

EL VALOR DE REEMBOLSO DE LAS ACCIONES ANTE EL EJERCICIO DEL DERECHO DE RECESO Y LA VALUACIÓN DE EMPRESAS POR PARTE DE LOS AGENTES ECONÓMICOS

GILBERTO SANTAMARÍA SUÁREZ LAGO

SÍNTESIS DE LAS CONCLUSIONES

Los balances no reflejan el verdadero valor de las acciones. Una empresa vale por sus activos en sí, sino por la capacidad de dichos activos de generar flujo futuro de fondos, es decir, beneficios incrementales.

La empresa como unidad económica se mueve constantemente en un entorno dinámico, no estático, por lo que llegar a determinar su valor sobre la base del último balance realizado o ha realizarse nos daría un valor irreal ya que no contempla las expectativas de los activos de generar flujos futuros de fondos, mientras que el método de valuación de flujos descontados tiene por principal virtud considerar los dividendos generados por la empresa como único insumo para obtener el valor de la misma.

La valuación de acciones conforme la capacidad de los activos de generar flujos futuros de fondos representa un hecho de la reali-

dad económica y empresaria que requiere ser contemplado por el legislador, quien no debe olvidar que los tiempos del derecho no son los tiempos con que avanzan las economías y que si no se toma conciencia de tal asimetría, el derecho se volverá trunco, caduco y obsoleto.

EL VALOR DE REEMBOLSO DE LAS ACCIONES ANTE EL EJERCICIO DEL DERECHO DE RECESO Y LA VALUACION DE EMPRESAS POR PARTE DE LOS AGENTES ECONÓMICOS¹

Previo a ingresar al análisis de la temática de la presente ponencia, considero menester analizar los distintos supuestos previstos por la norma que permiten el ejercicio del derecho de receso por parte de los accionistas y la interpretación que hace la doctrina con relación al valor de reembolso de las acciones ante tales supuestos. Asimismo se deja expresa constancia que no es objeto de la misma desmenuzar todos los supuestos que hacen al ejercicio del derecho de receso en forma individual, sino intentar efectuar un aporte de los criterios económicos tenidos en cuenta por parte de los agentes económicos en oportunidad de valorar el valor real de las acciones en tales supuestos.

1. INTRODUCCIÓN A LA TEMÁTICA

El objeto principal de esta monografía se centra principalmente en el análisis de la normativa que rige el valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso por parte de los accionistas disconformes y su disociación con la forma de evaluar las empresas por parte de los agentes económicos.

Tal disociación parte, principalmente, del propio texto de la ley al prever que "las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de las normas legales o reglamentarias"², remitiéndose para la fijación del citado valor al que surge de los balances, el que a su vez será realizado conforme las normas contables comunmente aceptadas.

Es aquí donde la ley cae en su primer yerro. La contabilidad si bien, en principio, refleja la verdadera patrimonial de la empresa a un momento determinado, no exterioriza la verdadera situación económica de la misma representada en la capacidad de ésta en generar flujos

¹ Se ha solicitado la publicación de esta monografía a editorial jurídica "La Ley".

² Art. 245 Ley 19.550

futuros. Ello en razón que según sean los criterios de amortización, de valuación de activos tangibles o intangibles que se aplique serán los distintos valores que éste arrojará. Así también es práctica generalizada la confección de balances a los efectos impositivos, es decir, balances que no reflejan la realidad de la empresa por que tienden a minimizar el impacto fiscal; contrario sensu, también se confeccionan balances “inflados” con el objeto de mostrar una situación financiera menos perjudicial a los fines de transformarse en sujetos de créditos, o para no perjudicar el valor de cotización de sus acciones para el caso de que éstas coticen en bolsa.

En tal sentido Baruch Lev³, profesor de la cátedra Philip Bardes de Contabilidad y finanzas de la New York University Leonard N. Stern School of Business, sostiene que la contabilidad “**se ha vuelto cada vez más irrelevante**”, en el sentido que el sistema creado por Luca Pacioli hace 500 años no se adapta a los cambios profundos que han provocado las economías globalizadas y la mundialización de los mercados.

“...Las viejas lentes no pueden captar la nueva economía, en la que **el valor se crea a través de activos intangibles**: ideas, marcas, modos de trabajo y franquicias... El anacronismo, no sólo afecta a los analistas financieros y los gerentes financieros de las corporaciones: los empleados tampoco saben cómo valorar adecuadamente su contribución. Los gerentes carecen de **números de referencia** para decidir cuándo dar marcha atrás con un proyecto o cómo evaluar el rendimiento de un proyecto”.

Es precisamente Lev⁴ quién ha indicado el norte para sostener la posición de un **nuevo enfoque sobre la contabilidad basado en el conocimiento**.

A modo de ejemplo “se cita el índice de las 500 empresas de Standard & Poor; 500 de las mayores empresas de los EE.UU., muchas de las cuales no son del sector de alta tecnología. La relación entre el valor libros y la capitalización de mercado de esas compañías, es decir, la ratio entre el valor de mercado de esas compañías y el valor activo neto de la empresa, el número que aparece en el balance - que es lo que la contabilidad tradicional mide- representa sólo entre el 10% y el 15% del valor de esas empresas. Incluso si la Bolsa se en-

³ Ver Diario Clarín, Suplemento Económico del 02/01/2000, “Nueva economía, nueva contabilidad. Los sistemas contables tradicionales, que datan de hace 500 años, se están volviendo cada vez más irrelevantes”.

