

## LA SOCIEDAD ANONIMA Y EL ACCIONISTA MINORITARIO Valuación de sus acciones para el caso de Receso

Emilio Manuel Fernandez

A lo largo de su texto la Ley 19.550 resuelve diversas cuestiones vinculadas a las estructuras jurídicas sobre las que se inscribe la actividad de la Sociedad Comercial.

Progreso significativo en cuanto a la técnica jurídica evidenciada en ordenamientos anteriores, apunta a resolver desde el plano técnico legal la problemática que corresponde al complejo de relaciones que para las partes interesadas surgen de los negocios sociales.

Empero, en muchos aspectos de lo que trata se advierte el olvido de cuestiones de contenido técnico no específicamente jurídico de cuya resolución depende a menudo sin otra alternativa, la materialización de los términos que la propia ley consagra en el plano jurídico.

Brillante pieza de elaboración propia de la disciplina jurídica muestra sin embargo enormes lagunas y vacíos graves en cuanto entra en cuestiones referidas a temas que tienen como base otros principios técnicos que no son los específicamente jurídicos.

Característica que empaña esta ley, tan esperada en los momentos previos a su sanción, y que demuestra una vez más —los ejemplos son muchos— la escasa vocación interdisciplinaria con que a menudo se encara la resolución de problemas estructurales de nuestra legislación positiva. En especial, la vinculada a la temática Económica en general y Comercial y Empresaria en particular.

Son varios los asuntos contenidos en la ley que sugieren esa apreciación. Apreciación que cuya aparente dureza queda justificada pero deja si se advierte que en todo lo vinculado a la administración empresaria, son los procedimientos técnicos los que en definitiva, viabilizan las contrucciones jurídicas. O las tornan no viables, imperfectas o aun abusivas o inmorales si aquellos no se reglan o se los regla mal; sea por desconocimiento, falta de información o falta de apoyo de la disciplina específica.

— II —

En el contexto de nuestras organizaciones societarias se observa como figura característica la presencia del accionista mayoritario, factotum de la suerte de los bienes y operaciones de la empresa capaz de gobernar inclusive —por el simple juego de las representaciones mayoritarias de las asambleas— su propio juzgamiento como gestor de negocios.

Esto es así porque la experiencia concreta en el campo empresario nos ha venido revelando una realidad objetiva: No existen en nuestro país "Sociedades Anónimas Abiertas".

La simple cotización pública de las acciones —de las cuales solo una parte, a menudo mínima siempre minoritaria circula en el mercado—, máxime cuando tal apertura —la práctica diaria nos lo dice— solo puede quedar configurada mediante el acceso al órgano administrador responsable de la gestión y a la información acerca de su desarrollo. El simple acceso a la Asamblea, cuatro meses después de cerrado el ejercicio sometido a la gestión del dominante, resulta ineficaz paliativo de la forzada ignorancia acerca de la marcha interna de las cuestiones sociales, y del contenido concreto de los planes y estrategias futuras. Y reduce a la impotencia operativa a cualquier tenedor accionario menor, puesto a menudo frente a la disyuntiva de tolerar (aun cuando exista la negativa de un estéril voto minoritario) ciertos hechos consumados (la incorporación a otra sociedad y el cambio de objeto o de domicilio son los más frecuentes) ya resuelto por el órgano de gestión, confiado en su apoyo mayoritario en la Asamblea.

Sostenemos que —malograda la cotización pública de sus papeles— una sociedad anónima es tan cerrada como cuando no cotiza, si la mayoría accionaria conjuga el control y la gestión en manos de un solo factor de voluntad operativa. Claro esto que ante él, el socio minoritario aparece investido en los casos

extremos que indica la ley —art. 245— de un derecho incuestionable: el de separarse de la sociedad. ¿Pero a qué precio ha de hacerlo? ¿Qué valor de su patrimonio podrá proteger de la decisión del mayoritario que él no acepta? ¿En qué términos se dará el necesario equilibrio social participatorio? ¿Puede el mayoritario continuar con sus propios bienes la gestión que ha encarado de modo controvertible? ¿O contará con un subsidio forzoso configurado por el capital disidente que no puede retirarse? —aunque quiera— de la empresa que se alza con condiciones diferentes a las que motivaron su participación? ¿El que tiene derecho a irse puede hacerlo llevándose lo suyo o debe dejar parte de ello en manos de quien persiste en la empresa y en los planes no aceptados?

