

Errepar, DSE, Nro. 316, Tomo XXVI, Marzo 2014.

“La valuación de las acciones y participaciones en las sociedades cerradas. Marco legal, cláusulas contractuales y propuestas”

Por Eduardo M. Favier Dubois (PATER) y Eduardo M. Favier Dubois (H).

Abstract:

La determinación del valor de las acciones o participaciones de las sociedades cerradas es un tema que genera conflictos en los casos de transferencia, derecho de preferencia, retiro de un socio, sucesión o divorcio, dado que no existe un mercado secundario con aptitud para fijar el precio, la normativa legal no es clara y los métodos técnicos a aplicar son múltiples.

En este trabajo los autores, luego de pasar revista de los diversos métodos de valuación, del marco legal vigente y de algunos modelos usuales, postulan la posibilidad legal de incorporar en los estatutos y protocolos cláusulas específicas para la determinación de los valores de las acciones y participaciones, proponiendo contenidos completos tendientes a dar seguridad a las partes involucradas y a lograr equidad en las relaciones societarias.

1.-INTRODUCCIÓN.

Conocer el valor de una empresa, como así conocer el valor de las acciones o participaciones de la sociedad que es su propietaria, reviste gran importancia en múltiples negocios y situaciones legales¹.

En primer lugar, como referencia para las partes a efectos de negociar y fijar el precio de venta de una empresa comercial, la que puede tener lugar bajo dos formas distintas: en forma directa, como transferencia de fondo de comercio en los términos de la ley 11.867, o en forma indirecta, mediante la compraventa del 100% del paquete accionario o del 100% de las cuotas o partes sociales de la sociedad comercial titular de dicha empresa.

Pero además, como la venta del paquete accionario puede ser forzosa como en el caso del procedimiento previsto por el art. 48 de la ley 24.522 (“cramdown”), o en el de adquisición de partes residuales de la ley de mercado de capitales (art. 94, ley 26.831) o en caso de expropiación (art. 15, ley 21.499), es necesario conocer el valor a efectos de fijar el precio de la transferencia forzada.

En segundo lugar, la determinación del valor de la empresa es importante en caso de compraventa parcial de una empresa, o sea de solo una parte de las acciones o participaciones sociales, sea por venta de un socio a otro socio o por venta a un tercero, porque el valor de la totalidad será la base que permitirá determinar el valor proporcional de la parcialidad a transferir.

¹ Ver sobre el tema de las compraventas de acciones y partes sociales las obras colectivas, Favier Dubois (h), Director: “NEGOCIOS PARA SOCIETARIOS, Editorial Ad Hoc, 1a.Edición, Buenos Aires, 1994, y 2a.Edición ampliada, Buenos Aires, 1999; y Favier Dubois (h), Codirector: “NEGOCIOS SOBRE PARTES, CUOTAS, ACCIONES Y OTROS TITULOS SOCIETARIOS, Editorial Ad HOC, Buenos Aires, 1995.

Ello sin perjuicio de señalar que en todos los casos de transferencia parcial de acciones o cuotas, según que las mismas concedan o no el “control” de la voluntad social, puede haber, sobre el valor proporcional, un plus valor o prima derivados del “control”, el que en principio no corresponderá en la transferencia de participaciones minoritarias².

En estas transferencias parciales muchas veces el precio no solo debe ser suficiente para las partes sino también para terceros, como es el caso que se presenta cuando existe un derecho de preferencia, a favor de los otros socios o de la propia sociedad, para la adquisición de cuotas o de acciones, impuesto por el estatuto social o por un pacto de sindicación de acciones, sea para la venta voluntaria o para la adjudicación judicial por remate o partición sucesoria o conyugal.

