

## NECESARIA PREVISIBILIDAD EN MATERIA DE VALUACIÓN DE PARTICIPACIONES A PAGAR POR LA SOCIEDAD

*María Victoria Stratta y María Victoria David*

### 1. Ponencia

Es necesario que exista un criterio previsible respecto de la valuación de las participaciones, en los casos en que no surjan de acuerdos y su pago resulte a cargo de la sociedad.

Debe tomarse como criterio general de valuación de la empresa el contable, ajustando la cifra al momento del vencimiento de la obligación de pago a quien correspondiera.

Por no constituir norma imperativa, la autonomía de la voluntad puede modificar el criterio.

El apartamiento de esta pauta, fuera de los supuestos de acuerdo, sólo podría proceder en la medida en que alguna particular circunstancia imponga otra pauta de valuación. En este caso, se requiere que exista fundamento técnico adecuado sobre el sistema que se adopte.

Si así se obrara, no procede tomar parcialmente los términos del balance y adosarle rubros procedentes de cálculos financieros o elementos que no lo componen, sino lisa y llanamente adoptar otro criterio, que resulte técnicamente aceptable según los criterios emergentes de los especialistas en la materia y con el debido fundamento jurídico para el apartamiento.

En tales situaciones debe apelarse a criterios financieros, que son los actualmente aceptados por la disciplina pertinente y deben responder a un análisis profundo de la empresa.

Es conveniente que el contrato social establezca un procedimiento para la determinación en caso de discordancia, tal y como lo intenta el reciente proyecto de modificación.

## **2. Fundamento**

### *2.1. Las inquietudes que motivan la ponencia*

Cuando no existe acuerdo sobre la valuación de una participación y se llega a la determinación judicial, hay un muestrario de soluciones discrecionales.

Esta sola circunstancia no abona a la seguridad jurídica.

A ello se agrega que las soluciones adoptadas no siempre tienen sustento técnico, según las reglas del arte. Es así porque toman algunos elementos de los estados contables y adicionan rubros (un cálculo de valor llave, por ejemplo) o modifican contenidos (tomar algunos activos e incrementar su valor) con lo que no hay un criterio idóneo en la valuación.

Aun incorporando un mismo rubro -como puede ser el valor llave- diversos fallos lo calculan de distinto modo, lo que puede brindar resultados variables. Por ejemplo, se aprecia que se evalúa distinta cantidad de períodos de facturación, lo que conduce a resultados también distintos.

Si la sociedad es quien debe hacerse cargo de ese pago, ha de ser previsible el impacto que el mismo tenga sobre la actividad empresarial, en tanto necesariamente supone que ha de producirse una disminución patrimonial, asumiendo una obligación de dar dinero y a corto plazo. Esto es, un pasivo corriente.

El análisis de esta cuestión no puede soslayarse en tanto, como se reflexiona a continuación, compromete intereses que exceden a quien debe pagar y a quien tiene derecho al pago. A menudo se resuelve centrando la cuestión en una pretendida protección del socio minoritario, con una visión que resulta incompleta.

### *2.2. El posible compromiso de la conservación de la empresa*

Cuando quien debe pagar el valor de la participación es la sociedad -o sea, excluyendo el supuesto en que se trate de negocios parasocietarios- si se adoptan criterios discrecionales debe meritarse este aspecto.

Podrá decirse que el código civil y comercial amplía las facultades de los jueces. Es cierto, desde la letra del título preliminar hasta disposiciones concretas como modificar el precio de una compraventa, es claro que ese perfil está presente en la legislación general.

Pero en el mismo código está también presente el valor conservación de la empresa, por ejemplo en las varias normas referidas a la protección del establecimiento que constituya unidad económica.

Más aún. Las últimas modificaciones a la ley concursal dan cuenta de este énfasis al establecer mayores posibilidades de continuidad aún al margen del dueño de la empresa. Es decir, lejos de tratar la cuestión como de orden público.

En lo que atañe a la ley general de sociedades, el fenómeno es el mismo, incluyendo también reformas que profundizan el principio bajo análisis, que ya estaba presente en varias normas: la posibilidad de suplir judicialmente el consentimiento de quien se oponga a la subsanación y pretenda la disolución, la ampliación del instituto de la reconducción, etc.

