

“¿PUEDE UN ACCIONISTA MINORITARIO CUESTIONAR JUDICIALMENTE LA RELACIÓN DE CAMBIO EN LAS FUSIONES SOCIETARIAS?”**Leandro Salvatierra
Pablo Andrés Zacchino****Síntesis**

La fusión como institución jurídica, es un fenómeno que se resiste a una conceptualización unitaria, existiendo cierta uniformidad en considerarlo un complejo de actos que se suceden unos a otros con una unidad de causa.

De esta complejidad de actos surgen, a nuestro entender, actos de naturaleza contractual, que si bien se encuentran sujetos a la aprobación asamblearia, estarían reservados a los representantes societarios.

Dentro de estos actos creemos encontrar la determinación de la relación de cambio.

En efecto, si bien la relación de cambio, tiene una pauta legal que es la resultante de los balances especiales de fusión, estos no son los únicos elementos a considerar. Existen distintos activos que integran el denominado valor llave, que las técnicas contables no lo incluyen por no responder a pautas objetivas, ni resultar verificables de ningún otro modo, los cuales cobran singular trascendencia cuando la fusión es internacional (distintos mercados, distintas normas contables, etc.).

Precisamente, la valoración de estos activos y pautas subjetivas, será tarea de los representantes societarios, quienes en ejercicio de sus funciones, negociarán por la sociedad, y terminarán por ajustar estas variables hasta precisar la relación de cambio que someterán ad referendum de la asamblea.

A consecuencia de lo expuesto, el accionista disconforme con la relación de cambio negociada por los representantes y aprobada por la asamblea, sólo podrá impugnar el balance de fusión en caso de existir vicios que lo afecten y perjudiquen dicha relación; pero no podrá cuestionar la valoración que de buena fe y en el ejercicio de su cargo hubieren fijado sus representantes para el valor llave y otros intangibles no incluidos en los balances de fusión, elementos que seguramente incidieron de manera determinante en la fijación de la relación de cambio.

I. INTRODUCCIÓN

Para comenzar, adelantamos que entendemos que no resulta posible consagrar, a priori y en abstracto, ámbitos absolutamente ajenos a la revisión judicial.

Empero, y en función del organicismo societario existen ciertos actos — como en el caso— quedan en gran medida reservados al administrador societario, que es quién en ejercicio de sus atribuciones se adueña de la voluntad social, negocia por ésta y resuelve de acuerdo a su leal saber y entender, bajo el estándar jurídico de “un buen hombre de negocios”.

Este ámbito de competencia reservada a los administradores¹ es un espacio de

¹ Cuando nos referimos a los administradores, lo hacemos a sabiendas que este es un concepto crítico al decir de Suarez Anzorena, pero lo hacemos considerando a la administración como los actos relativos a la organización interna de la actividad empresarial, o a decisiones concernientes al desarrollo de la gestión económica

subjetividad, donde se adoptan las decisiones empresarias (exitosas o no), que obligan al ente, y que le permiten acordar y contratar con terceros².

Dichos actos no podrán ser revisados en cuanto a su mérito y sólo serán cuestionables en cuanto a su legalidad.

Como veremos a continuación, uno de estos actos es en gran medida la determinación de la relación de cambio en las fusiones societarias.

II. CONCEPTO

Si bien como veremos más adelante, su determinación teórico-práctica puede no resultar sencilla, la conceptualización de la relación de cambio no presente mayores problemas.

Así se ha definido a la relación de cambio como “la proporción que le corresponde, a los socios de las “viejas” fusionadas, en la nueva sociedad”... “la cantidad de acciones, cuotas o partes de interés, que en la sociedad fusionaria corresponderán a los socios de la o las sociedades que se extinguen”³.

Esta relación, también denominada *paridad externa*, determinará la participación relativa que cada socio de las sociedades fusionantes tendrá en la sociedad continuadora (ya sea esta una nueva sociedad o bien una absorbente). Distinta es la denominada *paridad interna*, que por el contrario atiende a la proporción en que han de participar la diversidad de clases de socios o accionistas de las fusionantes -individualmente consideradas-, en la adjudicación de partes sociales de la sociedad fusionaria⁴.