Es más, aunque no hubiera cláusula de preferencia, en los casos de adjudicación hereditaria o conyugal, y a falta de acuerdo de partes o por existir incapaces o terceros, es igualmente necesario determinar el valor de las acciones o cuotas transferidas a los efectos de la equivalencia de las cuentas en la liquidación del patrimonio correspondiente, la valuación de las hijuelas y/o la medición de la legítima hereditaria.

En tercer lugar, y más allá de los negocios de transferencia, será necesario conocer el valor de la empresa cuando se trate de la resolución parcial del contrato social por operaciones de retiro de un socio, con o sin reducción de capital, sea por retiro voluntario, por ejercicio del derecho de receso o por exclusión de socio en los casos que por ley o estatuto correspondan.

En cuarto término, los negocios de reorganización societaria o modificaciones estructurales, como la fusión y la escisión, también requerirán determinar los valores de las empresas a los fines de negociar y fijar las relaciones de cambio respectivas, al igual que en los casos de aumento de capital cuando corresponda establecer la “prima de emisión” respecto de suscripciones no proporcionales entre los socios o en el supuesto de incorporación de terceros inversores.

Finalmente, en los supuestos de “empresas familiares”, el valor de las participaciones tiene la mayor importancia frente a la existencia entre los familiares de socios “activos”, comprometidos con la gestión y que obtienen ingresos de ella, y de socios “pasivos” que solo dependen de los dividendos, como así frente al ingreso de herederos, todos los que deben tener abierta una opción de salida, con una valuación periódica de sus participaciones, como modo de prevenir y gestionar conflictos³, valuación que en muchos casos se consigna en los “protocolos” de empresa familiar⁴.-

² Sin embargo, cuando se trata de conflictos societarios que terminan con una compraventa de las acciones del socio minoritario a favor del mayoritario, el primero es quien a veces recibe un plus valor que, en rigor, representa el precio del fin del litigio.

³ Irigoyen, Horacio A. “¿Cuánto vale mi participación en la empresa familiar?”, en Errepar, D&G, nro.167, Agosto/13, T.XIV, pag. 848.-

⁴ Ver arts. 60 y 61 del “Modelo de Protocolo de Empresa Familiar nro.1 del IADEF”, en la obra colectiva: “El Protocolo de la Empresa Familiar. Elaboración, cláusulas y ejecución”, Favier Dubois (h), E.M. (Director), Bs.As., 2011, Ed. Ad Hoc, pag. 627 y en la página web institucional del Instituto Argentino de la Empresa Familiar: www.iadef.org

También la valuación en las empresas familiares es necesaria para definir cuestiones elementales en orden al financiamiento futuro (y determinación de posibles tasas y demás condiciones crediticias) y a la definición de estrategias (y su concreción en planes) comerciales o de otra índole en el corto y mediano plazo, planificando también el rol de la familia en este proceso⁵.

2.-VALOR NOMINAL, VALOR CONTABLE Y VALOR DE COTIZACIÓN.

Las acciones y cuotas deben tener por ley y en forma individual, un “valor nominal”, que será el monto en moneda argentina consignado en los estatutos o contratos respectivos (art. 11 inc.4º y 207 L.S.).

Al respecto, la ley 19.550 exige que las acciones y cuotas de cada sociedad tengan igual valor entre sí y requiere para las cuotas un valor nominal de \$10 o de sus múltiplos (art.148).

De tal suerte, el valor nominal de una participación determinada en una sociedad será el de la suma del valor nominal de las cuotas o acciones de su titular.

Sin embargo, tal valor corresponderá solo a la suma histórica de los aportes de obligaciones de dar al momento de la constitución, y al del eventual aumento de capital, y no a los valores actuales de las participaciones derivados del giro social posterior.

Por tales motivos, el valor nominal cumple funciones internas para medir la incidencia relativa de cada socio pero no puede computarse como valor real de las participaciones.

Otra medición de valor es el denominado “valor contable”, “valor libros” o “book value”.

