

# LOS DERECHOS PATRIMONIALES DE LOS SOCIOS Y UN “VALOR EQUITATIVO”

ALBERTO ANTONIO ROMANO

## FUNDAMENTOS:

### I- INTRODUCCIÓN

Es nuestro objetivo debatir sobre la necesidad que los derechos patrimoniales de los socios se disputen, discutan y resuelvan en un marco de realidad. Podemos decir que no es infrecuente que se utilice el “valor contable” o “valor de libros” para darle contenido económico a los mismos y, generalmente, ello implica fijar un valor que no se compadece con la realidad.

La problemática se presenta en diversos casos. Ante el ejercicio del derecho preferente de compra con que cuenta un socio por la venta de una participación social que otro tiene interés en concretar; de un derecho de compra por parte de los socios supérstites respecto los herederos del socio fallecido<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Estamos pensando en una cláusula estatutaria que otorga un derecho de compra a los socios supérstites respecto las acciones del fallecido, lo cual ha sido expresamente admitido por la Cámara Nacional Comercial, sala B, in re “El Chañar SA s/ Inscripción” del 27 de octubre de 1993 (La Ley, 1994-D, pág. 275).

Frente al receso<sup>2</sup> en los supuestos previstos por la ley o pactados por los socios (artículo 245, quinto párrafo, de la ley de sociedades), en la determinación de la suma a que tiene derecho el socio excluido a pesar que la ley hable de que la misma debe representar el valor de su parte (artículo 92, inc. 1) de la ley de sociedades). También se da dicha discórdancia cuando debe fijarse el sobreprecio de las acciones a emitirse, en razón de la diferencia existente entre el valor nominal y el valor real de las acciones existentes (artículo 202, segundo párrafo, de la ley de sociedades)<sup>3</sup>; cuando debe determinarse la relación de cambio en la fusión, de la que deriva la participación que tendrán los socios de la fusionada en la fusionaria (artículo 83 in. c) de la ley de sociedades).

¿No luce irrazonable fijar el valor de reembolso de la participación del accionista recedente, mediante la aplicación literal del artículo 245, quinto párrafo, de la ley de sociedades, que refiere al último balance realizado o que deba realizarse según normas legales o estatutarias? En una fusión, al determinarse la relación de cambio a la luz de lo dispuesto en el artículo 83 inc. b) de la ley de sociedades, ¿es

---

<sup>2</sup> Sobre la injusta solución que brinda el artículo 245, quinto párrafo, de la ley de sociedades comerciales puede verse el comentario de Dasso Ariel A. en *El Derecho*, ejemplar del 04-0399, al fallo de la Cámara Nacional Comercial, sala D, in re "Cladis de Menéndez, Grecia Argentina c/ E. Daneri ICSA s/ Sumario"; Nissen, Ricardo A. "Ley de sociedades comerciales - Comentada, Anotada y Concordada, Abaco, Tomo 4, pág. 41; CASTELLANI, Horacio E. J. "El valor de reembolso de las acciones en caso de ejercerse el derecho de receso", en *La Ley Litoral*, noviembre de 2000, pág. 1170 y sigs.

El artículo 147.2 de la ley de sociedades anónimas de España, expresamente alude a la necesidad de recurrir a un experto en caso de falta de acuerdo entre las partes sobre el valor de reembolso de las acciones ante el receso. En el derecho español nos encontramos con una norma dictada por la Dirección General de los Registros y del Notariado el 17 de diciembre de 1991, por la que expresamente los auditores de cuenta deben informar sobre el valor real de las acciones a tal efecto, debiendo incorporar a tal fin "... los elementos inmateriales de la empresa como son las expectativas, la clientela y, en general, el denominado fondo de comercio." (Conf. Brenes Cortes, Josefa "El derecho de separación del accionista", Marcial Pons, pág. 469; quien destaca la preocupación de la doctrina española por el tema, con citas de Pedrol Rius, Vicent Chuliá, Rodríguez Ruiz de Villa, pág. 468 nota 39).