III. LA NATURALEZA JURÍDICA DE LA FUSIÓN Y LA RELACIÓN DE CAMBIO

Simple es advertir desde el propio título de esta ponencia, que hemos separado para su análisis la relación de cambio del resto de los “elementos” que componen el acuerdo previo y el acuerdo definitivo de fusión.

externa. Al respecto sostiene el mencionado jurista que “dentro del sistema flexible y dinámico de juego de las competencias de asamblea y de directorio que se exponen, los principios que emanan de la ley son valiosos para la radicación del poder residual de competencia de uno y otro órgano, en las hipótesis dudosas. Conforme a ellos cabe afirmar que debe entenderse radicada en la asamblea la competencia decisoria fundamental respecto de actos vinculados a la vida político-jurídico-institucional de la sociedad, y en el directorio la relativa a actos atinentes a su propia organización, o a la organización interna de la actividad empresaria, o a decisiones concernientes al desarrollo de la gestión económica externa.” (cfr. Carlos SUÁREZ ANZORENA y otros, En procura de una más precisa delimitación de la competencia del director de la sociedad anónima nacional, “R.D.C.O.”, AÑO 15, n° 85 a 90, p. 853).

² “En cuanto órgano de la sociedad, el directorio necesita contar con un mínimo de facultades propias, privativas e indelegables que le permitan cumplir adecuadamente la gestión administrativa que le ha sido con miras al logro del objeto social. En principio como señala Gay de Montellá, dentro de las funciones limitadas por el objeto social, los directores tienen reconocido poder decisorio y ejecutivo respecto de todas las cuestiones que se refieren a la gestión de la sociedad mientras no se hallen reservadas, por la ley o los estatutos, a la asamblea. De aquí que el objeto social deba ser suficientemente preciso respecto de los fines de la sociedad.” (cfr. Miguel A. SASOT BETES – Miguel P. SASOT, “Sociedades Anónimas. El órgano de administración”, Depalma, Bs. AS., 1980, p. 447).

³ Cfr. Alberto Victor VERON, “Los Balances”, T. II, Errepar, Bs. As. 1998, p. 1018.

⁴ Cfr. Julio C. OTAEGUI, “Fusión y escisión de sociedades comerciales”, Abaco, Bs.As., 1981, p. 68.

Esto responde a la conflictiva y compleja naturaleza jurídica que presente la fusión en su conjunto.

En principio, ya sea adhiriendo en mayor o menor medida a la teoría contractualista o a la teoría del acto societario⁵, la doctrina dominante entiende que se trata de un complejo de actos que se suceden unos a otros con una unidad de causa⁶.

Lo cierto es que ambos aspectos de la fusión se encuentran presentes, el primero es el contractual al momento en que los administradores a través del representante societario realizan el acuerdo previo de fusión, y el segundo es el societario interno, que se refleja en las decisiones sociales que ratifican el acuerdo y las modificaciones estatutarias necesarias para las consecución del mismo.

Compartimos con la Dra. COHEN de ROIMISER, en cuanto a que es un fenómeno que se resiste a una conceptualización unitaria⁷, y que ambos aspectos se encuentra presentes, pero nos parece advertir que a pesar de la interacción que existen entre ambas facetas, en cada uno de sus elementos que construyen el camino hacia la fusión se puede determinar cual de éstos matices tiene mayor preponderancia⁸.

⁵ "La fusión no es un acto unilateral, sino un verdadero iter que es forzoso recorrer para llegar a la meta final. Esta vía está integrada por una serie de actos de naturaleza diversa, de carácter interno unos, propios del derecho societario; de carácter externo otros, mediante los cuales se concreta la conjunción de voluntades sociales. Este doble aspecto ha llevado a la formulación de dos teorías distintas acerca de cuál es la naturaleza jurídica de la fusión: 1) La teoría contractualista. La fusión exige siempre la compenetración de las voluntades sociales mediante un vínculo contractual que la consagra: es el contrato de fusión. Considerando este aspecto externo de la fusión y haciendo hincapié en la necesidad imprescindible del enlace obligacional de las voluntades sociales, los autores enrolados en esta teoría consideran a la fusión un contrato en virtud del cual dos o más sociedades acuerdan fusionarse para dar vida a la otra nueva o para ampliar una existente mediante la transmisión patrimonial a favor de la nueva o de la absorbente. 2) La teoría del acto societario. La observación del fenómeno desde adentro, desde el ámbito interno de las sociedades comprendidas y la mecánica específica societaria que la fusión les impone, ha llevado a quienes participan de ésta teoría a considerar la fusión como un acto esencialmente societario." (Cfr. Mónica G. COHEN de ROIMISER, La fusión de sociedades: el fenómeno económico y el fenómeno jurídico, "R.D.C.O.", 8-43, p. 60).

