

## **EN LOS CASOS DE ADQUISICIONES O RESCATES OBLIGATORIOS DE SOCIEDADES COTIZADAS ES PRECISO ACERCAR LA VALUACIÓN DE LAS ACCIONES A LA REALIDAD**

POR DANIEL VERGARA DEL CARRIL

En el Decreto 677/01 se dan algunos supuestos en los cuales se impone la obligación de ofrecer la adquisición de acciones de una sociedad cotizante o de no poder resistir su venta. Así ocurre en su artículo 23 con las ofertas públicas de adquisición (OPA), impuestas para quien pretende alcanzar el control de una sociedad o una porción significativa (35% o más del capital social) en forma directa o indirecta, como así también para los que hubieran ya convenido la adquisición del control o dicha proporción significativa con los ex controlantes, en cuyo caso la oferta deberá cursarse al resto de los accionistas al precio pagado por la adquisición del control, salvo en este último caso, que la sociedad hubiera incorporado oportunamente una cláusula en su estatuto estableciendo la no adhesión al régimen de oferta pública de adquisición obligatoria, que es lo ocurrido entre nosotros con la gran mayoría de las sociedades que cotizan sus acciones en bolsa.

Otro supuesto de adquisición obligatoria es el plasmado en el artículo 31 para pagar las acciones de los accionistas que ejercen el derecho de recesso ante la aprobación del retiro de cotización por la asamblea, obligación impuesta al accionista controlante o a la propia sociedad si dispusiera de la necesaria liquidez y la compra no afectara su solvencia. Está también el obligado derecho de preferencia que la sociedad debe otorgar a sus accionistas cuando debe enajenar acciones propias en cartera previamente adquiridas, como consecuencia de lo dispuesto en el artículo 221 de la Ley 19.550 (LS).

Finalmente, está el escenario de la declaración unilateral de compra compulsiva para el resto de los accionistas que plantea

el cuestionado régimen de participaciones residuales normado en el Capítulo VII del Decreto 677/01 a partir de su artículo 25, en cuyo caso lo que se torna obligatoria es la venta de todas las acciones de los accionistas minoritarios que no pueden resistir la declaración de compra del accionista controlante. Fallos firmes de la justicia en lo comercial de la capital federal han declarado la inconstitucionalidad de esta normativa al haber afectado la validez del artículo 214 LS.

En todos estos casos de adquisiciones no voluntarias es preciso ser muy cuidadoso con el valor que se asigne a las acciones. La Ley de Sociedades no ha establecido un criterio concreto para establecer el valor de rescate a los accionistas recedentes en el artículo 245 LS, cuando establece que las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance balance realizado o que debiera haberse realizado. Como se observa, no se hace mención a ningún método específico de los tantos que existen para la obtención del precio a pagar por cada acción. La costumbre terminó adoptando el valor libros o valor patrimonial, pero es sabido que difícilmente tal valor coincida con el valor real, ya que el balance no suele reflejar los efectos de la inflación ni el valor de los intangibles.

El artículo 32 del Decreto 677/01 propuso una fórmula de precio equitativo que incorpora algunos criterios alternativos o conjuntos de valuación, pero a nuestro juicio no resultan suficientes para establecer un valor real o justo precio de la acción cotizada. Se insiste en darle prioridad al valor patrimonial, que puede cerrar una ecuación contable pero dista de alinearse con la realidad, especialmente si el balance no se ajusta por inflación ni computa los valores intangibles. Aún en el caso de los valores tangibles ciertos bienes del activo amortizados contablemente resultan valuados por montos inferiores a los de su aseguramiento en las comparaciones que se observan en las notas de balances de la mayoría de las sociedades que cotizan en bolsa. Sabido es que los cálculos actuariales aproximan el valor real de los bienes asegurados para hacerlos coincidir con sus valores de mercado, siguiendo el principio de que el valor asegurable no debe superar el valor asegurado.

El valor según criterios de flujos de fondos descontados que contempla el artículo 32 citado constituye un avance apropiado, pero debieron adicionarse otros *ratios* como, por ejemplo, la relación deuda-patrimonio, los índices de liquidez seca y corriente, la relación entre el precio de cotización y la recuperación del pago del mismo con la proyección futura de las ganancias obtenidas

por la sociedad o el cómputo del *ebitda*, o sea las ganancias antes de impuestos, intereses y amortizaciones. Es especialmente importante conocer el nivel de endeudamiento de la sociedad y sus posibilidades de financiarse con recursos propios.

La cotización media de los valores durante el semestre inmediatamente anterior, cualquiera sea el número de sesiones en que se hubieran negociado, puede no ser un valor representativo en épocas como las que hemos vivido en los últimos años con una marcada volatilidad en los mercados bursátiles. Una comparación con las cotizaciones del semestre anterior en el período bursátil transcurrido entre el segundo semestre de 2008 y el primer semestre del 2009 hubiera dado un promedio comparativo sensiblemente bajo con respecto a semestres posteriores.

Otro factor a tener en cuenta es que el inversor bursátil no persigue tanto la rentabilidad de la inversión cuanto la apreciación de los títulos que adquiere. Para ello está dispuesto a esperar el largo plazo y correr el riesgo pertinente. Es un inversor que analiza los balances, se fija en la capacidad del *management* y toma en cuenta lo que se expresa en las memorias anuales y las reseñas informativas de los balances trimestrales. Un anuncio intempestivo de retiro de la oferta pública o un cambio repentino del control de la compañía puede tergiversar sus legítimas expectativas, especialmente en caso de retiro de cotización, toda vez que su inversión minoritaria se verá privada liquidez y de acudir a un mercado que permita una rápida salida de su inversión. He aquí un factor psicológico referido al valor de las acciones que no puede dejar de tenerse en cuenta al momento de considerar si es justo el precio ofrecido en casos de deslistamiento, que si bien puede constituir una legítima estrategia grupal, debe necesariamente compensar a los accionistas externos.

En definitiva, nuestra ponencia es que en el caso de las acciones que cotizan en mercados bursátiles aún no se ha logrado establecer un adecuado mecanismo de valorización de las acciones para el justo precio de rescates, reembolsos o adquisiciones establecidas con carácter obligatorio ni para las declaraciones unilaterales de compraventa compulsiva. Para que esto se logre es necesario no solamente incluir métodos de valuación que se aproximen al valor real de la acción, como los enunciados en esta ponencia, sino también prestar atención a la falta de concreción de proyecciones efectuadas por el directorio de la sociedad a través de lo expresado en sus memorias y reseñas informativas.