Estas observaciones se formulan porque en la jurisprudencia (y aún en alguna doctrina) el acento aparece en el derecho del socio a obtener un valor justo por su participación.

La existencia de este derecho no está en tela de juicio. Pero no puede ser considerado aisladamente en desmedro de otros intereses en juego.

Si de apartarse de criterios legales rígidos se trata, no puede olvidarse que también existe el interés social, ni perder de vista el valor conservación de la empresa, bien jurídico cuyo tratamiento supera a la justicia conmutativa, en tanto va más allá de los intereses de los particulares comprometidos, tal y como lo ha profundizado la doctrina <sup>1</sup>.

Esto es, no se trata de la consideración del derecho patrimonial de la sociedad frente al derecho patrimonial del socio como intereses individuales contrapuestos, sino de atender a bienes jurídicos que superan a ambos, en el marco de una relación que no es de cambio, sino de organización. Vínculo que se ha establecido, como principio general, mientras dure la sociedad. Con lo que la desvinculación de un socio constituye una cuestión que ha de tratarse como excepcional.

Si la sociedad debe pagar el valor de una participación, habrá que analizar también su impacto sobre la empresa, porque necesariamente disminuirá su patrimonio.

Téngase en cuenta que se genera un pasivo corriente para cuya cancelación, más allá de lo que la empresa valga, se necesitan fondos.

---

<sup>1</sup> Richard, Efraín Hugo. Notas en torno a la conservación de la empresa ¿Principio general o de derecho societario? Publicado en Ensayos de Derecho Empresario, publicación de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Córdoba y de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba. Fespresa, Córdoba, noviembre de 2008, número 4, páginas 55 a 65

### *2.3. El interés del resto de los socios y de los acreedores*

La atención de ese pasivo durante el mismo ejercicio supondrá -además de una disminución patrimonial- la generación de una pérdida que puede ser significativa.

Dependiendo de su magnitud, es susceptible de generar la situación de pérdida del capital social, imponiendo la consideración de su reintegro y los consiguientes desembolsos de los socios para evitar la disolución <sup>2</sup>.

En cuanto a los acreedores, es claro que disminuirá la garantía.

### *2.4. El método de valuación*

En el caso de la ley de sociedades, la valuación de la empresa se impone como herramienta para la determinación del valor de la participación de un socio.

Así ocurre con la resolución del vínculo por fallecimiento, la exclusión, los supuestos de receso previstos para la subsanación, el particular supuesto de remoción del administrador causante de la constitución de la sociedad o por las causales de retiro previstas para las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

La única referencia legal es la del artículo 245: valor contable ajustado al momento del pago. Y, por ser la única, debe aplicarse analógicamente a los demás supuestos en que deba establecerse la cuantía de la participación de un socio. En ninguno de los otros casos en que se establece la obligación de reembolsar se indica la pauta.

Debe tenerse en cuenta que la exposición de motivos alude al punto y se hace cargo de antemano de las críticas a la pauta contable, pero la adopta señalando que el receso puede acarrear consecuencias para el desarrollo de la sociedad y su crédito (punto 8.5). Esto es, tiene en cuenta el interés social.

El tema de las valuaciones ha sido tratado desde hace mucho tiempo por la más calificada doctrina, especialmente con relación a la aplicación del derecho de receso.

---

<sup>2</sup> Richard, Efraín Hugo. Las normas imperativas del código civil y comercial, del derecho societario y el sistema concursal. Publicación de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba. Disponible en sitio web de la Academia como <http://www.acaderc.org.ar/doctrina/las-normas-imperativas-del-codigo-civil-y-comercial-del-derecho-societario-y-el-sistema-concursal>

La crítica es casi unánime: el valor contable suele ser insuficiente, no refleja el patrimonio, no contempla los activos intangibles, no incluye el valor llave. Debe establecerse un valor adecuado.

Esa insuficiencia seguramente se ve atenuada con la reforma introducida recientemente a la ley 23.928, permitiendo expresamente el cumplimiento del mandato contenido en el artículo xx de la ley de sociedades, respecto de la expresión de los estados contables en moneda constante. En su virtud ha dado comienzo una revaluación retroactiva al año 2003 en que dejó de practicarse el ajuste por inflación.