⁶ "La fusión constituye un complejo de actos cuyo cumplimiento es necesario para obtener el fin perseguido. No es sólo un acto societario o simplemente un contrato; representa un negocio complejo y de ejecución sucesiva, porque se perfecciona mediante varios actos escalonados y concatenados causalmente entre sí, con un móvil común que los inspira y que les imprime sus modalidades características. Todos esos actos obedecen a un plan conjunto y son, en cierta forma, 'actos-medios' para la consecución de la finalidad buscada y acordada por todos los socios." (...) "Sin embargo, todos estos actos están enlazados por un motivo común que les da cohesión y que los presenta como simples etapas o partes de un solo proceso, o como ejecución de un mismo negocio, jurídico. Por esta unidad intrínseca, que emerge de unidad de propósitos, no pueden tratarse entonces aisladamente como negocios independientes de cada una de las distintas compañías ni de cada uno de los grupos de socios de ellas, porque con ello se negaría su fisonomía misma, que produce efectos respecto de todas las sociedades y entre los socios de todas ellas. El negocio jurídico de la fusión hay que considerarlo e interpretarlo, pues, es ese estado de unidad intrínseca emergente de su unidad de causa; pero como negocio complejo y de ejecución sucesiva, no puede ser analizado haciendo abstracción de los distintos actos jurídicos que forman parte del proceso de la fusión." (cfr. Enrique ZALDIVAR y otros, "Cuadernos de derecho societario", Abeledo-Perrot, Bs. As., 1978, p. 121/2).

⁷ Cfr. Mónica G. COHEN de ROIMISER, ob. cit., p.60.

⁸ Sin perjuicio de que consideramos dificultoso encasillar a la fusión en una conceptualización unitaria, nos parece acertada la observación de Solari Costa, en cuanto a que lo contractual y externo es su rasgo más característico. Sobre el particular expresa: "También es cierto que tras ese particular proceso se encuentran sociedades que llevan a cabo un acuerdo contractual y, en nuestra opinión esto es más importante que los actos orgánicos internos de que cada sociedad pueda tener que realizar para el buen fin de la reorganización. Llegamos a esta afirmación basados en que también en otros negocios de la vida económica -tales como las ventas de la sede social, o la de la fábrica principal; cesión de una marca de gran trascendencia para la explotación de la empresa; adjudicación a los socios de bienes de apreciable valor mediante una reducción

Ello no resulta ajeno al objeto de esta ponencia, ya que en el espectro de lo contractual, existe un ámbito de competencia reservado a quienes ejercen la gestión externa de los negocios sociales, que aunque —como en el caso— se encuentre sujeto a la aprobación por los socios, es irrevisable judicialmente en cuanto a su mérito.

Aquí y en este lugar ubicamos al compromiso previo de fusión, y dentro de éste a la relación de cambio.

IV. EL COMPROMISO PREVIO DE FUSIÓN

Entendiendo a la fusión como una de las formas de concentración empresarial, la misma requiere como paso previo toda una etapa negocial, donde no sólo se evalúe la conveniencia del redimensionamiento empresarial, sino y fundamentalmente, donde se fijen las participaciones de los futuros contratantes en el nuevo emprendimiento compartido.

Esta etapa negocial, culmina con el compromiso previo de fusión, que entendiéndolo tanto como un verdadero contrato^{9/10} o bien simplemente como un precontrato¹¹, es la expresión de la voluntad común de quienes representan ambas sociedades sentando las bases de la futura unión.

de capital, etc. las sociedades también deben realizar reuniones de socios, o de administradores, o recabar conformidades de los fiscalizadores, para cumplir así internamente los requisitos previos a la contratación. Pero, aún existiendo actos, resoluciones o asambleas que hacen al funcionamiento orgánico societario, no por ello deja de haber una actividad contractual "externa" entre las sociedades y el tercero que conforma la contraparte. Algo parecido ocurre en la fusión: los cambios estructurales son importantes, pero predomina lo contractual a lo corporativo." (...) "En nuestro caso, se aplicarán las normas supletorias que regulan las decisiones orgánicas de las sociedades partícipes, más las normas generales de los contratos —primero los de derecho comercial, luego los civiles—, pero dentro del criterio general de que este instituto no es la sumatoria de actos corporativos más contractuales, sino que hay una finalidad de reorganización que implica algo más que ello y algo más, acorde con los elementos esenciales y naturales específicos de la fusión." (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, "Fusión y escisión nacional transnacional de sociedades", AD-HOC, Bs. As. 1996, p. 152/3/4).