Pensamos que estas cuestiones rebasan, inclusive el campo de la administración específicamente societario y de las relaciones individuales afectan de manera concluyente la estructura misma del mercado público de capitales y, por ende, las posibilidades —aun en el terreno político— de despertar a la especulación en papeles, generando corrientes de inversión genuina y permanente. Porque ¿qué inversor se atreverá a serlo —así, genuinamente con intención de permanencia— si la infraestructura jurídica —a menos que sea mayoritario— no le garantiza el equilibrio societario en el terreno patrimonial?

Por ello venimos a plantear el problema, destacando lo que consideramos vacío técnico de la ley y a sugerir su solución. Pensamos que esta puede trascender los meros límites de una cuestión jurídica más, para tener amplia gravitación económica.

### III

Para los casos de receso, admitidos por la ley, ésta, muy escuetamente, cosa que sorprende ante el minucioso detallismo que luce en otros aspectos, determina que el reembolso de las acciones de los socios disidentes ha de hacerse "... por el valor resultante del último balance aprobado".

En la exposición de motivos, con una lamentable superficialidad —a mi modo de ver indicadora de un deseo de no entrar en el tema— se afirma que "... el abandono de la formación de un balance especial ha obedecido a las graves dificultades prácticas para el funcionamiento eficaz de este remedio".

La experiencia acumulada en materia de ajuste de balances a partir de la sanción de la Ley 19.550 nos hace preguntarnos si las dificultades no resultan aun más graves, precisamente por no haber querido legislar acerca del sistema de ajuste necesario para definir al verdadero valor de una acción.

Porque ¿qué debe interpretarse por "valor resultante del último balance aprobado"?

Nada dice la ley. Y parece obvio que la interpretación a que así obliga, causará mayores problemas que los que ocasionaría la definición explícita que omite.

La pregunta es preocupante porque —otra gran laguna— en ninguno de los muy extensos y detallados 20 artículos que la ley dedica a legislar sobre acciones (arts. 207 al 226) se dice ni trasluce que una acción sea valor representativo de la cuarta parte del patrimonio social que corresponde a su proporción dentro del paquete accionario. Aparentemente para la ley, el valor de una acción es el valor escrito en el título que la representa. Por lo tanto reitera ¿cuál es el valor de la acción según el balance?

### IV

En un balance, las acciones en circulación aparecen, según su registro contable, por su valor nominal.

Pero consideramos que no es ésta —y la ley debe decirlo— el valor de reintegro que debe abonarse al accionista recedente. Ello sería condenarlo a renunciar al valor **que representa** la acción.

Una acción —también debería decirlo la ley— es el título que expresa la propiedad de la cuota parte proporcional de la empresa. Y, por lo tanto, su valor es el valor de la empresa. Concepto sustancialmente diferente del de la ley. Pero más ajustado a la realidad empresarial a la lógica del mecanismo societario.

Y ahora, cabe volver a preguntarnos: ¿expresan los balances el valor de las empresas? ¿Dónde encontramos tal expresión? ¿Es ella genuina, tal como habitualmente aparece en los textos de los estados que se someten al accionista o

debe ser fruto de un ajuste especial para el caso? (Tal como, por ejemplo, el que practican los bancos para calificar la capacidad crediticia de su cliente. Caso, por otra parte, muy análogo).

Podemos recordar aquí que la base fundamental de la institución societaria consiste en el justo equilibrio patrimonial que, necesariamente implica que quien es socio lo sea en el patrimonio, en el valor que representa la marcha y la gestión del mismo y además en las utilidades, pero no solo en las actuales, sino en las futuras, a obtenerse según los planes que el Directorio debe formular (incisos 3° y 5° del art. 66) y la asamblea aprobar.

Y no existe tal equilibrio —con mengua del derecho esencial de propiedad, si quien se afirma como responsable de una gestión futura no reconoce a su socio el mismo valor —en patrimonio y expectativas— que pretende para sí, en la proporción de la participación respectiva.

— V —

El capítulo "Patrimonio Neto" del balance, resultado de lo que dispone el apartado II del inciso 2° del art. 63, contiene conceptos de los que no puede ser privado el accionista, pues tiene derecho a la proporción respectiva.

Especialmente al que se menciona en el acápite d) del mismo apartado.

En él deben incluirse, mediante el pertinente reajuste para los casos de receso, las diferencias entre el valor a que se encuentran contabilizadas las "inversiones" en el activo, (acápites d) del inciso 1° y su verdadero valor, emergente de valuación especial a nivel venal, real o de utilización económica.

Ello porque es muy claro que la infravaluación con que estos rubros normalmente figuran en balance crea una verdadera reserva oculta o utilidad encubierta de la cual no puede privarse al accionista.