Pero es probable que no desaparezca, en tanto los activos mencionados dos párrafos más arriba no forman parte de la nómina de activos contabilizados.

¿Por qué insistir con la norma del artículo 245?

No sólo porque es ley, sino también por el fundamento ya dado: es necesario contar con una pauta objetiva y previsible. Y parece ser la única que reúne esas características.

¿Podría propugnarse una modificación de la pauta legal, en la búsqueda de un método más adecuado?

Existen numerosos criterios de valuación. Pueden variar no sólo en función del propósito que se persiga para realizar la operación (no siempre es para aplicarla al valor de la participación de un socio). Pero aún a los mismos fines los procedimientos pueden ser diversos.

Llegar a valores precisos y sustentados en la individualidad de la empresa supone una tarea compleja y, por lo tanto, costosa. En las ofertas de adquisición de sociedades abiertas actúan evaluadoras de primer nivel. Pero puede resultar desproporcionado para muchas sociedades cerradas afrontar semejante costo.

### **3. Conclusión**

El problema de las valuaciones no está resuelto, ni mucho menos.

Parece claro que el valor contable (o sea el valor patrimonial proporcional) no aparece como un parámetro adecuado en la mayor parte de los casos, aun mediando ajuste por inflación. Pero es el único que aparece mencionado en la ley general de sociedades.

Resulta disvaliosa la variedad de respuestas que intentan dar solución a este inconveniente.

De entre los métodos alternativos, resultan más solventes desde el punto de vista técnico los cálculos financieros por sobre las estimaciones de valores de los bienes, aunque unos y otros ofrecen numerosas variantes, que no solucionan el

problema planteado. Una variante en alguno de los elementos de cálculo puede generar una modificación significativa en el resultado. Un punto de tasa interna de retorno en el cálculo por flujo de fondos descontados, mayor o menor cantidad de períodos a considerar en un cálculo de valor llave, etc.

No debe perderse de vista que en los casos en que es la sociedad quien debe afrontar el valor de la participación se está frente a un vínculo de organización y no de cambio.

De allí que más que un criterio de justicia conmutativa habrá de aplicarse el valor equidad, como acertadamente establece la normativa sobre entes cotizantes en la regulación sobre ofertas públicas de adquisición. O ecuanimidad, palabra que utiliza el mensaje que acompaña al proyecto de reforma al que luego se hace referencia cuando se refiere a las reservas (punto 38).

Es necesario un marco de previsibilidad -que sólo la seguridad jurídica puede brindar<sup>3</sup>- para todos los interesados, incluida la sociedad, de cara a la necesidad de preservar la empresa, teniendo en cuenta que la resolución parcial genera una obligación dineraria con un plazo de pago dentro del ejercicio.

#### **4. El aporte del reciente proyecto de reforma**

El proyecto de reforma ingresado en el Senado en el mes de junio (en adelante Proyecto) avanza sobre el problema de las valuaciones de dos modos: indicando cómo resolver los conflictos y ensayando un criterio de valuación para el ejercicio del derecho de receso.

##### *4.1. Modo de resolver los conflictos*

Contiene una norma general de carácter supletorio en el artículo 15 bis, en los siguientes términos: *“Salvo que el contrato social o el estatuto prevean otras reglas, las controversias que den lugar a las valuaciones de partes de interés, cuotas o acciones se resolverán por peritos árbitros. En tal caso, quien impugne el precio atribuido por la otra parte deberá expresar el que considere ajustado a la realidad. Pero no estará obligado a pagar uno mayor que el afirmado por la contraparte, ni ésta a cobrar uno inferior al aseverado por el impugnante. Las costas del procedimiento estarán a cargo de la parte que pretendió el precio*

---

<sup>3</sup> El mensaje de los autores del Proyecto menciona este valor en el punto 14, aludiendo a que su ausencia afecta a la empresa y a la seguridad jurídica propia y de terceros

*más distante del fijado por la tasación arbitral, excepto que el contrato social o estatuto prevea de otro modo”.*

Define, entonces, el modo de obrar: un juicio técnico. Y un alcance que parece ir más allá de los supuestos en que es la sociedad quien paga, porque la terminología resulta apta para los supuestos parasocietarios, entre otros motivos porque habla de precio.