⁹ "En mi opinión, el compromiso previo de fusión es un contrato celebrado entre dos o más partes; un verdadero acuerdo de voluntades celebrado entre quienes suelen ser responsables y promotores de la idea de fusionar a las sociedades. Es en realidad un contrato ya concluido, del cual resultan derechos y obligaciones para las partes, pero cuyos efectos quedan condicionados a la aprobación de las asambleas." (...) "La conditio iuris de la aprobación de la asamblea no quita que los partícipes del proyecto por el solo hecho de suscribirlo, asuman obligaciones actuales y exigibles, las que en caso de incumplimiento generan responsabilidades contractuales, como ser la obligación de convocar a las asambleas para que traten el proyecto, o abstenerse de realizar actos que dificulten la aprobación del compromiso." (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, "Fusión y escisión nacional transnacional de sociedades", AD-HOC, Bs. As. 1996, p. 198).

¹⁰ En igual sentido se ha pronunciado nuestra jurisprudencia en autos "Carabassa, Isidoro c. Canale, S.A. y otra", voto del Dr. Williams: "El compromiso de fusión designado, también con la denominación de "protocolo de fusión", participa del mismo carácter contractual de la fusión propiamente dicha, aún cuando no llegue a concretarse en el acuerdo definitivo de fusión, y no obliga a las sociedades a la concertación de éste último. Es así como se lo ha calificado como un "anteproyecto" o como un "contrato preparatorio" o "Preliminar" concluido por las sociedades que tienen intención de fusionarse y celebrado por intermedio de sus órganos representativos. Es necesario no confundir el acuerdo definitivo de fusión, es decir, la operación ya realizada, con el compromiso previo de fusión que la proyectó (Williams, Jorge N., "Los contratos preparatorios", ps. 12 y sigs. Buenos Aires, 1978)." (cfr. CNCom, sala B, diciembre 6-982, "L.L." T. 1983 - B, p. 378)

¹¹ "El momento inicial de la fusión queda claramente deslindado en el inciso 1) del artículo 83. Este ya no involucra un pacto o acuerdo aprobado por sendas resoluciones sociales, sino que se sitúa en el marco de las actuaciones de los representantes con el alcance de un compromiso "previo" de fusión al que se le asigna un

La ley, con lógico criterio, indica a los representantes de la sociedad como los facultados para la concreción del compromiso previo.

Decimos con lógico criterio, en atención a que son los propios administradores a través de sus representantes- quienes mejor deben conocer cuánto puede valer "su" empresa, cual es la posición en el mercado y cual puede ser el porvenir.

Desde esta posición negociarán cuánto "valen" cada uno de los partícipes, y en función de esta determinación, cómo se proyectará cada una de ellos sobre la nueva sociedad a crearse o dentro de la sociedad absorbente.

Resulta una obviedad decir que en esta etapa, aparece como trascendental la "tarea de valuación" que las partes hacen de cada uno de los fondos de comercio¹² que se integrarán en el futuro, ya que de ésta surgirá la relación de cambio la cual "constituye la base financiera sobre la cual será realizada la operación de fusión"¹³.

Esta valuación, no exige la aplicación parámetros objetivos determinados, ni reglas contables o económicas.

Esto no quiere decir que no existan ni que no se puedan acordar la aplicación de aquellas¹⁴, pero sabido es que la determinación del valor de una empresa en marcha, responde a una serie de factores, siendo muchos de ellos subjetivos, quedando esta subjetividad librada al criterio del "tasador".

Por estas razones es que el legislador sólo exige la preparación de "balances especiales de fusión, preparados por sus administradores, con informes de los síndicos en su caso, cerrados en una misma fecha que no será anterior a tres meses a la firma del compromiso, y confeccionados sobre bases homogéneas y criterios de valuación idénticos" (art. 83 inc. 1.b.), los cuales servirán como *pauta* para la determinación final de la relación de cambio, pero en ningún momento obliga a que ésta última sea consecuencia matemática de aquellos¹⁵.

sentido equivalente a un proyecto, como resulta en el derecho francés." (cfr. Alberto Victor VERON, "Los Balances", T. II, Errepar, Bs. As. 1998, p. 1007).