Este valor resulta del siguiente procedimiento: se toma el patrimonio neto que resulta del último balance (capital, reservas, resultados, etc.) y se lo divide por la cantidad de acciones o participaciones en circulación obteniéndose el valor contable de cada acción o participación, el que se multiplica por las acciones o participaciones en cuestión.

Se llega así al “Valor Patrimonial Proporcional” o “V.P.P.”⁶.

Al respecto, la Resolución Técnica nro. 21 menciona que el Valor Patrimonial Proporcional (V.P.P.) es un método de contabilización según el cual la inversión se registra inicialmente al costo, determinado según esta norma, modificándose posteriormente

el valor de la inversión para reconocer la parte que le corresponde a la empresa inversora en las pérdidas o ganancias obtenidas de la empresa emisora después de la fecha de adquisición.

Finalmente, pero solo en las sociedades que hacen oferta pública de sus acciones, existe lo que se denomina el “valor de cotización”, computándose al efecto el valor en la bolsa al cierre del día anterior a la medición.

⁵ Molina Sandoval, Carlos A. “Valuación de empresas familiares en crisis”, La Ley, T.2013-F, 26-11-13, pag.1, año LXXVII nro.221.

⁶ Ver sobre el tema la obra del Gelso, Aldo: “Valor Patrimonial Proporcional”, Bs.As. 2010, Ed. Aplicación Tributaria

Tal valor representa, en ese caso, el “valor de mercado” de las acciones individualmente consideradas sobre la base que es el obtenido de la libre puja entre oferta y demanda en un mercado transparente de productos homogéneos.

3.-LOS DIVERSOS MÉTODOS TÉCNICOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS.

Más allá de los valores referidos precedentemente, cuando llega el momento de valorar una empresa o una participación societaria, se utilizan en la práctica diversos métodos de valuación⁷ en base a tres matrices principales: valuación del patrimonio, valuación de los frutos y valor de mercado, matrices que admiten combinaciones entre ellas y se referencian a continuación.

3.1.-VALUACIÓN PATRIMONIAL CONSIDERANDO EL ACTIVO NETO.

En primer lugar, como sistema estático e intrínseco, que mide el valor de la empresa en sí misma, aparece este sistema que pretende determinar el verdadero patrimonio de la empresa, calculado sobre la base de la diferencia entre el activo y el pasivo, o sea el “activo neto de pasivos”.

Dentro de esta categoría se ubica el sistema de la “valuación contable” referido precedentemente.

Ahora bien, el valor contable no resulta en todos los casos ajustado a los valores reales y las diferencias entre contabilidad y realidad económica en algunos casos son mínimas y en otros son abismales.

Ello, en primer lugar, porque los estados contables anuales no tienen por finalidad principal medir el valor de la empresa sino medir sus resultados y con criterios de prudencia.

En efecto, la finalidad primordial de tal balance es la de establecer los “resultados anuales”, o sea la existencia de ganancias o de pérdidas, pero no la de determinar el valor de la parte del socio que, en todo caso, debería resultar de un balance de salida o de liquidación.⁸

Por otra parte cabe recordar la existencia de pautas restrictivas de valuación de activos y pasivos, como son la prohibición de reconocer la inflación o de valorar activos si no hubo una transacción previa sobre los mismos, o los diversos criterios en materia de reconocimiento y medición de contingencias.

También existen activos sociales que no pueden ser expresados en el balance (extra contables)⁹ y otros activos que solo aparecen a valores mínimos, ajenos a los del mercado, como los intangibles no adquiridos o los bienes de uso sujetos a amortización (arts.63, inc.1º, e; 65 inc.2º, a)¹⁰.

⁷ Ver Papa, Rodolfo G. “Valuaciones de participaciones sociales en la empresa familiar. Análisis de su problemática y estructuración jurídica dentro del protocolo”, en la obra colectiva: “El Protocolo de la Empresa Familiar. Elaboración, cláusulas y ejecución”, Favier Dubois (h), E.M. (Director), Bs.As., 2011, Ed. Ad Hoc, pag. 484.

