

VALUACIÓN DEL HABER DE RECESO SEGÚN CRITERIOS DINÁMICOS

JENIFER ALFARO BORGES

RESUMEN

El trabajo se presenta como el punto de partida al estudio del tema de la **valuación del patrimonio de las sociedades comerciales**, concretamente en lo que refiere a la valuación de la participación del socio saliente de una sociedad comercial (rescisión parcial) Frente a ello en este trabajo se propone **dar cabida a los métodos de valuación dinámicas** del patrimonio social que sirve de base de cálculo de la referida participación, incluso cuando el patrimonio tiene perspectivas ciertas que disminuyen su valor. Se comenta brevemente una sentencia en la cual se entiende, a diferencia de lo que la autora de esta ponencia opina, que la ley de sociedades comerciales uruguayas únicamente admite los criterios de valuación estática. Se expone además como la estrecha vinculación entre sociedad comercial y empresa, constituye un punto a tener en cuenta en la dilucidación del tema.

INTRODUCCIÓN

Este trabajo pretende ser el punto de partida al estudio de una temática que requiere una mayor profundidad, profundidad acorde a la importancia del tema: la valuación del patrimonio de las sociedades comerciales.

Aunque sin duda dichos métodos de valuación suelen ser invocados para el reclamo de un mayor valor de una participación social (más allá obviamente de su utilización en la concreción de negocios sobre “empresas”), no podemos perder de vista que el patrimonio puede ser influido también negativamente por diversas decisiones ya adoptadas y por tanto, una valuación según criterios dinámicos puede disminuir el crédito del socio saliente.

MÉTODOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

Para comenzar es posible diferenciar entre los métodos existentes para valorar empresas los criterios estáticos y los dinámicos. Entendemos por los primeros aquellos que se basan en los activos y los pasivos que lo conforman al momento de su elaboración, son una fotografía del patrimonio, y por los segundos, aquellos que tienen en cuenta la aptitud cierta de los activos para generar flujos futuros, en un sentido amplio que abarque beneficios y egresos.

Los métodos estáticos son entonces los que no toman en cuenta “... la posible evolución futura de la empresa.”¹ Dentro de éstos las variantes son: a) valor contable. b) valor contable ajustado (el ajuste del patrimonio neto al valor de mercado) c) valor de liquidación, según el cual se deducen del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación. d) valor sustancial, que considera el valor de reposición de los activos.

Por encima de toda consideración, recurrir a los estados contables tiene como ventaja ineludible la certeza de lo que ya es, frente a

¹ Heuer, Federico. En “Aspectos económicos y contables de la ley 16.060” que forma parte de “Temas de derecho societario. Diez años de la ley de sociedades comerciales. Análisis y perspectivas.”, F.C.U., pág. 48.

las apreciaciones subjetivas en torno a las que giran los criterios dinámicos.

Ya el grupo de los criterios dinámicos presentan una mayor variedad y requieren un análisis más profundo.

MÉTODOS DINÁMICOS

Entre los muchos criterios dinámicos que se manejan, se conocen los siguientes: **1) método basado en la rentabilidad** que tiene en cuenta los beneficios o los dividendos futuros. **2) método basado en el fondo de comercio o Goodwill** (o Good-Will, parte de que un negocio vale por la capacidad de generar beneficios futuros) que a una evaluación estática de los activos suman una valoración de beneficios futuros. En este grupo podríamos ubicar a la valuación basada en ganancias extraordinarias descontadas (se basa en la contabilidad pero mira también el futuro de la empresa) **3) métodos de flujos de caja descontados**, según los cuales se estiman los ingresos y los egresos futuros de dinero para luego incorporarlos al valor del patrimonio sin dejar de lado el riesgo de dichos flujos² (discounted cash flow) **4) métodos basados en múltiplos de precios**, que parte de los precios de empresas semejantes. Es decir: se estudia el mercado y otras empresas semejantes para determinar el futuro de la empresa a valuar, identificando para cada caso el múltiplo aplicable (ej. determinada la relación entre precio y ganancia -actual y proyectada- de las restantes empresas del mercado, tenemos esa relación para la empresa en cuestión).

La gran ventaja que, sobretodo para mercados como el nuestro en el cual un pronóstico a varios años es difícil, presenta el último método frente a los restantes, está dado por no estar atado a la subjetividad. El método de los múltiplos queda englobado dentro del de los comparables³ consistente en determinar el valor de los activos en base al precio (valor de mercado) de un activo comparable en principio en

² Entre los riesgos corresponde incluir los cambios tecnológicos, la aparición de productos sustitutos, entre otros. Muchas fuentes incluyen este último criterio en el Good-Will.

³ Fuente: Traversaro, Marcelo. En: <http://www.cema.edu.ar/postgrado/download/tesinas2001/Traversaro-MADE.pdf>

el mismo mercado y con relación a una variable común a ambos que puede estar dado por las ganancias.