⁴ Lev fue un pionero en el desarrollo de tablas de medición del capital basado en el conocimiento (**Knowledge Capital Scoreboard**) que intentan poner en números puros y duros los activos intangibles.

cuentra inflada, incluso si uno rebana el 50% de la capitalización de mercado, aun está hablando de una enorme diferencia entre el valor tal como es percibido por aquellos que lo pagan día a día y el valor tal como la compañía lo mide. Otro ejemplo: John Kendrick, un reconocido economista que estudió las orientaciones principales del crecimiento económico, informa que ha habido un incremento general en los activos intangibles que contribuyeron al crecimiento económico de los EE.UU. desde comienzos de los 90. De modo que los activos intangibles se están tornando más importantes.”⁵

Como último ejemplo sobre la disociación que existe entre la valuación de activos conforme la contabilidad tradicional y los hechos que acaecen en la realidad se cita el siguiente:

En octubre de 1996, AMR Corp. vendió al público el 18% de su sistema de reservas por computadora, denominado SABRE. El valor resultante del sistema SABRE (sistema de reservas computarizado) constituía el 50% del valor de AMR. Una de las mayores aerolíneas del mundo, con aproximadamente 700 jets en su flota, casi 100.000 empleados y derechos exclusivos y valiosos en los aeropuertos con mayor tráfico del mundo, el 50% de su valor está representado por su sistema de reservas computarizado.⁶

Ahora bien, partiendo del supuesto que los balances son conformados objetivamente y en un todo de acuerdo a las normas contables generalmente aceptadas, considero que el principal punto de cuestionamiento ya no es la referencia a los distintos criterios de valuación de activos tangibles o intangibles⁷, como ya la doctrina y jurisprudencia acertadamente apuntara, sino más bien que tales criterios no tienen en cuenta los métodos de valuación de empresas basados en la realidad económica tenidos en cuenta por los agentes económicos en oportunidad de realizar o no una inversión.

Como se observa el “focus” del planteo se centra en que en tal determinación no sólo convergen aspectos jurídicos y contables, sino

⁵ Lev, artículo citado diario Clarín.

⁶ Fuente Diario Clarín, suplemento económico, art. Cit.

⁷ Según Lev, existen cuatro categorías en las cuales se los agrupa. En primer lugar, están los activos asociados con innovación de productos, como los que surgen tras los esfuerzos de una compañía en investigación y desarrollo (I + D). En segundo lugar, están los activos asociados con una marca empresaria, que permiten a la empresa vender sus productos o servicios a precios más altos que los de sus competidores. En tercer lugar, están los activos estructurales - que no son innovaciones llamativas o nuevos inventos- sino modos mejores y más inteligentes de hacer negocios que pueden hacer que una empresa saque ventaja a la competencia. Y en cuarto lugar, están los monopolios: compañías que gozan de una franquicia o de costos especialmente bajos que hacen que un competidor deba emular o que tenga la capacidad de evitar la entrada de otros y usar eso en su provecho.

también económicos y financieros, y es aquí, precisamente, donde se encuentra el ojo de la tormenta.

La contabilidad es algo estático, fijo, muestra a un momento determinado hechos del pasado, lo que fue. Haciendo un parangón podemos compararla con una fotografía. Contrario sensu, el análisis económico y financiero, si bien parte de la información que aporta la contabilidad, tiene en cuenta también otros factores tanto macro como micro económicos que hacen a la determinación de las posibilidades ciertas de existencia de dividendos, ganancias, flujo de fondos. Y es precisamente a esa potencialidad cierta de generar flujos de fondos lo que determina el verdadero valor de las acciones de una empresa.

Es por ello que en tal sentido el análisis económico y financiero es como un film, una película, atento a que éste tiene movimiento, es dinámico y no se encuentra atado a las formalidades que surgen de las normas contables generalmente aceptadas, sin perder por ello el rigorismo científico que informa a este tipo de análisis económico financiero.

2. LAS MODIFICACIONES ESTATUTARIAS CAUSALES DE RECESO

De acuerdo con el texto de la Ley de Sociedades, modificado por la ley 22.093, las causales de receso son:

1. Transformación (arts. 78, 244 4º párr. y 245).
2. Fusión (arts. 85, 244 4º párr. y 245), hay casos en que no es procedente (soc. que cotizan en bolsa; accionistas de la sociedad incorporante en la fusión impropia; .
3. Escisión (arts. 88, 244 4º párr. y 245 2º párr.);
4. Prórroga o reconducción (arts. 95, 244 4º párr. y 245), salvo para las sociedades que hacen oferta pública o cotizan en bolsa;
5. Transferencia de domicilio al extranjero (arts. 244 4º párr. y 245);
6. Cambio fundamental de objeto (arts. 244 4º párr. y 245);
7. Reintegración total o parcial del capital (arts. 244 4º párr. y 245);
8. Aumento de capital que competa a la Asamblea Extraordinaria y que implique desembolso para el accionista (art. 245 1er. párr.), salvo sociedades que cotizan en bolsa;
9. Continuación de la sociedad decidida por la asamblea dentro de los 60 días de operada la disolución por causa de sanción firme de cancelación de la oferta pública o de la cotización de las acciones (arts. 94, inc.9, 2ª parte y art. 245 1er. párr. in fine);

10. Retiro voluntario de la oferta pública o de la cotización de las acciones en bolsa (art. 245, 1er. párr. in fine)⁸.

2.1 TRANSFORMACIÓN

También llamada “cambio de tipo”, constituye la adopción de una forma organizativa diversa al modelo social elegido que implica la modificación de la organización societaria⁹.

La característica fundamental, es que el cambio de tipo puede traer aparejado un cambio en la responsabilidad de los socios, por ej., cuando se cambia de una sociedad por acciones a una sociedad colectiva.

Este cambio en la responsabilidad da fundamento, entre otras causales, al derecho de réceso.

Están legitimados los socios que votaron en contra de la decisión y los ausentes, quedando excluidos los socios que se abstuvieron.

El valor de reembolso de las acciones, se determina a partir del balance de transformación (art. 78, 3er. párr). Este es un balance especial realizado para dicho fin, con arreglo al método del balance de liquidación, y constituye el último balance “realizado o que deba realizarse en cumplimiento de las normas legales o reglamentarias”¹⁰. Debe estar confeccionado con una antelación de un mes a la realización del acuerdo de transformación y puesto a disposición de los accionistas con una antelación de quince días, lo que ha traído aparejado la crítica de la doctrina.