<sup>3</sup> También la realidad nos indica que, si ante un aumento de capital se emitieran acciones al valor nominal y éste difiere del valor real de cada acción, el accionista que no puede o no quiere suscribir se verá perjudicado en su patrimonio si las nuevas acciones se emiten a valor nominal, pues quien suscriba (otros accionistas o terceros) adquiere nuevas acciones a un valor que no se compadece con el real, aprovechándose de la diferencia entre el valor nominal y el valor real de las acciones de la compañía (Conf. Cámara Nacional Comercial, sala B, 19-05-97, in re "Lurie, Jorge A. c/ Poniaman Hnos SA s/ Sumario", en *Errepar*, Doctrina Societaria, agosto/97; DIGHERO, Juan Martín "Emisión con prima: su obligatoriedad en ciertos supuestos de aumento de capital cuando hubieren diferencias notables entre el valor nominal y "real" de las acciones", en *Revista del Derecho Comercial y de las obligaciones*, 1997, pág. 80 y sigs.; DULOUP (h), Atilio C., "Prima de Emisión y Derecho de Suscripción Preferente", E.D., T. 128, pags. 822/823).

justo, es razonable, determinar la participación de los socios de la fusionada en la fusionaria recurriendo a un “balance especial”<sup>4</sup>, sin que se tengan en cuenta los bienes intangibles de la compañía?<sup>5</sup>

En todas esas situaciones entra en juego un principio de raigambre constitucional: “la propiedad es inviolable” (artículo 17 de la Constitución Nacional). Y como insinuamos, la aplicación de “valores contables” implica por lo general una expoliación del patrimonio del afectado, al apartarse inequitativamente del valor real.

## II- LOS ESTADOS CONTABLES Y EL “VALOR EQUITATIVO” DE LA PARTICIPACIÓN SOCIAL

Los estados contables son el punto de partida para valuar una compañía. Pero su valor no está determinado por la suma resultante del patrimonio neto que surge de tal documentación, ya que éste no refleja el valor real de la compañía.

Cuesta creer que el derecho de las sociedades siga su derrotero, pasando por alto que muchas veces los estados contables traslucen valores que surgen de la aplicación de normas técnicas a las cuales se subordina su confección, pero que contrastan con la realidad. Como así también que, benignamente, tolere que no se tengan en cuenta distintos intangibles que englobamos bajo el giro “valor llave”.

El “valor llave” refleja elementos de naturaleza inmaterial, que por supuesto están sujetos a variantes derivadas de distintos factores, ya sea sectoriales (propios de la actividad comercial en el que la compañía se desenvuelve) o económicos de carácter general, pero lo cierto es que están en el patrimonio social de la compañía, tienen un

---

<sup>4</sup> Sobre la preocupación en estos casos por un “fair value” en la práctica estadounidense y los distintos métodos de valuación (“Delaware block method” and “Modern financial methods”) puede verse CHOPER, Jessé H. y EISENBERG, Melvin A. “Corporation”, Gilbert Law Summaries, 14ta. edición, pág. 179 y sig.

<sup>5</sup> En este sentido dice Solari Costa: “...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...” (Solari Costa, Osvaldo “Fusión y escisión nacional y transnacional de sociedades” Ad-Hoc, pág. 219).

valor en el mercado. Es decir, las empresas tienen un “valor llave”<sup>6</sup>, concepto que comprende elementos intangibles como la marca, la reputación en el mercado, la clientela, la capacidad de la administración, el sistema de distribución comercial, los que junto con otros, también integran el patrimonio social<sup>7</sup>, y todos ellos no se reflejan en el balance.

Si la compañía tiene en el activo bienes importantes que contablemente se van amortizando, los estados contables no estarán reflejando el valor real de los bienes. Asimismo, la marca no integra el activo social salvo que se haya adquirido. De darse esto último, bien puede suceder que el valor de la marca sea mayor con el correr del tiempo y esto no se vea reflejado contablemente al aplicarse las amortizaciones.

Por supuesto que tampoco existe un único método de valuación, que contemple de manera equitativa los intereses de las partes, ya que juegan distintos factores, apareciendo variantes no sólo según la empresa sea de servicios o industrial, sino también en razón del segmento en que desenvuelve su actividad social. Asimismo, si estamos frente a una compañía que cotiza acciones en el mercado de valores, el valor de cotización no pareciera ser el único elemento que deba tenerse en cuenta, pues la suba o la baja puede tener relación con factores externos a la compañía, sin relación o con poca relación con su realidad económica-financiera y sus perspectivas de negocios. Pero todo esto es otra cuestión, que creemos requiere de un análisis prudente de expertos en el caso concreto.

