

## **LA VALUACIÓN DE LAS ACCIONES EN CASO DE RETIRO DE COTIZACIÓN. SUPUESTOS DE ADQUISICIÓN PREVIA DE CONTROL.**

*Daniel A. Vergara del Carril*

### **PONENCIA**

1. El inversor bursátil priorita la expectativa de obtener una apreciación del capital invertido y la liquidez del mercado que le permite aprovechar esa apreciación en cualquier momento. El retiro voluntario de la cotización es una decisión política de la mayoría que no debe restringirse, a condición de que compense adecuadamente a los accionistas recedentes.

2. El art. 245 de la ley 19.550 determina que el valor de reembolso de las acciones del recedente se basará en el último balance realizado, pero no especifica el sistema que debe emplearse para obtener tal valor. No es adecuada compensación para el accionista recedente en caso de retiro voluntario de la cotización, el valor patrimonial de las acciones extraído del patrimonio neto contable amortizado si de otros datos informativos surgidos de ese mismo balance, confeccionado conforme a directivas de los órganos de contralor de la oferta pública bursátil, surgen valores corrientes de bienes tangibles que son superiores a los valores contables amortizados de esos bienes. En ese caso, el valor patrimonial debe computar esos mayores valores.

3. Cuando luego de una adquisición de control, el adquirente decide retirar de la cotización a la sociedad adquirida, es prudente que efectúe una oferta pública de adquisición de las acciones remanentes por un precio cercado al abonado a la mayoría, ya que dicho precio se presume como precio real o corriente de las acciones de la sociedad.

### **FUNDAMENTOS**

Uno de los temas más intrincados de la problemática societaria es el de la valuación de las acciones, tanto en lo que se refiere a sus connotaciones económicas, como a las jurídicas.

En el campo económico son varios los sistemas que se aplican cuando se trata de valorar para una adquisición, un aporte o un joint venture corporativo. Se barajan distintas alternativas que incluyen o excluyen los valores intangibles, aunque finalmente están presentes en el valor presente del flujo de fondos, el nivel de facturación anual, la proyección de las ganancias en ejercicios futuros y la porción de mercado asignable a los productos de la empresa.

Tal es la importancia asignada al tema que una de las Universidades más prestigiosas del mundo en administración de negocios, la Luiggi Bocconi, edita una revista especializada en Valuación de Empresas, bajo la dirección del profesor Guatri, que en su versión castellana publica la Universidad Argentina de la Empresa.

Nuestra Ley de Sociedades (LS) ha tenido oportunidad de referirse al valor de la acción al regular el reembolso a los accionistas recedentes (art. 245 LS) pero lo

ha hecho de manera muy general e indeterminada, al señalar que las acciones del recedente se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que debió realizarse en cumplimiento de normas legales. Como se advierte, hay que referirse al último balance, sin que el legislador haya indicado un sistema específico de obtención del valor de la acción.

No es la oportunidad para entrar en las discusiones producidas alrededor de la necesidad de practicar o no un balance especial que contemple el valor llave de la empresa, es decir aquellos valores intangibles que el balance no incorpora. Aún trabajando exclusivamente con valores tangibles, nos encontramos que las fórmulas de balance impuestas por los órganos de contralor de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones contienen datos, cuadros y notas que permiten extraer diversos valores de las acciones, siendo el valor patrimonial clásico (patrimonio neto dividido por el capital nominal) solamente uno de esos valores.

La estructura de los estados contables de una sociedad que cotiza en Bolsa es actualmente bastante diferente de la prevista en los arts. 63 al 65 de la LS, que no se han modificado desde 1972. Por cierto que básicamente suministran la información requerida por el artículo de la ley, pero van mucho más allá en lo que se refiere a información básica y complementaria, anexos, reseñas y notas, de modo tal que la lectura del balance permite imbuirse en mayor medida de los valores reales de rubros del activo y del pasivo.

Si a ello agregamos que la ley no establece un mecanismo concreto de valuación surgida del balance, es fácil concluir que existe un amplio campo de interpretación para obtener una valuación que se acerque en la mejor medida posible al valor real, aún prescindiendo del valor llave.

Es muy importante que así suceda en el caso de receso habilitado frente a la decisión mayoritaria de retirar de cotización las acciones de la sociedad, no sólo en protección del interés de los accionistas, sino de la confianza que merece el funcionamiento de un adecuado mercado de capitales.

Cuando un inversor invierte en acciones cotizadas en Bolsa privilegia especialmente la liquidez del título, es decir la posibilidad de comprar y vender en cualquier momento y la expectativa de valoración de la inversión en el tiempo. Esa expectativa de ganancia de capital realizable en el momento justo, es la que compensa el mayor riesgo de la inversión bursátil frente a otras alternativas más conservadoras y con mejores perspectivas de rentabilidad y seguridad, como también el menor retorno de los dividendos en comparación con los intereses que se pueden obtener en esas otras alternativas.

Así las cosas, el retiro voluntario de la cotización cambia sensiblemente las expectativas del accionista inversor y, si bien es cierto que no sería lógico poner trabas a la mayoría en su decisión de dejar de cotizar, es imprescindible que esta causal de receso, más que ninguna otra, sea adecuadamente compensada. En efecto, si repasamos las causales establecidas en la ley, el retiro de la cotización es la única que, en principio, no obedece a un interés social específico y está más bien ligada a una política del grupo de accionistas controlantes.

En tren de que el valor de reembolso se acerque lo más posible al valor real de la acción, debe computarse toda la información que surge de los estados contables conforme a las pautas fijadas por los órganos de control de las sociedades que oferten públicamente sus acciones.

Así, por ejemplo, el art. 68, apartado 13, del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, exige que los estados contables contengan un capítulo donde se describa el valor por el cual la sociedad ha asegurado sus bienes tangibles y se los compare con sus valores contables castigados por las amortizaciones. Dado que el valor asegurado coincide con el interés asegurable y teniendo en cuenta que el contrato de seguro es indemnizatorio y no lucrativo para el asegurado, cabe concluir que dichos valores de aseguramiento son los más cercanos a los reales y, por lo tanto, son los que deben computarse a los efectos de cumplimentar con lo establecido en el art. 245 LS en el sentido de reembolsar las acciones por el valor resultante del último balance realizado.

Se ha advertido en la práctica que luego de una adquisición de control de sociedades cotizantes, el grupo adquirente, generalmente con políticas grupales, decide retirar de cotización a la sociedad. En algunos casos (Terrabusi, Compañía Química, Boston Seguros, Fric Rot) se extendió una oferta pública voluntaria de compra de acciones a la minoría, abonando el mismo precio pagado a la ex mayoría por el control, precio que resultaba bastante mayor que el que surgiría de la fórmula del valor patrimonial neto. En otros, no sucedió así.

En los supuestos indicados ha existido un valor real corriente dado por el precio pagado a los anteriores accionistas mayoritarios en una operación privada. Si hubiera existido adquisición por oferta pública se habría aplicado el art. 7.1.5 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (Resolución 290/97) que obliga a prorratear el mismo precio de compra ofertado entre los accionistas que respondieron a la oferta. Parece entonces justo, que el mismo criterio de traslado de precio por acción, o uno cercano, se aplique cuando la adquisición del control se efectuó por negociación privada, **a efectos de valorar la acción para el pago del receso por retiro voluntario de cotización.**