2.2 FUSIÓN

La fusión propia es aquella en que dos o más sociedades se disuelven sin liquidarse para formar una nueva sociedad. También encontramos la fusión impropia, en la que una sociedad se disuelve sin liquidarse para ingresar en el patrimonio de otra sociedad (fusión por absorción). La fusión es un procedimiento típico del fenómeno de concentración empresaria, caracterizada por la fuerte tendencia al gigantismo de empresas nacionales y transnacionales actuales¹¹.

⁸ Conf. DASSO, Ariel Ángel, *La Sociedad Anónima en la Ley de Reformas 22903*, Ed. Errepar, págs. 122/3.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ *Ibidem*, págs. 135/6.

¹¹ Cfm. MASCHERONI, Fernando H. y MUGUILLO, Roberto A., *Ley de Sociedades Comerciales*, comentada y concordada, Ed. Errepar, Bs. As., 2000, pág. 94, comentario al art. 82 L.S.

En este último caso, el receso sólo puede ser ejercido por los accionistas de la sociedad que va a ser absorbida.

Para determinar el valor de reembolso de las acciones, debemos aclarar que no hay una norma específica, pero el art. 85 nos envía al art. 78, que nos indica que dicho valor se obtiene del balance especial (en este caso, para la fusión). También se realiza según el método del balance de liquidación, pero los balances de fusión tienen que haber sido confeccionados antes de los 3 meses del acuerdo de fusión y haber sido realizados sobre bases homogéneas y criterios de valuación idénticos (art. 83, inc. 1, ap. b)¹².

2.3 ESCISIÓN

La ley no la define directamente, sino que describe tres supuestos en los que hay escisión: a.- cuando una sociedad, sin disolverse, destina parte de su patrimonio para fusionarse con otras sociedades existentes o participar con ellas en la creación de una nueva; b.- cuando una sociedad sin disolverse destina parte de su patrimonio para constituir una o varias sociedades nuevas; c.- una sociedad se disuelve sin liquidarse para constituir con todo su patrimonio varias sociedades nuevas¹³.

La nota característica en la escisión es la “separación” de parte o todo el patrimonio de la sociedad, con las finalidades vistas en el párrafo anterior.

El derecho de receso en la escisión, tiene en la ley un tratamiento similar a la fusión. Se excluye la posibilidad de ejercer el receso por parte de los accionistas de la sociedad incorporante, hecho que ha merecido críticas por la doctrina¹⁴. No se puede ejercer tampoco en el caso de acciones destinadas a la oferta pública.

El valor de reembolso resultará del balance especial de escisión, que se realizará como un estado de situación patrimonial con una anterioridad no superior a 3 meses de los acuerdos de escisión.

2.4 RECONDUCCIÓN Y PRÓRROGA

Se tratan conjuntamente, porque ambas deciden la continuación de la empresa, pero dicha decisión se toma en tiempos diferentes. En el caso de prórroga, la decisión se toma y se inscribe antes del venci-

¹² Cfm. DASSO, op. cit., pág. 143.

¹³ Art. 88, L.S.

¹⁴ OTAEGUI, Julio C., citado por DASSO, op. cit., pág. 154, nota 69.

miento del plazo de la sociedad, y la reconducción se decide con posterioridad a dicho vencimiento y mientras no se haya inscripto al liquidador (art. 95 L.S.).

No se excluye el derecho de receso en caso de sociedades que hacen oferta pública o cotización de acciones, por falta de previsión legal expresa de la ley¹⁵.

No se ha previsto el valor de reembolso, pero se concluye que se toma dicho valor del último balance realizado o que deba realizarse.

2.5 AUMENTO DE CAPITAL

Para que configure causal de receso, hay dos condiciones o requisitos: que el aumento de capital le competa a la asamblea extraordinaria y que implique un desembolso efectivo por parte del socio, es decir, que haya pago o nuevos aportes.

Es decir, que se encuentra excluida como causal de receso cuando el aumento de capital social se decide por asamblea ordinaria dentro del quíntuplo, que esté autorizado mediante previsión estatutaria¹⁶.

Otra hipótesis excluida del receso los accionistas de las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, de conformidad con el art. 245.

2.6 RETIRO VOLUNTARIO DE LA OFERTA PÚBLICA O DE LA COTIZACIÓN DE ACCIONES

Se decide por asamblea extraordinaria. Es “voluntaria”, por cuanto lo resuelve la misma sociedad y no viene impuesta como sanción, sino por elección.

2.7 CONTINUACIÓN DE LA SOCIEDAD

La decide la Asamblea extraordinaria para el caso de que se hubiere ordenado la disolución de la sociedad como consecuencia sanción firme de cancelación de la oferta pública o de la cotización de las acciones, impuesta por la autoridad respectiva.

¹⁵ Cfm. DASSO, op. cit., pág. 164.

¹⁶ Idem, pág.

2.8 CAMBIO FUNDAMENTAL DE OBJETO

Se decide por asamblea extraordinaria, e implica una reforma estatutaria de vital importancia que modifica las condiciones tenidas en mira por el accionista al formar o ingresar a la sociedad.

2.9 TRANSFERENCIA DE DOMICILIO AL EXTRANJERO

Es una modificación importante del estatuto, con los consiguientes inconvenientes que tiene un accionista de poder participar activamente en la sociedad en el caso de cambio de domicilio al extranjero.

2.10 REINTEGRACIÓN TOTAL O PARCIAL DEL CAPITAL

Implica un desembolso real y efectivo para el accionista, lo que modifica sustancialmente las condiciones tenidas en cuenta al momento de constituir o ingresar a la sociedad.

3. EL VALOR DE REEMBOLSO EN LA LEY DE SOCIEDADES

Se criticó mucho a la normativa del art. 354 del C.Com. derogado en la materia, porque hacía referencia al capital social conforme al último balance aprobado, como parámetro al cual dirigirse para calcular el valor de reembolso.

Las críticas se centraban no sólo respecto al término "capital social", sino también al de "último balance aprobado". Así se dijo que "capital social" hacía referencia al patrimonio social o patrimonio neto. Pero no quedaba solucionado el tema, ya que un balance de ejercicio no refleja el valor real de las acciones.