¹² "No es del caso entrar a analizar los diversos procedimientos aplicados por la ciencia y técnica contable para practicar de partes sociales (Bértora, H.R., Valuación de acciones, 1956), pero debe tenerse presente que para el supuesto de fusiones se recomienda el método de valuación del fondo de comercio (Bértora, ob. cit, p. 94). En sus lineamiento generales, este método consiste, en primer lugar, en determinar el valor actual del patrimonio social reajustando los valores activos de libros de acuerdo con los justos valores de mercado y deduciendo el pasivo por la diferencia entre activo y pasivo. Tras este primer paso, se pondera la llave del negocio calculada en función de la superganancia o superutilidad que produce la explotación respecto del rendimiento normal de un capital, que se suma al patrimonio activo neto si dicha llave arroja un valor positivo, o se resta del patrimonio activo neto si la misma da un valor negativo. Después de este segundo paso, se divide la suma resultante por el número de partes sociales, obteniéndose el valor unitario de cada una de ellas (Bértora, H.R., ob. cit., ps. 57, 33)." (cfr. Julio C. OTAEGUI, ob. cit., p. 65).

¹³ Cfr. Alberto Victor VERON, "Los Balances", T. II, Errepar, Bs. As. 1998, p. 1018.

¹⁴ "La determinación de la paridad de cambio o relación de cambio requiere, como ya dijimos, la aplicación de formulas empíricas (Retail, L., ob. cit., p. 42 y ss.) y plantea diversas situaciones referidas a la manera de evaluar las participaciones sociales, lo que puede hacerse sobre la base del valor patrimonial (ver ejemplo de Zaldivar, E., en Fusión y transformación, L.L., t. 149, p. 832, n. 3.4.4.) o con la ponderación del valor reditival, lo que significa la consideración del valor llave, y en su caso del valor bursatil. En este sentido, la L.S., art. 83, inc. 3º-a, deja un amplio margen a las soluciones convencionales (Zaldivar, E., lug. cit., n. 3.4.4.)." (cfr. Julio C. OTAEGUI, ob. cit., p. 70).

¹⁵ "Es decir que a primera vista parece obligado sostener que el canje de acciones debe hacerse según la comparación de los balances de las distintas sociedades que se fusionan. Sin embargo, debe advertirse que este criterio puede no seguirse en forma absoluta. En la práctica la fijación del valor adecuado será obra y reflejo de lo convenido en los pactos de fusión, que además de los aspectos estrictamente contables podrá tener en cuenta otros..." (cfr. Enrique ZALDIVAR y otros, "Cuadernos de derecho societario", Abeledo-Perrot, T. IV, 2, Bs. As., 1980, p. 140).

En base a lo expuesto es que los representantes firmarán el compromiso previo de fusión que contendrá los motivos y finalidades de la misma, los balances especiales de fusión, la relación de cambio, el proyecto de contrato o estatuto de la nueva sociedad o las modificaciones del contrato o estatuto de la absorbente según el caso, y finalmente las limitaciones a los administradores de los entes partícipes para evitar las variaciones en los elementos considerados para la firma del acuerdo y hasta su inscripción.

Ahora, y circunscribiéndonos al tema bajo análisis, pasemos al estudio de los elementos del compromiso previo que afectan a la relación de cambio.

VI. a) Balances especiales de fusión

Sin perjuicio de que como mencionáramos *ut-supra*, somos de la idea de que la relación de cambio no responde directamente a una relación aritmética entre los balances de fusión, consideramos a los mismos como la pauta legal por excelencia para su determinación.

Esto así, en razón que de su análisis se podrá obtener la idea más acabada, de cuál es la justa y equitativa relación entre los patrimonios que se fusionan¹⁶, y a partir de allí llegar a determinar la relación de cambio que mejor refleje la real injerencia de cada una de las sociedades en la sociedad continuadora.

Con el fin descripto, el legislador se preocupa de limitar tanto en la fecha de cierre como en las bases y criterios de valuación los estados contables de fusión.

