientes de revisión, en cuanto impiden el correcto funcionamiento del receso y quiebran el sutil balance que el mismo debe mantener en la compleja madeja de intereses y derechos involucrados en la vida social.

El primero es el mantenimiento del receso en los casos de aumento de capital. Al margen de la caótica regulación que la temática del capital social presenta en nuestra ley societaria, carece absolutamente de sustento el mantenimiento del aumento de capital como causal de receso.

El capital representa una fuente esencial de financiamiento del negocio social, necesaria para que la sociedad conserve su capacidad productiva en el mercado. Amenazar esta opción de financiamiento con el fantas-

67 Vé. BRENES CORTÉS, *El derecho de separación del accionista*, Madrid-Barcelona, 1999, págs. 484-489.

ma del receso es una solución perjudicial e innecesaria para las sociedades anónimas. Existen en el marco de la ley y de la técnica de protección de las minorías otras opciones y técnicas de protección del valor de las participaciones sociales, menos dañinas para el negocio que la consagración del receso.

La reforma del año 2000 dio un tímido paso con la posibilidad de exclusión estatutaria del receso en estos casos. Sin embargo, se trata de una modificación insuficiente, en cuanto deja pendiente de solución el caso de miles de sociedades constituidas antes de la reforma, para las cuales es imposible acudir a esta solución.

El segundo es la perduración del espejismo de que el mercado puede representar en las sociedades anónimas cotizadas una alternativa de separación del accionista disidente, en condiciones adecuadas. Como expresáramos, la llamada "*market exception*" fue abandonada en mercados mucho más profundos y transparentes que el nuestro como una opción de separación satisfactoria del accionista. Las distorsiones que naturalmente presentan los mercados de valores determinan que el precio de las acciones formado en los mismos no refleje normalmente el valor real de las participaciones.

Esta situación es aún más clara en nuestro sistema, donde el extremadamente menguado mercado de acciones determina que resulte prácticamente imposible la comercialización, a valores razonables, de las participaciones de los socios que decidan separarse de la sociedad.

El tercero es la clarificación del régimen de protección de los acreedores. El receso es inequívocamente un proceso de reducción del capital social. Las restantes alternativas propuestas por la doctrina constituyen soluciones transitorias o predatorias de otros derechos sociales igualmente merecedores de tutela.

En consecuencia, el ejercicio del derecho de receso está necesariamente subordinado a los mecanismos de protección de los acreedores sociales que establece la ley. La función de garantía que —aunque imperfecta— confiere la ley al capital social constituye la piedra angular de la protección del crédito, postergando necesariamente el derecho de cualquier socio o accionista al reembolso de su participación.

Si bien consideramos que esta solución surge de una correcta interpretación de la ley societaria y de los valores que ella preserva, una equivocada aproximación al tema puede crear un serio perjuicio al crédito social.

El cuarto es la adecuada valuación de la participación del socio recedente, de modo que refleje razonablemente el valor real que la misma tiene. Una inadecuada valuación de la participación del recedente puede traducirse en un enriquecimiento injusto de alguna de las partes y, en determinadas circunstancias, una negación del propio derecho de receso.

En este sentido, la ciencia de las finanzas de empresas ha logrado un notable nivel de evolución y sofisticación conceptual, sobre la base del descuento del flujo de fondos futuros de la sociedad, a cuyos desarrollos es necesario acudir.

La revisión y adecuada regulación de estas cuestiones habrá de permitir que el derecho de receso cumpla adecuadamente la función protectora que le es propia y que en un futuro estudio sobre el tema —dentro de cinco lustros— podamos referirnos complacidos a la eficiente función que el receso continúa cumpliendo en el funcionamiento de las sociedades comerciales.