Las críticas continuaron después de la sanción de la Ley 19.550, en atención a que la misma refería tan sólo al "último balance aprobado", por lo que continuaron subsistentes las censuras que venían realizándose al respecto.

Así, el Dr. Dasso cita una ponencia de los Dres. Matta y Trejo y San Millán¹⁷, en la cual afirman "la idea de que nada sirve consagrar

¹⁷ MATTY Y TREJO, Guillermo y SAN MILLAN Carlos, Derecho de receso, necesidad de un replanteo normativo a fin de evaluar las acciones del recedente, Primer Congreso de Derecho Societario, t. II, pág. 75, Ed. Depalma, Bs. As. 1979; citados por DASSO, Ariel Ángel, El valor de las acciones en caso de separación del accionista, LL, 1987-D-553.

el derecho de receso como instrumento de protección al accionista si no se lo ampara con la justa determinación del valor de su participación social". Esto no significa otra cosa que, el modo de valuar las acciones, para que el instituto sea justo, es que se llegue a determinar un valor que sea lo más próximo al real.

Luego, la reforma de la ley 22903 substituyó el término "aprobado" por "realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias".

Si bien se ha considerado que la reforma ha sido acertada, los autores no dejan de hacer mención a que la terminología adoptada no acerca a las acciones a sus valores reales, por lo que, según el punto de vista desde el cual se mire, la reforma no ha avanzado muchos pasos¹⁸.

Una de las grandes críticas a este sistema adoptado, es que el balance puede ser confeccionado en miras a que muchos accionistas ejerciten el derecho de receso, por lo que no tendrían interés en que el reembolso sea cuantitativamente importante, realizando un balance con valores inferiores¹⁹.

Estas consideraciones hacen que la alternativa más justa sea la de impugnar el último balance realizado, pero con los consiguientes inconvenientes de su complejidad, onerosidad y el largo plazo que ello insume, por tener que concurrir a la vía jurisdiccional.

En la doctrina comparada se han establecido regímenes de fijación del valor por la vía judicial (esto es, por el tribunal), como en el caso de Noruega, Suecia, Dinamarca y Japón²⁰.

Sin embargo, existe una esperanza de llegar al valor real: "Nada se dice respecto de ese justo valor del reembolso y tampoco nada se prohíbe, pero mantiene vigente aquella invariable norma que fulmina de nulidad toda disposición estatutaria que limite el derecho de receso o dificulte las condiciones de su ejercicio, por cuyo cauce encuentran también viabilidad las corrientes interpretativas que auspician una justa valuación (art. 245, último párrafo, ley de sociedades)", manifiesta el Dr. Dasso²¹.

3.1 EL BALANCE COMO PUNTO DE PARTIDA

Es importante aquí analizar la temática del balance y sus tipos a

¹⁸ Cfm. DASSO, op. cit., pág. 188.

¹⁹ Cfm. DASSO, op. cit., págs. 189/191.

²⁰ Cfm. SOLA CAÑIZAREZ, Felipe de, Tratado de sociedades por acciones en el derecho comparado, citado por DASSO, op. cit., págs. 190/1.

²¹ DASSO, op. cit. en nota 10.

fin de aclarar los conceptos que se vertirán más adelante.

“El balance es un estado de contabilidad que resume en un momento dado los saldos de las diferentes cuentas de la empresa, determinados con el auxilio del inventario”²².

Hay diferentes clasificaciones de balances, pero la que aquí interesa es la que distingue “balance ordinario o de ejercicio” de “balance extraordinario”.

El **balance ordinario o de ejercicio** es el que coincide con el cierre del ejercicio económico de la sociedad y su finalidad primera es “determinar la ganancia de la sociedad para la distribución de los dividendos”²³.

El balance tiene como exigencia previa la confección del inventario, según se desprende de la definición general que hemos citado. Así, el inventario tiene la función de reflejar la valuación de cada uno de los bienes que componen el patrimonio social (tanto activo como pasivo). Sin embargo, esta especie de “fotografía” del patrimonio social, no tiene en cuenta algunos ítems importantes, como son las amortizaciones, reservas, provisiones, etc.²⁴.

Esto es normal en un balance de ejercicio, ya que dependiendo de la finalidad del balance es la forma en que se confecciona el inventario, y un balance de esta naturaleza no requiere en forma necesaria y obligada una valuación real de los bienes del activo. Dasso sostiene que la práctica contable lo excluye, ya que las amortizaciones le restan relevancia a dichos valores y dejan de computarse las circunstancias fácticas que inciden dándole mayores valores, pero que son sucesos extraños a los estados contables²⁵.

Aunque la ley haga remisión a las normas contables comúnmente aceptadas, vemos que ellas no acercan valores reales de los bienes del activo.

Frente a estos balances, dijimos que se encuentran los **balances extraordinarios**, también llamados “de situación patrimonial”, que tienen otra finalidad: “facilitar a los socios y a los terceros el conocimiento de la situación patrimonial en el tiempo comprendido entre el cierre del ejercicio precedente y el momento en que ha de realizarse una determinada operación”²⁶.

Desde este punto de vista, encontramos diferentes balances: el

²² DE GREGORIO, A., citado por DASSO, op. cit. en nota 10, pág. 560.

²³ *Ibidem*.

²⁴ Cfm. HALPERIN, citado por DASSO, op. cit. en nota 10, pág. 561.

²⁵ Cfm. DASSO, op. cit., en cita 10, pág. 562.

²⁶ BRUNETTI, citado por DASSO, op. cit., en nota 10, págs. 562/3.

de liquidación, el de fusión, el de escisión, el de transformación, el de pérdidas, entre otros.

El balance más característico es el de "Liquidación", que tiene por finalidad "informar a los socios y acreedores sobre el estado verdadero de la sociedad en orden a la distribución del remanente entre los socios, una vez cancelado el pasivo"²⁷. En este caso, la valuación de los bienes se realiza por su valor de realización, lo que implica que nos acercamos más a los valores reales.

Lo mismo sucede con los demás balances extraordinarios. Es por ello que los parámetros que se utilizan para su realización, son diferentes a los criterios utilizados para los balances de ejercicio, porque su naturaleza y finalidad son diferentes²⁸.