En efecto, para que la comparación sea válida, la normativa no sólo exige que los balances estén cerrados a la misma fecha y dentro de los 3 meses de suscripto el acuerdo previo, sino que además hayan sido confeccionados sobre bases homogéneas y criterios de valuación idénticos¹⁷.

A partir de allí, y si bien las opiniones no son uniformes, parte de la doctrina se inclina por sugerir que la relación de cambio es la que se desprende directamente de los balances de fusión¹⁸.

¹⁶ "Para que la fusión tenga lugar en un plano de equilibrio y justicia, tanto para las sociedades intervinientes, como para sus concretos interesados (socios, directivos, acreedores, trabajadores), es indispensable conocer la real situación patrimonial de cada empresa." (...) "La correcta descripción de la situación patrimonial es indispensable para realizar con la mayor justeza posible, la relación de cambio entre las participaciones que se tienen en la sociedad fusionada con respecto a las que se tendrán en la sociedad fusionaria. Para ello es necesaria la confección de balances especiales de todas las compañías partícipes." (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, ob. cit., p. 206/7).

¹⁷ "Según el informe 9 de la Comisión de Estudios sobre Contabilidad del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal, los requisitos de la información contable deben cubrir los siguientes: 1) utilidad; 2) pertinencia; 3) confiabilidad (aproximación a la realidad y verificabilidad); 4) claridad; 5) comparabilidad; 6) oportunidad; 7) sistematicidad. Los requisitos legales tienen una finalidad de gran importancia —más allá de reflejar la verdadera situación de las empresas— que es la de poder comparar seriamente los valores en juego, pues quienes tienen derechos patrimoniales en las sociedades que se extinguen (socios, acreedores, trabajadores), no deben perjudicarse por la reorganización; su situación debe resultar al menos similar en comparación con la que queden los de las otras sociedades." (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, ob. cit., p. 209, 210).

¹⁸ "La finalidad de dichos balances es la debida valuación de los activos y ponderación de los pasivos exigibles de las sociedades fusionantes, conforme a criterios similares para la concertación de la fusión. De esto surgirá el valor real del activo neto de cada sociedad y consiguientemente la relación de canje entre las partes sociales de las sociedades fusionantes, lo que es de especial importancia para los socios, porque de ello resultará la proporción en que cada uno ha de participar en el capital de la sociedad fusionaria. Asimismo,

Por nuestra parte reiteramos una vez más nuestra discrepancia con esta postura¹⁹, básicamente por dos razones:

La primera de orden legal, dado que la ley al exponer en el art. 83 inc. b) los balances especiales de fusión y en el c) la relación de cambio, no refiere que el segundo es consecuencia directa del primero, ni que obedezca exclusivamente a lo que de éste surja. Creemos que dicha omisión no es casual, y que se debe a que los balances de fusión son solo una pauta –de gran importancia pero una pauta al fin– para su determinación.

La segunda es de orden técnico contable, debido a que ésta –la práctica contable– no permite reconocer ciertos activos que pueden resultar gravitantes a la hora de establecer la relación de cambio, como ser todos aquellos que componen el valor llave²⁰.

Explica Fowler Newton que “para reconocer contablemente a un activo no sólo deben cumplirse las condiciones indicadas sino que, dado el propósito de la contabilidad, debe existir también la posibilidad de asignarle un importe en moneda sobre bases objetivas y susceptibles de verificación. Por esto, es norma que los estados contables de las empresas excluyan a los intangibles no identificables autogenerados. Razones: a) como no son separables del negocio es difícil determinar su valor; b) como resultan de la actividad permanente del ente, tampoco es fácil establecer su costo, que aunque no es un indicativo del valor corriente del bien, podría constituir un dato objetivo verificable. Esto es lo que ocurre con el valor llave y sus componentes. Así, como señala FEXIS, los estados contables de la CHRYSLER CORPORATION no muestran ningún activo por el hecho de que al frente de esa empresa está LEE IACOCCA, que la salvó de una quiebra casi segura y le devolvió el carácter de gigantesco competidor de FORD y GENERAL MOTORS.”²¹

Así las cosas, vemos que al momento de confeccionar los balances de fusión, va a quedar un espacio inabarcable por la técnica contable, que puede tener gran incidencia en el real valor de las sociedades partícipes, que no va a estar reflejado en los balances de fusión, y que aún en el supuesto de incluirse²² no responderán a pautas objetivas ni verificables.

sobre la base de estos valores los socios podrán decidir sobre la conveniencia o inconveniencia del ejercicio del derecho de receso.” (cfr. Julio C. OTABGUI, ob. cit., Ábaco, Bs.As., 1981, p. 101).