⁸ Favier Dubois (p), E.M. “¿Una frustración del derecho de receso?”, en Errepar, DSE, nro.142, Septiembre 99, tomo XI, pag.197.

⁹ Como contratos de los que resultan flujos de fondos, clientes habituales, concesiones, monopolios legales, etc.

¹⁰ Tómese como ejemplo una empresa de alquiler de autos cuyos activos no corrientes al cabo de 5 años se amortizan conforme los criterios contables. Ver Favier Dubois (pater), E.M. (Director) “El Derecho y la Contabilidad. Relaciones Interdisciplinarias”,

O sea que, según la empresa y el negocio de que se trate, pueden existir importantes asimetrías entre el valor real y el valor contable las que son puestas de manifiesto por una moderna interdisciplina denominada "Derecho Contable".¹¹

A dicha cuestión técnica se suma, en lo material, y sobre todo en las pequeñas y medianas empresas, la existencia de operaciones que no son contabilizadas por razones fiscales y que generalmente no son conocidas por los socios que no participan de la administración.

Por todo ello, este sistema es a veces criticado y se lo busca complementar con ajustes y valores adicionales, que corrijan las limitaciones contables apuntadas, de modo de llevar el valor neto contable a un valor neto real (activo real menos pasivo real) teniendo en cuenta las particularidades de cada empresa y negocio.

De existir bienes de uso (inmuebles, plantas y equipos) y propiedades de inversión subvaluados en el balance, éstos se ajustan a su valor técnico.

Este sistema se usa habitualmente en empresas titulares de bienes valiosos pero que no generan ganancias, por ejemplo los ingenios azucareros, titulares de grandes extensiones de campos.

3.2.-VALUACIONES POR LOS FRUTOS: RESULTADOS O FLUJOS DE FONDOS.

Se trata de métodos dinámicos que no atienden a lo que la empresa "tiene" sino a lo que ella "produce" como resultados o como flujos de fondos.

Es el método con mayor base científica, porque parte de la presunción que el valor de un bien se relaciona con la ganancia que genera.

En la variante de "resultados" se toman en cuenta, fundamentalmente, los "estados de resultados".

Ésta tiene a su vez dos sub variantes, la capitalización de los dividendos y la de los beneficios obtenidos por la empresa, utilizándose en alguna de ellas el multiplicador del EBIDTA¹², que toma como base las ganancias operativas.

En la otra variante se calcula el valor actual de los flujos monetarios. Se estiman directamente los flujos de caja de la empresa, conforme entradas y salidas de tesorería, cobros y pagos, y se calcula el valor actual proyectando los flujos por cierto período y actualizándolos conforme a una tasa de descuento¹³.

Ed.Universidad de Morón, Ftad. De Cs.Empresariales y Sociales, Moron, 2008, pag. 169, nro. 9.11.4.

¹¹ Ver "Primera Jornada Nacional de Derecho Contable", Ed. Universidad de Morón, Facultad de Cs.Económicas y Empresariales y Facultad de Derecho, Cs.Políticas y Sociales, Morón, 2008.; Favier Dubois (pater), E.M. "¿Qué es el Derecho Contable?. Hacia la construcción de un Derecho Contable en Argentina", en *Errepar*, DSE, t.XX, nro.250, pag.833.

¹² "Earnings Before Interest, Taxes, Depretations and Amortizations": Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones.

¹³ Corresponde ponderar, para la determinación del factor de multiplicación del flujo de caja aspectos que hacen a la posición en el mercado de la empresa, factores tecnológicos, etc., pudiendo tomarse como ejemplo en el país el caso de Blokbuster cuyo valor sufrió una depreciación en el tiempo por el cambio tecnológico y por la ausencia de control de piratería en el mercado local.