Es por eso que la doctrina hace hincapié en que los balances de ejercicio no pueden tomarse como base para la valuación de las acciones, ya que ello configura una verdadera iniquidad²⁹.

Varios autores nacionales (Halperín, Otaegui, Dasso, Matta y Trejo, entre otros) propician en forma permanente la adopción de la valuación de las acciones sobre bases reales, manifestando que lo adecuado sería la confección de un balance de situación patrimonial (o extraordinario), a fin de no caer en esa injusticia a la que se viene haciendo referencia.

3.2 EMPRESA EN MARCHA Y EMPRESA EN LIQUIDACIÓN

Para determinar los acertados criterios de valuación del valor de las acciones debemos diferenciar en primer lugar a lo que denominaremos "empresa en liquidación" de "empresa en marcha". Tal diferenciación tiene un importante significado desde la órbita de la realidad económica si lo que pretendemos es que el derecho contemple, precisamente, a los hechos que acaecen en la realidad, de tal forma de que éste encuentre la solución más equitativa para el caso concreto.

En forma muy sintética podemos decir que una empresa en marcha es aquella que es capaz de generar dividendos hacia el futuro, mientras que una empresa en liquidación es aquella empresa que ya cumplió su ciclo y no tiene un flujo de fondos hacia el futuro.

Una empresa en marcha no necesariamente debe estar generando ganancias en el presente, pero si debe tener perspectivas de generarlas en un futuro determinado. Mientras que en una empresa en li-

²⁷ DASSO, op. cit., nota 10, pág. 563.

²⁸ Cfm DASSO, op. cit., nota 10, pág. 564.

²⁹ Cfm. VERÓN, citado por DASSO, op. cit., pág. 564.

quidación no existen expectativas hacia futuro de generar un flujo de fondos positivo.

Sobre este tema hay muchas zonas grises que deberán ser aclaradas ya que por ejemplo puede existir el caso de una empresa que no es capaz de producir beneficios económicos si no se hace una inversión a través de incorporación de activos. En este caso, si la posibilidad de inyecciones de capitales no existe, la empresa la definiremos como en liquidación, mientras que si existe esta posibilidad será una empresa en marcha.

3.2.1 SISTEMAS DE VALORACIÓN CONTABLES

Los sistemas de valoración contable más usados en la práctica son el *Método de Valor Contable* y el *Método del Valor Contable Corregido*. Estos sistemas considerados como tradicionales está concebidos en los datos que aparecen en los balances, tanto en el activo, como en el pasivo. Estos métodos sólo contemplan la situación patrimonial de la empresa, por lo que la aplicación de estos sistemas mostrará una *situación patrimonial estática (fotografía)*.

- **Valor Contable (Book Value):** Según define *Eliseo y Pol Santandreu*³⁰, el Valor Contable "Es la diferencia entre el activo real y el exigible o deudas totales. Se debe hacer hincapié en el hecho de considerar sólo el activo real. A tal efecto se deberá prescindir de todas aquellas partidas que, figurando en el activo, no tengan ningún grado ni posibilidad de realización. Estas partidas están generalmente representadas en el activo ficticio, que si bien la empresa tuvo que desembolsar y considerar, de hecho no tiene ningún valor a efectos de valoración de la empresa en sí."
- **Valor Contable Corregido:** Continuado con la definición de *Eliseo y Pol Santandreu*, el Valor Contable Corregido "...consiste en la actualización de los elementos que constituyen el balance actual de una empresa, sustituyendo los valores que figuran en el balance por lo actuales y, en su caso, aquellos valores que hayan seguido un determinado criterio de valoración y deban ser objeto de ajuste."

3.3 SISTEMAS DE VALORACIÓN BASADOS EN DATOS DEL FUTURO

Parece evidente que la empresa tenga una capacidad real de ge-

³⁰ SANTANDREU, Eliseo y SANTANDREU, Pol, "Valoración, venta y adquisición de empresas", Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona, 1998.

neración de beneficios basada en los datos históricos que reflejan las situaciones contables. Pero no es menos cierto que la empresa debe tener una capacidad futura de generación de beneficios fruto de su nombre en el mercado, cartera de clientes, productos, marcas, etc. Así, esa capacidad de generación de beneficios futuros debidamente actualizada durante un período de tiempo determinado arrojará una medida alternativa del valor de la empresa.

Este sistema basado en las proyecciones de la futura capacidad de generar dividendos tiene gran aceptación en los ámbitos financieros y económicos para la valuación de empresas, ya que no sólo muestran el valor de la empresa en un momento estático, sino en su dimensión dinámica.

Existen varios métodos para calcular el valor de la empresa, el que es más usado es el denominado “Valoración de los Flujos de Caja Descontados (DCF)”.

Este enfoque da una imagen más confiable y sofisticada del valor de la empresa. Consiste en el descuento de los flujos de caja (luego de impuestos e intereses), a una tasa que refleje el riesgo de dichos flujos. A diferencia de otros métodos de valuación, como ser el contable, el DCF sí tiene en cuenta los gastos de inversión necesarios para generar las ganancias.

Lo que hace el método de los flujos descontados es analizar la empresa como si fuera un proyecto de inversión con el objeto de calcular el VAN (Valor Actual Neto). Por lo tanto, los flujos de caja se calculan a partir de los flujos de ingresos operativos, más (menos) los flujos recibidos de (pagados a) los acreedores de la compañía.

Para llegar a la valuación de la empresa se parte de la ecuación que refleja el flujo de ella descontado a su tasa de rentabilidad (TIR)³¹:

$$0 = - I_0 + \sum (BN / (1 + \rho)^n) \quad (1)$$

En la ecuación precedente la variable I_0 refleja el valor de los activos (depurados de pasivo) de la empresa a su valor de realización contable. Es decir, expresa el “valor de liquidación” de la empresa. La tasa de descuento ρ es la tasa interna de retorno (TIR). Tal como es sabido, la tasa interna de retorno es la que hace cero el valor actual neto (VAN³²). Esta tasa mide la rentabilidad implícita de los activos comprometidos en la gestión de la empresa.