No indica allí el criterio a adoptar, sino el modo de obrar. Pero el mecanismo presupone una controversia generada por la impugnación de un precio.

Este dato es relevante porque luego se hacen remisiones a esa norma en supuestos en que no media objeción previa, lo que genera una inconsistencia.

Como se señala luego, es lo que ocurre en los supuestos de aplicación del artículo 245 y de la determinación del haber frente al fallecimiento del socio de una S.R.L.

Diferir la determinación a un perito árbitro resulta adecuado en términos de especialidad y conocimiento del mundo empresario, ausencia ésta que en más de una oportunidad se aprecia en ciertas decisiones judiciales.

#### *4.2. Métodos de valuación*

Los supuestos en que se alude a valuación son varios.

A los presentes en la legislación vigente se agrega lo ya mencionado respecto de la muerte de un socio en las sociedades de responsabilidad limitada.

4.2.1. En caso de resolución por muerte de un socio no prevé el modo de valuar, como tampoco lo hace la legislación vigente.

4.2.2. En caso de exclusión el Proyecto impone la realización de un balance especial (artículo 92 inciso 1°).

4.2.3. Por remisión, también se utiliza este método para el recedente por sub-sanación. En estos casos cabría que se impugne el valor con arreglo al artículo 15 bis, afirmando un importe distinto.

4.2.4. Lo mismo sucede en el supuesto en que se impugne el precio de transferencia de las cuotas sociales con derecho de preferencia (artículo 154), en el caso un negocio parasocietario.

4.2.5. Pero hay otros casos donde resulta inaplicable. En el supuesto de muerte de un socio en la S.R.L., el artículo 155 prevé la cláusula de no incorporación y la posibilidad de exclusión y dice que el valor se establecerá con arreglo al artículo 15 bis.

Pero el artículo 15 bis no establece una pauta para determinar valores, sino para impugnar afirmando una cifra.

5.2.5. Se innova también en materia de receso, que continúa regulado en el artículo 245.

El Proyecto mantiene como principio la determinación por el valor del balance.

No obstante, concede al recedente el derecho a requerir -dentro de los noventa días posteriores a la determinación del valor contable- la confección de un balance especial a la fecha de salida, “*con ajuste a la realidad de los valores del activo y tomando en cuenta el valor presente de los pasivos y las contingencias a que está expuesta la sociedad*”. A renglón seguido expresa: “*si el estatuto no prevé otro medio, la determinación de valores actualizados se hará por el procedimiento de pericia arbitral del artículo 15 bis, segundo párrafo*”.

La remisión plantea confusión, en tanto la norma del artículo 15 bis presupone que quien requiera esa valuación ad hoc precise un valor, mientras que el artículo 245 no parece sujetar el requerimiento de balance especial a la afirmación de un valor.

En cuanto al balance especial, que se supone debe hacer la sociedad, siguen abiertas las posibilidades de incertidumbre, en especial respecto de las contingencias.

Éstas pueden ser tanto activas como pasivas, no queda claro si se refiere a ambas.

Por definición, se trata de activos o pasivos que pueden o no efectivizarse. Las normas contables imponen que, para ser contabilizados, deben contar con un grado de probabilidad alto y cumplir ciertos requisitos, caso contrario, sólo se informan en notas (incluso aquellas cuya posibilidad de ocurrencia se estime remota, ni siquiera se exponen en notas). Lo mismo ocurre con el valor llave e intangibles, que la mayoría de las veces su inclusión se limita a estar dentro de las notas a los estados contables, en algunos casos sin incluir ni siquiera un valor.<sup>4</sup>

Generalmente se trata de situaciones litigiosas y el grado de probabilidad resulta de una estimación incierta, tanto en el resultado del diferendo como en el importe. Y justamente en este contexto, será difícil que si una parte determina un valor (por ejemplo, acudiendo a un especialista en el tema), la otra no lo cuestione, dado lo expuesto más arriba, en cuanto a que en todos los medios utilizados actualmente para valuar las empresas en su conjunto se utilizan criterios considerados muchas veces subjetivos (consideración de una cantidad de años de ventas para flujos futuros de fondos descontados, una determinada tasa, etc.).

---

<sup>4</sup> Resolución Técnica n° 8 – F.A.C.P.C.E.