Dentro de este sistema corresponde encuadrar al método “comparativo”, muy usado en la Argentina para valuar fondos de comercio, especialmente bares, restaurantes, hoteles y en general empresas de servicios.

Consiste en utilizar un parámetro relacionado con la valuación de una empresa conocida y a partir de allí se interpola en la empresa que se pretende valuar. Por ejemplo, si un bar vale 1.000.000 y factura 100.000 por mes, el bar que se pretende valuar es 10 veces la facturación mensual.

También, existen métodos “combinados” (“goodwill”) que desarrollan el concepto de “valor llave” y procuran combinar activos con resultados, como son los métodos “clásico”, de “creación de valor” y de “flujo de fondos descontados”¹⁴.

3.3.-VALOR DE MERCADO.

El valor de mercado es el valor de un bien que resulta del libre juego de la oferta y de la demanda en un marco de transparencia, homogeneidad y competitividad.

Es que en la teoría económica las cosas valen no por lo que costaron sino por lo que alguien está dispuesto a pagar por ellas.

En materia de participaciones societarias el único caso de valor de mercado es el valor de cotización referido supra.

En los demás casos no puede hablarse de un valor de mercado si no hubo operaciones previas de compra venta de participaciones de la misma sociedad o de sociedades similares.

Tales operaciones no suelen tener lugar respecto de participaciones en sociedades cerradas donde, generalmente, existe asimetría de información, restricciones para el ingreso y egreso de socios, magras políticas de dividendos y un excesivo personalismo del o de los administradores, habitualmente socios mayoritarios, lo que impide o dificulta toda comparación.

Como consecuencia no existe un mercado secundario de participaciones en sociedades cerradas¹⁵ y los únicos con posibilidad de adquirir las participaciones de un socio que se retira o desaparece son los restantes socios y al precio que éstos fijen.

Ante esa falta de un verdadero mercado formador de precios, en los casos de transferencias de participaciones en sociedades cerradas es necesario acudir a los otros procedimientos de evaluación de empresas ya referidos pero, cuando no hay acuerdo de partes, debe estarse dentro de los límites que imponen las normas aplicables.

3.4.-COMBINACIONES Y PRINCIPALES MÉTODOS APLICADOS.

También, existen métodos “combinados” (“goodwill”) que desarrollan el concepto de “valor llave” y procuran combinar activos con resultados, como son los métodos “clásico”, de “creación de valor” y de “flujo de fondos descontados”.

En definitiva, las modernas doctrinas y prácticas ubican como métodos principales de valuación de empresas los siguientes: a) flujo de fondos descontados; b)

¹⁴ Molina Sandoval, Carlos A., op.cít. pag. 5.

¹⁵ Para Rodrigo S. Luchinsky la falta de un mercado secundario de participaciones en sociedades cerradas es compensada por la ley de sociedades concediendo acciones judiciales a los socios minoritarios contra los mayoritarios. Ver “Gobierno Societario, Mercados y Conflictos”, Ed. Ediar, Bs.As., 2012.

activos netos de pasivos; c) valor asignado por el mercado más prima de control; d) múltiplo de EBITDA normalizado; e) enfoque que el mercado asigna a empresas similares.¹⁶

3.5.-PROCEDIMIENTOS DE EVALUACIÓN USUALES EN SOCIEDADES CERRADAS.

Como regla, la realización de una correcta valuación de empresas cerradas depende en gran parte de la confiabilidad de la información financiera de la compañía

En ese marco, la valuación de empresas cerradas es un proceso complejo que comprende una serie de etapas que los analistas encargados de la realización deben completar, a saber, conocer la empresa y su cultura; conocer al management de la empresa; conocer el negocio y su entorno; y prever el futuro del sector y de la compañía.