Considero que puede ser útil la comparación que se realiza entre “**contabilidad de caja**” y “**contabilidad acumulativa**”. En tal sentido Palepu, Bernard y Healy⁴ señalan que solamente la segunda diferencia entre “asiento de los costos y beneficios asociados con las actividades económicas y el pago y las entradas reales en efectivo.”, considerándose además de los pagos y entradas en efectivo reales, los previstos. Es así que la contabilidad acumulativa considera “*las expectativas de consecuencias futuras sobre el flujo de efectivo de los acontecimientos actuales*”.

Palepu, Bernard y Healy enumeran además 4 pasos en la valuación de negocios. Comienzan con el análisis de las estrategias de negocios, seguidas del análisis contable, luego el financiero, para culminar con el prospectivo. En el primero se identifican “los generadores claves de ganancias y riesgos comerciales claves” de una empresa y su “potencia de ganancias”. El análisis contable implica confrontar la contabilidad con la realidad económica de la empresa para ver si esta *última se ve reflejada en aquella. Por análisis financiero dichos autores se refieren al que en base a los datos financieros evalúan el “rendimiento actual y pasado de una compañía y determinan su sostenibilidad futura.”* El análisis prospectivo es el que permite la proyección de la empresa hacia el futuro

Los comentados son algunos de los métodos dinámicos utilizados para la valuación de sociedades comerciales, pero la visión dada permite desde ya apreciar los diferentes resultados a los que llegaremos si en su lugar recurrimos a métodos estáticos.

VALUACIÓN DE EMPRESAS - VALUACIÓN DE PATRIMONIO DE SOCIEDADES COMERCIALES

Entiendo que contribuye al desarrollo del tema planteado en esta ponencia la consideración de la íntima relación entre sociedad

⁴ Palepu, Krishna (Ph.D, Prof. Harvard) Bernard, Vistor (Ph.D, Prof. Michigan) Healy, Paul (Ph.D, Prof. Massachusetts Insitute) En “Análisis y valuación de negocios usando estados financieros”, pág. 4 y sigs.

comercial y empresa, apreciando esta última como la faz dinámica de la sociedad comercial asociado a la consideración dinámica del patrimonio social.

El término “empresa” no es directamente mencionado en la Ley de sociedades comerciales, siendo discutida en doctrina su recepción en la misma a través de algunas de sus previsiones⁵.

La empresa, concebida como organización de capital y trabajo que tiene por fin generar un lucro es como sabemos un concepto originado en las ciencias económicas, es sin duda un concepto dinámico. Así lo notamos en expresiones de **Mario Ghiron**⁶ para quien “l’impreditori sié, l’impresa si governa, l’azienda si ha”, y de **Barabero**⁷ para quien la empresa no existe sino que se la ejerce.

Podemos discrepar en cuanto a que se trate de la faz dinámica de la sociedad comercial y lo sea más bien del establecimiento comercial, lo cual creo no tenga consecuencias para este análisis en tanto se estudia la valuación del patrimonio del cual formaría parte esta última universalidad.

En base a esas apreciaciones es difícil entender con carácter general que una valuación estática del patrimonio social pueda reflejar la realidad económica de la sociedad.

Como no puede ser de otro modo, la adecuación de los valores de las participaciones a la realidad no es dejada de lado por el legislador: véase el art. 25 numeral 6° la Ley 16.060 según el cual es nulo el pacto por el que se determine el precio de adquisición la participación de un socio en un monto notablemente alejado del valor real al tiempo de hacerla efectiva⁸.

⁵ Entre ellas el art. 1° cuando se refiere a “actividad comercial *organizada*”, que según expresiones de los redactores en el Parlamento durante el estudio del proyecto de ley, es el vínculo con este concepto. Olivera (Artículo “La nueva Ley de Sociedades Comerciales, grupos de interés económicos y consorcios en el Uruguay”, en “Anales del Foro”, 1991-1992 tomo 1, pág. 64) señala que con la inclusión de esos términos es claro el propósito de hacer ingresar “la idea económica de empresa en el concepto de sociedad comercial”. No es menos interesante al estudio contenido en el presente la utilización del término “actividad” que hace relación a un enfoque dinámico de la sociedad.

⁶ Citado por Efraim Richard, en Trabajo “aspectos jurídicos de la Empresa”, Libro “Estudios jurídicos en memoria del profesor Rodolfo Mezzera Alvarez, F.C.U.

⁷ Idem anterior.

⁸ podríamos discrepar o llegar a cuestionar el momento en que se exige la adecuación a la realidad, pareciendo más ajustado el de la conclusión del negocio.

En la valuación del patrimonio de una sociedad comercial en una faz dinámica postulada en el presente son diversos los criterios de los que el derecho no puede estar al margen.