¹⁹ Esto ha sido ratificado jurisprudencialmente en: CNCCom, sala B, diciembre 6-982 – in re Carabassa, Isidoro c. Canale, S.A. y otra, voto del Dr. Williams, “L.L.” T. 1983 – B, p. 378.

²⁰ “Se puede argumentar que es necesario que la asamblea apruebe una relación de cambio que se base en el efectivo valor del patrimonio social, tal como se detecta de la cotización de sus componentes; sin embargo parece que la relación de cambio debe tomar también en cuenta, la perspectiva futura de la fusión, o sea no sólo la estimación en base a los actuales componentes patrimoniales, sino también incluyendo a la superación de ingresos que se estima obtener en el futuro. Parece claro que la tasación de los bienes no pueden tomarse con valores estáticos o históricos, sino con aquellos métodos que responden a la dinámica de la empresa, la que también incluye las expectativas que para cada sociedad genere la fusión” (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, ob. cit., p. 216/7).

²¹ Cfr. Enrique FOWLER NEWTON, “Contabilidad básica”, ed. Macchi, Bs.As. Bogotá 1997, p. 43/44. Esta cita se encuentra parcialmente transcrita en una de las notas del libro del Dr. Solari Costa (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, ob. cit., nota n° 247), la que nos pareció sumamente elocuente, y de allí que recurrimos a su fuente para incorporarla a nuestro trabajo.

²² Veremos seguidamente la posición del Dr. Verón quien incluye en los balances especiales de fusión todos los componentes del avviamento para así determinar directamente de los mismos la relación de canje. En tal sentido expresa: “la valoración del activo en el balance de fusión debe ser mayor que en el de liquidación, porque en aquél contribuirán valores que integran el llamado ‘avviamento’ de la empresa, así como también

En definitiva, es el anunciado ámbito subjetivo y de negociación que está en manos de los representantes sociales, que son quienes en definitiva negociarán por el ente, expresarán su voluntad, y fijarán el criterio de ésta al determinar la relación de cambio acordada. Todo ello bajo el estándar de un buen hombre de negocios, y ad referendum de la aprobación asamblearia.

VI. b) Determinación de la relación de cambio

Vimos entonces la insuficiencia de los balances de fusión para la determinación de la relación de cambio²³, al momento en que la propia técnica contable no permite activar los elementos que integran el *valor llave*, de tal suerte que sólo queda dejar librada su fijación a lo que los representantes de las partes intervinientes acuerden como su justo valor.

Desde otro costado y como una solución práctica al problema planteado, el Dr. Verón sugiere incluir dentro de los balances de fusión y como ajustes al patrimonio “las incidencias de la valuación operada y/o convenida a los fines de la transmisión del patrimonio por fusión.” En consecuencia, sostiene el mencionado autor que “a los fines de la relación de cambio, antes de calcular dicha relación conviene determinar el valor real de las acciones que serán entregadas en contrapartida de la fusión, y **no se puede ignorar, para realizar esta valuación, las perspectivas futuras y la rentabilidad de la sociedad.** Dicho valor real se determinará en base a la valuación de todos los activos y pasivos emergentes de los balances especiales preparados para la fusión, a los valores reales o a valores que fundamentados en la realidad, le asignen de común acuerdo las partes, **adicionándole además los correspondientes valores “llave del negocio” y otros valores intangibles** como quebrantos, desgravaciones y exenciones impositivas, previsionales, laborales, etcétera, que puedan válidamente computarse, así como

la venta separada de los elementos patrimoniales de la sociedad supone un menor valor que la transmisión global de un organismo industrial en pleno funcionamiento. Sin perjuicio de ello ha de tenerse presente lo previsto por los artículos 38 a 53 y 62 de la LSC, en lo que resulta de aplicación...” (cfr. Alberto Victor VERON, “Los Balances”, T. II, Errepar, Bs. As. 1998, p. 1017).