Despejando el valor de los activos, la ecuación nos dice que el

³¹ TIR = tasa interna de retorno. Es la tasa que iguala el valor actual de la inversión con el valor descontado del flujo futuro de fondos.

³² Valor Actual Neto: Es el valor actual del flujo futuro de fondos, descontado a una tasa de descuento que refleje el riesgo empresarial.

valor de los mismos es igual al flujo de beneficios netos de la empresa descontados a su tasa de rentabilidad.

$$I_0 = \sum (BN / (1 + \rho)^n) \quad (2)$$

Ahora bien, como se expuso la TIR refleja la rentabilidad de la empresa, no así la valuación en pesos de la empresa. Para obtener este valor debemos acudir al WACC (Weighted Average Cost of Capital), el mismo se obtiene del promedio ponderado de las tasas de interés retribuidas a las fuentes de financiamiento de la empresa, éstas son: el pasivo y el patrimonio neto.

Si este flujo es descontado a su WACC³³, lo que queda en el lado izquierdo de la ecuación es el valor de la empresa, que incluye el valor de los activos (“valor de liquidación”) más un valor adicional (OA)³⁴ que refleja la capacidad de generación de beneficios con el gerenciamiento disponible. Estos Otros Activos representan lo que en la contabilidad se denominan Activos Intangibles (Marcas, Patentes, Know How, etc.) valuados al valor actual del flujo de fondos incremental generado.

$$I_0 + OA = \sum \frac{BN}{(1 + wacc)^n} \quad (3)$$

La valuación de Otros Activos se obtiene por la diferencia entre el valor descontado del flujo futuro de fondos de la empresa y el valor de los activos de la misma. Obsérvese que este método es una forma de sortear las dificultades existentes en la determinación del valor de los denominados activos intangibles en tanto que éstos son valuados conforme su capacidad de generar beneficios incrementales a la empresa y no por su costo histórico.

Este valor “Otros Activos” (OA) puede ser positivo (es decir, que añade valor a los activos de la empresa) si la rentabilidad (TIR) es mayor que la tasa de descuento. Es decir, si la rentabilidad de la empresa es superior a su costo promedio ponderado del capital (WACC), añade valor a los activos que ha inmovilizado para la prestación de sus servicios.

Por el contrario, si la TIR es inferior al WACC, es decir que la empresa tiene una rentabilidad por debajo del costo promedio ponderado de su capital, los activos de la empresa pierden valor por dedicarse a esta actividad y no a otra. En este caso la empresa valdrá por el

³³ WACC = Costo promedio ponderado del capital (Weighted Average Cost capital).

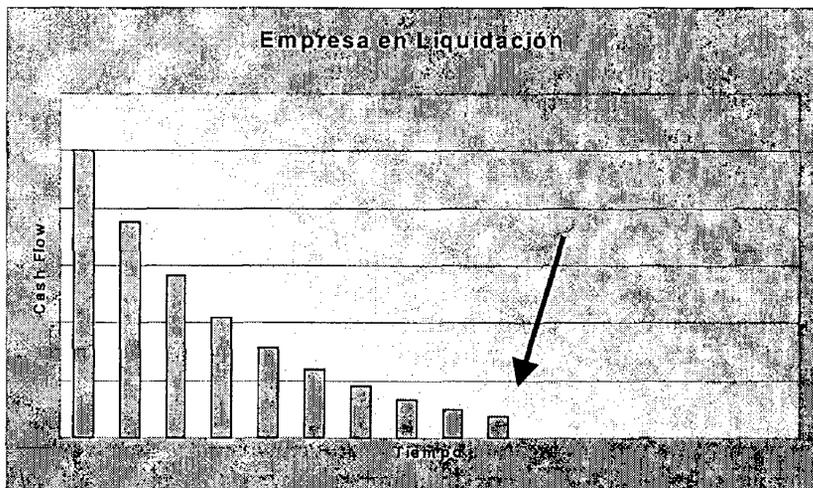
³⁴ OA= otros activos que reflejan la capacidad adicional de la empresa para generar ganancias.

valor de realización de sus activos (valuación contable) que es el valor que surge si aplicamos el criterio adoptado por el artículo 245 de la Ley de Sociedades cuando determina que las acciones se reembolsarán conforme los valores que surgen del último balance realizado o ha realizarse (activos menos pasivos).

3.4 APLICACIÓN DE LA METODOLOGÍA

Continuando con el proceso lógico argumental hasta aquí seguido podemos decir sin hesitación alguna que si una empresa se encuentra en liquidación es correcto valuarla a través de la metodología contable ya que no tiene flujo de fondos futuros por lo que el valor descontados de los mismos es cero.

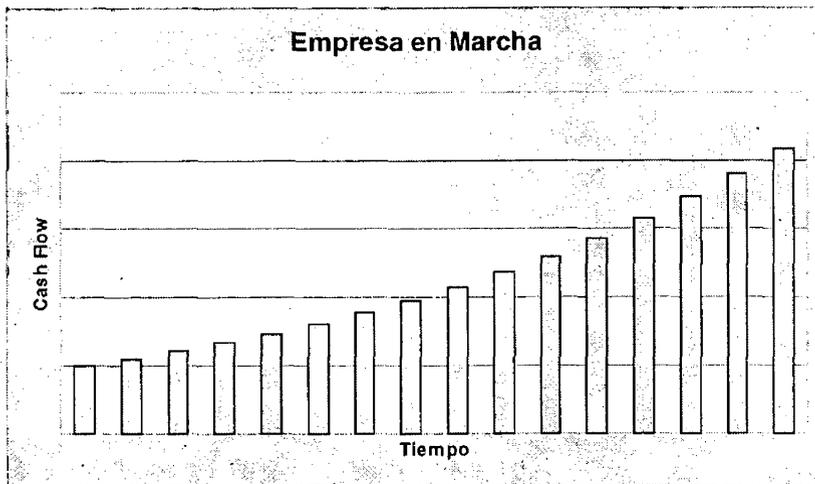
En el gráfico observamos claramente un ejemplo de empresa en liquidación, la cual generaba beneficios en el pasado pero no los generará hacia el futuro. Si valuamos esta empresa en el momento señalado por la flecha deberá utilizarse la metodología contable, esto se debe a que el único valor que se le podrá dar a la firma es el de sus activos liquidables neteado de sus pasivos. Es importante destacar que si se valúa esta empresa en momentos anteriores al indicado se deberá utilizar el método de flujos descontados ya que se trata de una empresa en marcha.