No deben olvidarse tampoco los aportes que a menudo efectúan los accionistas a cuenta de futuros aumentos de capital.

En otro orden de ideas es importante el antecedente técnico que introduce el acápite d) del apartado I del inciso 2° del art. 63, en el sentido de que el pasivo del balance consigna las "rentas percibidas por adelantado y los ingresos correspondientes a ejercicios futuros".

Esto, conjugado con la disposición del art. 66, en sus incisos 3° y 5°, sanciona la necesidad de evaluar las expectativas futuras e incorporarlas al valor empresarial, estimando a valor actual o presente, las utilidades que han de devenir en el horizonte próximo, producto de planes que ya están en marcha al momento de "... balance aprobado" (esto es de la Asamblea que lo aprueba) y que se han generado a base del patrimonio del socio recedente y que quedarán a beneficio exclusivo del remanente si la ley no adopta un mecanismo de justa compensación y equilibrio.

Y, además, no ha de poder negarse que, aparte del patrimonio real ajustado y del valor presente de las utilidades futuras toda empresa y en especial la anónima —cuya sola existencia como ente tiene un precio en el mercado— posee un indudable valor de empresa en marcha generado por su ubicación en el contexto y por las expectativas que este genera en la marcha del negocio y de los valores patrimoniales de la empresa.

— VI —

## CONCLUSIONES Y PONENCIA

Los gráficos que, para mayor claridad expositiva hemos construido y acompañamos a este trabajo, eximen de que nos extendamos en la descripción de los respectivos procedimientos técnicos de valuación.

Por otra parte, acreditada la necesidad de reforma o revisión del tema a nivel legal, también ha de comprenderse la necesidad de arbitrar un proceso técnico idóneo, a cargo de peritos en la materia y bajo la supervisión del órgano de aplicación, para materializar los principios que deben incorporarse al texto que se analiza.

Es importante afirmar que **la Ley** es la que debe reconocer explícitamente el principio de que el valor de una acción es el que le corresponde como cuota parte del valor de la empresa.

Y, además, que este último está representado por:

- a) **El patrimonio neto**, ajustado luego de la revaluación de los activos según normas legales ya vigentes, dictámenes técnicos del Instituto Técnico de Contadores Públicos y especialmente, del rubro "Inversores", por aplicación a las respectivas firmas de origen de las tenencias, de los mismos principios; adicionando aportes de socios para ampliación.
- b) **El valor presente neto**: de las utilidades futuras que surjan de los planes concretos que el Directorio deberá incorporar a la memoria. Descontadas a la tasa de corte del mercado al momento de hacer uso del derecho de receso.
- c) **El valor de empresa en marcha**: técnicamente determinado según los criterios de la Dirección General Impositiva, por peritos contadores designados por las partes y de oficio por el órgano de aplicación.

Deberá también la ley habilitar un procedimiento administrativo sumario, a celebrarse dentro de la propia empresa, con la intervención en carácter de Actuario del órgano de aplicación.

Dicho proceso debe garantizar el amplio acceso a la información de gestión de la empresa por parte de socio accionista recedente y de los técnicos de su parte.

Así, al sancionarse por la ley los principios de valuación de acciones con criterio de justicia en la distribución del fondo social e incorporarse al mismo tiempo un procedimiento para el receso (cuestión de técnica procesal simple que la ley no debió omitir dado su tecnicismo en la materia), a cargo del organismo técnico capacitado para una acción precisa, rápida y eficiente, como es el órgano de aplicación, estimamos que se logrará:

- a) Evitar las fluctuantes y a menudo encontradas soluciones que la jurisprudencia aporta ante vacíos que, como éste, son tan notorios en una legislación de aplicación permanente;
- b) Proteger el principio del justo equilibrio patrimonial en la sociedad, consolidando la seguridad e integridad del verdadero capital, sus acrecidos y frutos, en tutela del inversionista genuino que no comparte la tónica de conducción del mayoritario;
- c) evitar la proliferación, en una ya recargada y por ello poco ágil instancia judicial, de pleitos relacionados con una cuestión de lógica societaria elemental: el derecho a la cuota parte del **valor total de la empresa**, representado por la acción que detenta un inversionista.
- d) Jerarquizar la actividad técnica del órgano de aplicación en la tutela del interés —ya casi público, en la actual coyuntura de necesario desarrollo— involucrado en las inversiones minoritarias en Sociedades de Capital.
- e) eliminar la instancia especulativa —entrada y salida rápida de un mercado de alta temperatura financiera— que se brinda como única alternativa al inversionista minoritario, al no disponer de adecuadas bases de protección a una inversión que podría ser permanente y acumulativa si ellas existieran.

