

EL PRECIO EQUITATIVO DE LAS ACCIONES EN LOS CASOS DE REEMBOLSO OBLIGATORIO

Angel Daniel Vergara del Carril

PONENCIA

Cuando la determinación del valor de las acciones no depende del libre pacto entre partes contratantes y en los casos de reembolsos obligatorios o declaraciones unilaterales de compra es preciso que el precio fijado se acerque al precio más ajustado a la realidad, atendiendo a las características de la inversión en la esfera de la oferta pública. Las pautas de determinación del precio equitativo en el Decreto 677/01 y la ley 26.831 resultan insuficientes para lograr tal objetivo.



Hasta la aparición del decreto 677/01, la ley de sociedades solo contemplaba un caso en el que la sociedad anónima, cerrada o abierta, debía reembolsar el valor de sus acciones a los accionistas que ejercieran su derecho de receso, sin establecer el mecanismo de valuación. Una práctica generalizada aunque equívoca e insuficiente se inclinó por instaurar el valor patrimonial o valor libros proveniente de la división del patrimonio neto por el valor nominal de la acción. Durante la década de los noventa se produjeron en nuestra Bolsa escenarios de toma convencional del control de sociedades cotizantes, luego de lo cual los adquirentes del control decidieron promover el retiro de cotización. Hubo casos en los que voluntariamente ofrecieron pagar a los recedentes el mismo precio pagado a los ex controlantes y otros en los que el ofrecimiento del reembolso por el valor libros generó situaciones conflictivas.

Con la aparición del Decreto delegado 677 en el 2001 se tornó obligatoria la extensión de una oferta pública de adquisición por parte de quienes habían adquirido el control por acuerdos celebrados en la esfera pri-

vada o se propusieran adquirir en ella el control o una parte significativa (35% o más) del capital social, en cuyo caso el precio debía ser el mismo pagado u ofrecido al grupo controlante. Esta oferta resulta de aceptación voluntaria por parte de sus destinatarios.

En el art. 28 del mismo Decreto 677 se incorporó un mecanismo de compra compulsiva irresistible a través de la denominada declaración unilateral de compra que el o los accionistas que conjuntamente alcanzaran el 95 del capital social podían imponer al 5% restante, los que solo podían cuestionar en sede judicial o arbitral el monto del precio después de haber registrado el comprador las acciones compradas a su nombre. La justicia comercial de la capital federal consideró inconstitucional la norma porque modificaba el art. 214 de la ley de sociedades incorporada al Código de Comercio y la ley de delegación prohibía que el decreto delegado alterara disposiciones del Código Civil y de Comercio. La reciente ley 26.831 ha transcripto la normativa del Decreto 677/01, con lo cual la referida incompatibilidad ha cesado.

También el art. 32 del Decreto 677/01 estableció pautas para la determinación de un precio equitativo para las acciones en caso de receso por retiro de cotización, el que luego se extendió a los casos de declaraciones unilaterales de compra compulsiva. Esas mismas pautas de precio equitativo se reproducen sin cambios en el art. 98 de la ley 26.831. Las consideramos insuficientes y explicaremos los motivos.

Los dos casos apuntados implican un fin de ciclo para el inversor bursátil. En el retiro de cotización porque queda encapsulado en una sociedad cerrada sin otro mercado para la venta de sus acciones que el que pueda operarse con los accionistas que hubieran quedado con el manejo del control y en la declaración unilateral de compra o *squeeze out* porque no puede oponerse a la misma y solo le queda la posibilidad de cuestionar ulteriormente el precio pagado, pero ya sin posibilidad de recuperar sus acciones. Es necesario entonces pensar en la determinación de un precio equitativo más realista.

Las pautas legales para su encuadre, si bien han mejorado la irrealdad del valor libros, resultan aún insuficientes. No contemplan cuantos *ebitdas* (ganancias anuales antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) quedan incluidos en el valor ofrecido o con cuantas ganancias anuales se recupera el precio por acción pagado. Tampoco se computan los valores intangibles marcarios que en algunas empresas

como las tecnológicas, los laboratorios o las de venta de productos masivos adquieren una enorme importancia.

Tampoco se ha contemplado el valor esperanza, tan importante para el inversor bursátil que asume el riesgo de magros o nulos dividendos por acumulación de reservas destinadas a la autofinanciación con la expectativa de una apreciación de la acción en el largo plazo, expectativa que se corta repentinamente por un retiro de cotización no anunciado y ni siquiera insinuado en las memorias del directorio, o peor aún por una declaración unilateral compulsiva de compra que implica necesariamente el retiro de cotización. Es importante tener en cuenta las expectativas abiertas por las manifestaciones de memorias recientes que pueden haber inducido opciones de inversión de largo plazo en función de las perspectivas futuras de la empresa.

También pueden estar infravaluados los activos del balance, no solo por no admitirse el ajuste por inflación, sino porque sus valores contables por efecto de las amortizaciones, resultan inferiores a los reales a poco que se los compare con los valores de aseguramiento, como lo exige en nota al balance, el art. 68, apartado 13 del Reglamento de Cotización de la Bolsa de Buenos Aires.

Estos factores de valuación propios de acciones que cotizan en Bolsa, también parcialmente aplicables en sociedades cerradas, deben ser tenidos en consideración para eliminar la conflictividad dentro de un marco de razonabilidad. De esta manera se alentarían las inversiones en el desarrollo de un mercado de capitales del que lamentablemente carecemos en la extensión que merecerían nuestros recursos naturales y humanos. Y esto no es por carencias de nuestro régimen bursátil, que ha logrado asegurar la liquidación de sus operaciones sin desmedro de dificultades macroeconómicas graves, como ocurrió en enero de 2002, cuando después de la fuerte devaluación, fue la única entidad que, junto con el Mercado de Valores de Buenos Aires, liquidó las operaciones en dólares concertadas antes de la devaluación.