Mientras que si estamos valuando una empresa en marcha la metodología correcta será aplicar la fórmula (3), es decir, el "Valor Descontado del Flujo de Caja" (Discounted Cash Flow). Esto se debe a

que la empresa actualmente está generando beneficios o tiene la posibilidad de generarlos en el futuro.

En el siguiente gráfico se muestra el flujo de fondos generado por una empresa en marcha, si valuamos la misma deberemos utilizar la metodología de flujos descontados ya que la información contable no nos suministra datos de la capacidad futura de la empresa de producir dividendos. Se observa que si partimos del criterio adoptado por la Ley de Sociedades en su artículo 245 (balance realizado a ha realizarse) el valor de reembolso de las acciones no reflejará su real valor, con las consecuentes inequidades que esto representa.



4. EL PROBLEMA CONSTITUCIONAL:

Hemos sostenido que la determinación del valor de reembolso de las acciones debe realizarse de modo tal que dicha fijación se acerque al valor real que tienen, y no que reflejen simplemente un correlato con los valores de libros o de balances no ajustados a dicha realidad. En este sentido, se ha propiciado la determinación del valor de reembolso de las acciones a partir de la valuación de los flujos descontados.

En el caso de que la fijación del valor de la acción sea inferior al real, nos podríamos encontrar ante la hipótesis de que dicho valor vulnere garantías contempladas en los arts. 16 y 17 de la Constitución Nacional, referidas, respectivamente, al derecho de igualdad y de propiedad.

4.1 EL DERECHO DE IGUALDAD

Definir la igualdad, se ha dicho, más que difícil, es prácticamente imposible³⁵. Sin embargo, la doctrina habla de *igualdad ante la ley, de hecho y de oportunidades* a fin de poder dar contenido a este derecho dentro de la concepción constitucional.

La igualdad *ante la ley* hace referencia a la igualdad jurídica, esto es, la igualdad contenida o consagrada por el derecho (en sentido amplio). El caso "Oliva"³⁶ fue el que delimitó el término, expresando nuestro órgano cimero: "la igualdad ante la ley consiste en que no se establezcan excepciones o privilegios que excluyan a unos de lo que se concede a otros en igualdad de circunstancias".

La igualdad *de hecho* o de trato, es la que prohíbe la discriminación por cualquier causa (sexo, religión, política, raza, economía, etc)³⁷. Con la reforma de 1994, esta igualdad queda consagrada en los arts. 43 y 23, inc. 75 de la CN. Asimismo, la no discriminación ha sido legislada a través de la ley 23.592.

Por último, la igualdad *de oportunidades* "significa que cada hombre tiene derecho a ejercer sus aptitudes vitales en los ámbitos social, cultural, económico, político, profesional, etc., sin que haya privilegios o apoyos (o, al contrario, restricciones) que se les nieguen (o no se les impongan) a otros individuos"³⁸.

Huelga decir que estos conceptos forman la base de un sistema democrático sano, "ya que es incompatible el gobierno de la mayoría con la existencia de grupos con privilegios especiales"³⁹.

La pregunta es la siguiente: ¿cómo se viola el derecho de igualdad al accionista recedente si, al receder, pierde tal calidad para pasar a ser acreedor de la sociedad?

Debemos tener presente que, si bien el socio recedente pierde su calidad de accionista, no es menos cierto que las acciones representan un valor en su patrimonio, como lo representa también para los accionistas que no ejercieron el derecho de receso.

Desde este punto de vista, hay que realizar un par de apreciaciones: si se ha realizado una valuación cuyo resultado implica que la acción tiene un valor inferior a su valor real, se rompe la igualdad

³⁵ Cfm. ARMAGNAGUE, Juan F., Constitución de la Nación Argentina, Ed. Jurídicas Cuyo, 1999, pág. 113; EKMEKDJIAN, Miguel Angel, Tratado de Derecho Constitucional, T. II, Ed. Depalma, Bs.As., 1994, págs. 133/136.

³⁶ Fallos 16:118; citado por ARMAGNAGUE, op. cit., pág. 113.

³⁷ Cfm. ARMAGNAGUE, op. cit., pág. 113.

³⁸ EKMEKDJIAN, op. cit., pág. 138.

³⁹ Ibídem.

entre el recedente y los accionistas que continúan en la sociedad, en el sentido de que para el primero la acción tendría un valor inferior que para los segundos, lo cual también quiebra la intangibilidad del patrimonio de aquél, según se verá seguidamente.

Por otra parte, se configuraría una discriminación de orden económico: la acción vale más para el que se queda, que para el que recede; pesa más la economía de los más que de los menos.

Así, aunque el socio recedente “aparezca” más como “acreedor” que como accionista, el hecho de que se haya dado una “novación” en su calidad frente a la sociedad, ello no justifica un tratamiento diferente, desigual o discriminatorio, toda vez que el valor económico del título que otorgó la calidad de accionista al socio antes de receder, no puede disminuir o menguar por el solo hecho de que su titular haya dejado de serlo.

La igualdad de condiciones está representada en este caso por la titularidad de las acciones por parte del recedente, que tienen un valor igual a las acciones de las cuales son titulares los accionistas que permanecen en la sociedad.

4,2 EL DERECHO DE PROPIEDAD

El derecho de propiedad tiene un concepto especial en nuestra Carta Magna, que ha sido delineado por la jurisprudencia de la CSJN: son “todos los intereses apreciables que el hombre puede poseer fuera de sí mismo; de su vida y de su libertad” (Bourdieu Pedro c/Municipalidad de la Capital, Fallos 145:325).