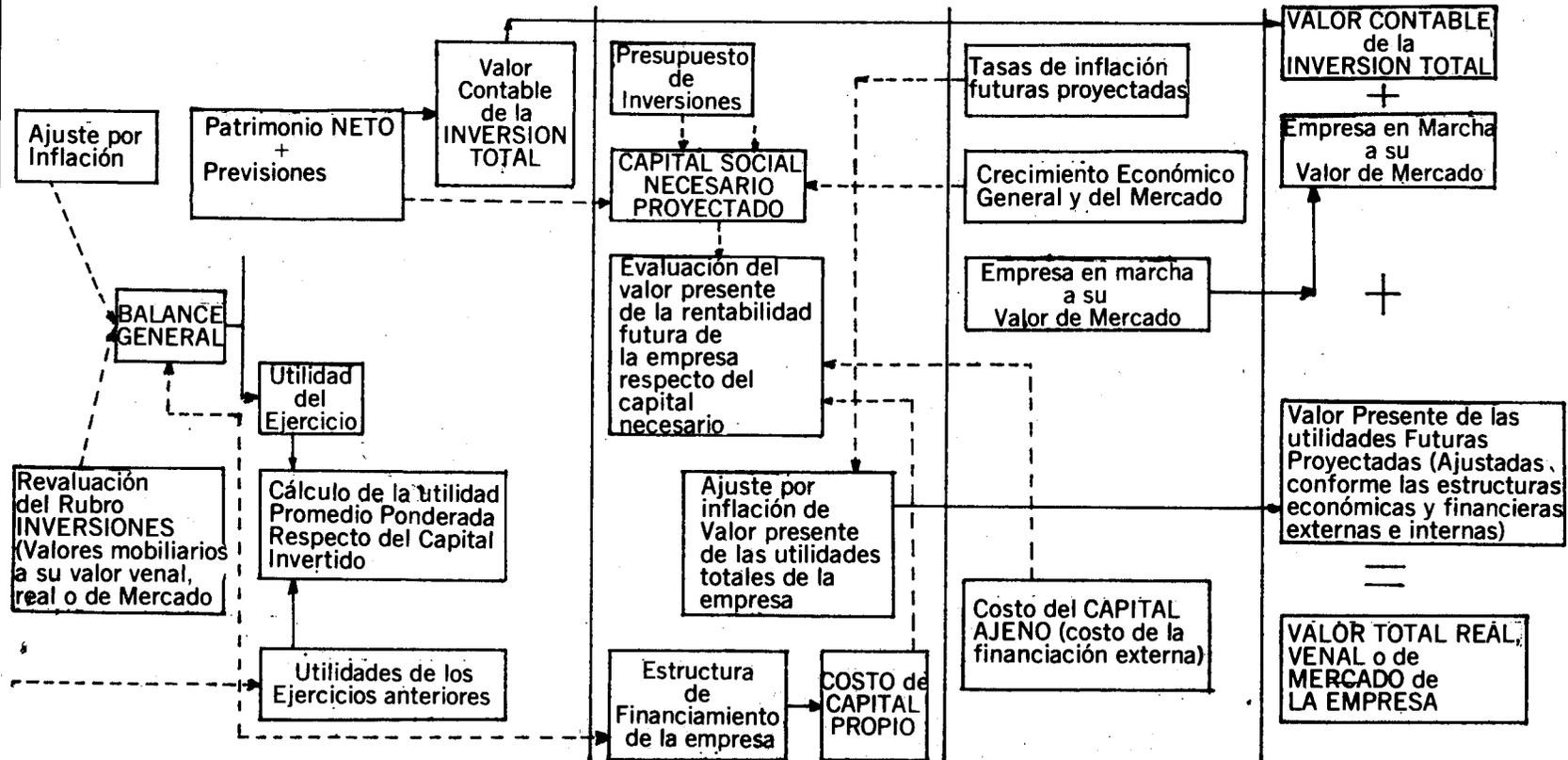
# VALUACION DE ACCIONES

## METODO GENERAL PARA ANALISI ESTATICO

## ANALISIS DINAMICO (Financiero - presupuestal respecto de variables propias)

## ANALISIS ECONOMICO ESTRUCTURAL (Ambito Económico Nacional y del Mercado)

## ANALISIS ESTATICO "FINAL"



**PROCESO DE AJUSTE DE BALANCES PARA DETERMINAR EL VALOR REAL ACTUALIZADO DEL PAQUETE ACCIONARIO**