NUCLEO DE LA CUESTIÓN: INTERPRETACIÓN DEL ART. 154 DE LA LSC

Según el art. 154 de la ley 16.060 "... el valor de la participación del socio saliente se fijará conforme al patrimonio social a la fecha del hecho o del acuerdo que haya provocado la rescisión parcial o la demanda de exclusión."

Lo que corresponde como venimos de decir, es determinar el valor de ese patrimonio, y el centro de la discusión estaría en si de esa disposición se deriva como única opción la valuación estática del mismo o si es admisible una valuación que tenga en cuenta la capacidad para generar beneficios futuros o las afectaciones del patrimonio que ya pueden proyectarse.

Corresponde incluir en nuestro análisis algunas definiciones de patrimonio: "conjunto de los derechos y obligaciones de una persona, susceptibles de apreciación pecuniaria."⁹; "Derechos Y obligaciones correspondientes a una persona. Bienes materiales equivalentes en dinero, que pertenecen a una persona. Riqueza o renta de una persona."¹⁰, "conjunto de bienes y de deudas, estimables en dinero pertenecientes a una persona"¹¹

Contribuye también considerar que, como señala Rippe¹², la disposición en estudio había sido vetada por el Poder ejecutivo quien pretendía que la base para el cálculo de la participación estuviera dado por el último balance fiscalmente ajustado. Con el levantamiento de dicho veto por la Asamblea General la valuación realizada según esa norma atenderá al valor real de la participación.

Contamos ya al menos con un reciente pronunciamiento judicial al respecto en tanto el Juzgado letrado de primera instancia en lo civil

⁹ <http://neoforum.iespana.es/neoforum/P.HTM>

¹⁰ <http://www.pj.gob.pe/paginas/Diccionario%20Jur%EDdico/LETRA%20P.htm>

¹¹ Diccionario jurídico de Ramirez, Gronda, Juan. Editorial Claridad, pág. 218.

¹² Rippe, Siegbert. En "Sociedades comerciales", 9ª edición, F.C.U., pág. 80.

de 8º turno en sentencia 67 del 24 de setiembre de 2003, vio sometido a su decisión un conflicto sobre la valuación de la participación social, concretamente acciones de dos sociedades anónimas, de un socio saliente. A grandes rasgos cabe decir que, apartándose de los dictámenes periciales elaborados en el proceso (uno de los cuales había elaborado el balance especial en base al método de flujos de fondos), la Juez entendió que en aplicación del referido art. sólo tenía cabida una valuación con las características que se ajustan al método estático antes descripto. Con cita a Nury Rodriguez, la decisora señala que se pretende que el balance especial (a una fecha que la norma predetermina: en el supuesto del receso a la fecha de la resolución que lo motiva) "... refleje los valores patrimoniales reales al momento ..." Luego menciona a "los método basados en el valor patrimonial que son aquellos que -obviamente-determinana el valor de la empresa a través de la estimación de su patrimonio, en un perspectiva estática y sin considerar la posible evolución futura de la empresa." Seguidamente expresa que a su juicio "-sin hesitaciones- fue éste el método que eligió el legislador para calcular el valor de la participación del socio saliente, el que puede tildarse como inadecuado o perfectible, empero el Tribunal considera que es el que la ley estableció en forma clara, expresa y precisa en el Art. 154 ..." no correspondiendo que esta norma sea corregida por la "moderna teoría contable".

MI OPINIÓN

No encuentro fundamento para excluir los criterios de valuación dinámica del patrimonio social en la determinación del valor de la participación del socio saliente, considerando que son incluso estos últimos los que ajustan la realidad económica a considerar. No veo en el art. 154 de nuestra ley de sociedades comerciales un obstáculo para la aplicación de esos métodos. La base de cálculo del monto a pagar al socio saliente se debe fijar sobre el patrimonio social pero siendo valuado éste según criterios que permitan determinar su valor real y no uno meramente formal.

El valor de una sociedad, aunque con algunas variantes, es uno, sin importar si se proyecta su venta como un todo (venta de la totali-

dad del paquete accionario) o de participaciones en la misma (valor para inversionistas), o si se debe pagar la participación a un socio saliente, solución a la cual no se arriba siguiendo únicamente criterio estáticos, recurriendo únicamente a los balances¹³.

No es posible negar el vínculo entre valuación de la participación en una sociedad comercial y la valuación de empresas, no pudiendo desconocerse que una empresa vale por lo que es y sus elementos que la integran pero aún más por sus perspectivas futuras.

Entiendo que la valuación del patrimonio social así como la de la empresa cuya titularidad suele estar en cabeza de la sociedad comercial (lo que ocurre sin duda en la mayoría de los casos en los que la discusión sobre criterios de valuación se plantea), debe tener en cuenta las perspectivas futuras de ésta, tanto si la proyección arrojará resultados positivos como negativos.

¹³ Para la valuación en los primeros supuestos se tendrían sin duda en cuenta estos criterios. Con ello tendríamos valores disímiles de un mismo patrimonio, a mi juicio sin una norma que lo justifique.