Ha dicho Germán Bidart Campos que el art. 17 CN se extiende a todos los bienes –materiales o inmateriales- susceptibles de apreciación económica que pueda poseer una persona.

Su contenido abarca: los derechos reales, los derechos personales (creditorios), los derechos patrimoniales del derecho administrativo, derechos sucesorios, propiedad intelectual, industrial y comercial⁴⁰.

De este contenido, nos interesa el de los derechos personales o creditorios, en atención a que el accionista que recede, a partir de la notificación del receso deja su calidad de accionista, para asumir la de acreedor de la sociedad. La forma de liberarse la sociedad, es pagando la acreencia del recedente.

Desde el punto de vista constitucional, el problema no es el pa-

⁴⁰ Cfm. EKMEKDJIAN, op. cit. págs.171/253.

go, sino el valor de reembolso de las acciones.

Si el valor que se ha determinado como reembolso es muy inferior al valor real de las acciones, se vería disminuido el patrimonio del recedente, lo que implicaría, en forma indirecta, la violación al derecho de propiedad.

Juega aquí la inviolabilidad de la propiedad, que se expresa con el término de "intangibilidad", en el sentido de que el pago debe ser acorde con el valor real para mantener la ecuación patrimonial: acción = valor en dinero.

La falta de adecuación del valor de la acción con la realidad, implica más allá del quebrantamiento de la ecuación patrimonial, una especie de privación compulsiva de parte del patrimonio (diferencia entre el valor determinado en un balance mal confeccionado y el valor real de la acción).

Sabemos que la privación de la propiedad sólo puede ser decretada judicialmente a través de una sentencia fundada en una ley. Esto implica que ni el Estado ni los particulares pueden suprimir o restringir este derecho en forma arbitraria o más allá de lo razonable, o que pueda significar una anulación o alteración del derecho en cuestión.

Si del balance confeccionado surge que el valor de la acción es inferior al valor real, es necesario impugnar dicho balance y que se acerquen los medios idóneos para determinar su valor real, conforme los criterios de valuación expuestos en el presente escrito.

Desde este punto de vista, vemos que si, arbitrariamente, se ha confeccionado un balance que determina un valor inferior al real, el mismo sería inconstitucional por violación de los derechos de igualdad y propiedad, debiendo el afectado recurrir a la justicia en procura de una determinación más justa, equitativa y legal.

Estas consideraciones tienden a demostrar que si bien ha sido elogiada la reforma de la ley 22.903, la misma no ha sido suficiente por no contemplar que en el caso de empresa en marcha el valor de las acciones no se encuentra representado por el valor de sus activos sino por la capacidad de esos activos de generar beneficios incrementales.

Es importante, por ello, contar con elementos que demuestren que las acciones deben valuarse no conforme a balances (ya sean de ejercicio, ya sean especiales o de liquidación), sino de acuerdo a pautas de valoración que reflejen el valor real en el mercado, por lo que vale la sociedad en funcionamiento como empresa en marcha, y sólo recurrir al valor de sus activos considerados individualmente en el supuesto de empresa en liquidación.

5. CONCLUSIÓN

En conclusión de lo expuesto se colige que la empresa como unidad económica se mueve constantemente en un entorno dinámico, no estático, por lo que llegar a determinar su valor sobre la base del último balance realizado o ha realizarse nos daría un valor irreal ya que no contempla las expectativas de los activos de generar flujos futuros de fondos, mientras que el método de valuación de flujos descontados tiene por principal virtud considerar los dividendos generados por la empresa como único insumo para obtener el valor de la misma.

La valuación de acciones conforme la capacidad de los activos de generar flujos futuros de fondos representa un hecho de la realidad económica y empresaria que requiere ser contemplado por el legislador, quien no debe olvidar que los tiempos del derecho no son los tiempos con que avanzan las economías y que si no se toma conciencia de tal asimetría, el derecho se volverá trunco, caduco y obsoleto.

Citando al jurista francés Josserand afirmo: "...o el derecho contempla la realidad o la realidad se queda sin derecho..."

BIBLIOGRAFÍA

ARMAGNAGÜE, Juan F.: *Constitución de la Nación Argentina*, Ed. Jurídicas Cuyo, 1999.

ARGERI, Saul A.: *Derecho de Receso: Causales y Presupuestos*, Rev. L.L., 1978.

DASSO, Ariel Ángel: *La Sociedad Anónima en la Ley de Reformas 22.903*, Ed. Errepar.

DASSO, Ariel Ángel: *El valor de las acciones en caso de separación del accionista*, LL, 1987-D-553.

DASSO, Ariel Ángel: *El derecho de separación del accionista en la S.A.: Necesidad de una adecuada regulación legal*, L.L. 1980-B-650.

DASSO, Ariel Ángel: "Prórroga y receso". L.L. 1984-D-504.

DASSO, Ariel Ángel: *La impugnabilidad del último balance en caso de receso*. L.L. 1994-A-381.

DIARIO CLARÍN, Suplemento Económico del 02/01/2000, "Nueva economía; nueva contabilidad. Los sistemas contables tradicionales, que datan de hace 500 años, se están volviendo cada vez más irrelevantes".

EKMEKDJIAN, Miguel Ángel: "Tratado de Derecho Constitucional", T. II, Ed. Depalma, Bs.As., 1994.

GUATRI, Luigi, "*La Empresa se valúa a sí misma*", Estudios e Investigaciones (UADE)

MASCHERONI, Fernando H. y MUGUILLO, Roberto A.: "*Ley de Sociedades Comerciales, comentada y concordada*", Ed. Errepar, Bs. As., 2000.

MATTA Y TREJO, Guillermo y SAN MILLAN, Carlos: "*Derecho de receso, necesidad de un replanteo normativo a fin de evaluar las acciones del recedente*", Primer Congreso de Derecho Societario, t. II, Ed. Depalma, Bs. As. 1979.

SANTANDREU, Eliseo y SANTRANDREU, Pol: "*Valoración, venta y adquisición de empresas*", Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona, 1998.