²³ “Se puede afirmar que hay métodos directos e indirectos de valuación; entre los primeros se encuentran el valor de liquidación, y el de rendimiento de la sociedad; entre los indirectos se puede citar a los que resultan de los balances, o de cotización en bolsa. Como expresé en el comentario del punto anterior sobre balance especiales, por más que se recurra a la mejor técnica contable para establecer la relación de cambio, la misma será injusta, o no responderá a la realidad patrimonial que se debe tomar en cuenta, si los balances no reflejan con exactitud, y sobre todo con veracidad actualizada la real situación patrimonial de las sociedades. Ello no quita, que además de los datos que se extraen de un balance redactado con seriedad, se puedan y deban tomar otros elementos extracontables para la determinación final del verdadero valor de una empresa en funcionamiento, tales como su valor llave, buen nombre en el mercado, fama de sus administradores, expectativas de progreso en el rubro en que opera, ascendente en el mercado, entre otros factores de tipo subjetivo.” (...) “Sanchez Oliván se ha pronunciado en contra de los sistemas que toman en cuenta exclusivamente el valor patrimonial de las empresas, pues con ellos ‘se estiman más las consecuencias a que puedan llegar profesionales de la valoración que la intuición del empresario, que a mi modo de ver, debería prevalecer, ya que el mundo empresarial, en buena parte, se mueve por impulsos, y probablemente el futuro es más fácil de intuir que de dar valores’, y agrega que en la fusión de los bancos de Bilbao-Vizcaya y en la proyectada desistida Banesto-Central, el tipo de canje no se fijó con arreglo al valor patrimonial de las entidades fusionantes, sino que se determinó con arreglo a ciertos ajustes financieros que permitieron establecer una equivalencia de valores entre las entidades fusionantes, a fin de que la operación se realizará en plano de igualdad económica.” (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, ob. cit., p. 220).

los surgentes de valorizar razones de orden económico (mercados, competencia, productos, patentes, marcas, etcétera) o de otro tipo.”²⁴

Desde ambas posturas, y ya sea reflejando el valor llave o los intangibles en los balances especiales de fusión o bien fuera de estos, queda claramente expuesto que la relación de cambio no responde a pautas objetivas, ni a fórmulas contables. La misma será el resultado de una negociación en la que se ponderarán elementos subjetivos o perspectivas de futuro, que dependerán del criterio de quienes negocian por cada una de las partes.

V. CONCLUSIONES

Para finalizar, y comenzando a ensayar la respuesta al interrogante que encabeza la presente diremos lo siguiente:

1) La relación de cambio tiene como única pauta legal los balances especiales de fusión que confeccionan los administradores societarios sobre bases homogéneas, criterios de valuación idénticos, y cerrados a una misma fecha no anterior a los 3 meses de firmado el acuerdo previo de fusión.

2) Fuera de los balances especiales de fusión o dentro de estos, los representantes societarios acordarán el valor llave de cada sociedad y de otros intangibles no considerados (si existieren), los cuales no responden a pautas objetivas ni resultan verificables, pero incidirán directamente en la definitiva determinación de la relación de cambio:

3) Si bien la relación de cambio resulta impugnabile por los accionistas disconformes cuando sus vicios surjan de balances especiales defectuosos^{25/26}; no ocurrirá lo mismo cuando sus cuestionamientos se basen en la valuación que - de buena fe y bajo el estándar jurídico de un buen hombre de negocios- los representantes societarios le otorgaron al valor llave y a intangibles no considerados en los balances de fusión.

²⁴ Cfr. Alberto Victor VERON, ob. cit., p. 1021.

²⁵ “Los balances de fusión son la base fundamental para establecer la relación de canje, pero no es absoluta dada su impugnabilidad cuando no refleja la real situación patrimonial de la sociedad, y viceversa, cuando el balance es real pero se fija una relación de cambio equivocada; por ello, si el método utilizado para confeccionar los balances de fusión en ambas sociedades es el mismo, nada puede objetarse a la relación de canje de los derechos sociales que resulten de ellos.” (cfr. Alberto Victor VERON, “Los Balances”, T. II, Errepar, Bs. As., 1998, p. 1020).

²⁶ “En un valioso antecedente judicial, se expresó que, entre otras hipótesis es factible impugnar un balance y obtener su rectificación cuando se dé alguna de estas circunstancias: irracionalidad o arbitrariedad manifiesta de las constancias del estado contable, o enriquecimiento sin causa de un tercero como consecuencia de algún negocio o acto reflejado en ese estado contable.” (cfr. Osvaldo SOLARI COSTA, ob. cit., p. 221).