Resulta plausible lo dispuesto por el reciente “Régimen de Transparencia de la oferta pública”, que ante una oferta pública de adquisición exige la fijación de un “precio equitativo”, previendo para ello la aplicación de distintos métodos de valuación. Sin descartar otros criterios aceptables de valuación, alude a los siguientes: (i) valor patrimonial de las acciones, considerándose a ese fin un balance especial de retiro de cotización; (ii) valor de la compañía valuada según criterio de fondos descontados o indicadores aplicables a compañías o negocios comparables; (iii) valor de liquidación de la sociedad; (iv) cotización media de los valores durante el semestre inme-

<sup>6</sup> Por supuesto que por distintos factores (vgr. sectoriales o económicos de carácter general) el “valor llave” está sujeto a fluctuaciones.

<sup>7</sup> VERON, Alberto V. “Los Balances” -Tratado sobre los Estados Contables-, Tomo II, Errepar, pág. 127.

diatamente anterior al del acuerdo de solicitud de retiro, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado; (v) precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad o de colocación de nuevas acciones, en el supuesto que se hubiere formulado alguna Oferta Pública de adquisición respecto de las mismas acciones o emitido nuevas acciones según corresponda, en el último año. A contar de la fecha del acuerdo de solicitud de retiro (artículo 32 inc d). No pareciera que esta preocupación por un “precio equitativo” pueda pasar inadvertidamente para sociedades que no cotizan. Por el contrario, pensamos que el loable fin que ha inspirado dichas disposiciones debe impactar sobre la problemática que abordamos en este trabajo.

### III- LA LEY DE SOCIEDADES Y LA REALIDAD

Por supuesto que no está en el espíritu ni en la letra de la ley de sociedades convalidar situaciones injustas derivadas de la aplicación mecánica de un criterio irreal. Fiel ejemplo de ello es lo dispuesto en el artículo 13, inc. 5, ubicado en la parte general de dicho cuerpo legal: Son nulas las estipulaciones siguientes:...Que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva....”.

La ubicación de dicha pauta directriz nos debe servir para aplicar con un criterio finalista y de justicia otras normas (vgr. artículo 245, quinto párrafo, de la ley de sociedades). El balance es sólo un elemento para determinar el valor de la compañía y de las consiguientes participaciones sociales, que sirve de base para la aplicación de los distintos métodos de valuación. Pero téngase en cuenta que todos los bienes de naturaleza inmaterial también integran el patrimonio social.

En defecto de acuerdo de partes, un experto deberá determinar el “valor equitativo” de la participación social.

El derecho de las sociedades se encuentra sumergido en un dilema que podría expresarse así: “valores contables” versus “valores reales”. En buena hora si en pos de acercarnos a un valor real, discutimos sobre los derechos patrimoniales de los socios teniendo en miras y como paradigma un “valor equitativo”, pues la “equidad” no es nada más y nada menos que la justicia en el caso concreto.

## CONCLUSIONES:

1 - El llamado "valor de libros" no es generalmente el valor real de compañía: esta no es una afirmación técnica, sino un dato de la realidad. Debe desecharse su utilización como método de valuación para definir el contenido económico de los derechos patrimoniales de los socios, cuando su aplicación implica un perjuicio para éstos.

2 - Los derechos patrimoniales de los socios deben cuantificarse, teniendo en miras y como paradigma un "valor equitativo". Entonces, frente al ejercicio del derecho de preferencia respecto una participación social o del derecho de receso, la determinación del valor de la participación social del socio excluido, la relación de canje en la fusión, la fijación del valor de la prima, debe fijarse un "valor equitativo", congruente con la realidad.

3 - Ese "valor equitativo" surgirá de la aplicación de uno o más métodos de valuación, conforme las circunstancias. En defecto de acuerdo de partes, un experto se deberá expedir sobre el particular.

4 - Es necesario interpretar y aplicar la ley vigente no desprovista de valores, debemos reflexionar en conexión con la realidad, protegiendo equitativamente aquellos derechos elementales de los socios en los que subyace el derecho de propiedad. Su protección hace a la esencia del derecho societario