El procedimiento de valuación requiere siempre un tiempo y parte de la evaluación de determinada documentación básica de inicio como es la siguiente: balances de publicación de los últimos tres ejercicios comerciales; información de ingresos y gastos adicionales que no estuvieren incluidos en balances; detalle de los 10 activos fijos más importantes y su valuación de mercado; detalle de otros activos importantes y su valuación de mercado; detalle de deudas financieras actuales; detalle de deudas impositivas actuales; detalle de deudas laborales actuales en juicio o prejudiciales (incluidas o no en los balances); detalle de deudas previsionales actuales; detalle de contingencias impositivas, laborales o previsionales; y detalle de pendientes societarios (Tasa de Justicia, modificaciones de estatuto, inscripción de directores, presentaciones de balances, seguros de directores, etc.).

También se requiere un análisis del negocio que permita: entender el negocio en marcha; capacidad para generar ingresos; empleados ocupados, sus remuneraciones, antigüedades y adicionales; contratos claves con proveedores y clientes para sostener el negocio en marcha y los gastos fijos para sostener el negocio en marcha.

Además, es necesario conocer las particularidades del negocio: sus secretos comerciales, las formas de proyectar ingresos y la participación de los dueños (socios) en el mismo, sus retribuciones y acuerdos privados.

4.-NORMAS LEGALES EN LA MATERIA.

Frente a la falta de un verdadero mercado y ante las diversas alternativas técnicas referidas, corresponde analizar cuáles son las normas legales aplicables para la valoración de partes sociales cuando no hay acuerdo o cuando el precio de la transacción afecta a terceros.

Al respecto, y en primer lugar, cabe computar el art. 1788bis del código civil, el que establece que “En la liquidación parcial de la sociedad por fallecimiento o retiro de algún socio, la parte del socio fallecido o saliente se determinará, salvo estipulación en contrario del contrato social, computando los valores reales del activo y el valor llave si existiese”.

¹⁶ Olivieri, Carlos Alberto “Cuánto vale una empresa”, ed. La Ley, Bs.As., 2005, pag. 126 y stes.

Esta norma se aplica, como regla, a las sociedades civiles y se controvierte si también, por vía del art. 207 del código de comercio, resulta aplicable en las sociedades comerciales¹⁷.

Asimismo, adviértase que admite expresamente la posibilidad de pactar en el contrato social que ni el “valor real” ni el “valor llave” sean considerados al momento del retiro o muerte del socio, con lo cuál será válido el pacto del “valor contable”.

En la ley de sociedades comerciales, 19.550, existe una norma básica en el art. 13 inc. 5º, que establece que son nulas las estipulaciones “...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 hacerse efectiva”.

La norma no solo plantea la discusión sobre qué debe entenderse como “valor real”, y bajo que método establecerlo, sino también si resulta o no aplicable cuando el que adquiere la parte del socio no es otro socio sino la propia sociedad o en el caso de reducción del capital.

También se controvierte si la restricción también resulta aplicable a pactos para societarios diversos a los estatutos¹⁸.

Por su parte, el art. 245 de la ley, en materia de derecho de receso, establece que “Las acciones se reembolsarán por el valor resultante del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias...”.

O sea que la norma, en su interpretación literal, remite al “valor libros” de las acciones, esto es, al “Valor Patrimonial Proporcional” referido supra.

Aquí también existe controversia respecto de la inclusión¹⁹ o no²⁰ del valor llave en el precio a pagar al recedente, siendo un tema distinto al de la fijación del valor en el caso de la transferencia voluntaria de acciones²¹.

Ahora bien, más allá de la discusión sobre el valor contable en el receso, la ley de sociedades, en diversos artículos, hace referencia al “valor real” (art.13 y art. 238, cuarto párrafo), al “valor de su parte” (art.92), al “valor ajustado a la realidad” (art. 154) y al “justo precio” (art. 233), pero no indica el procedimiento ni las pautas para determinarlo.

Al respecto, aún la fórmula del art. 51 L.S., no relativa a las participaciones sociales sino a los aportes en especie, admite diversos métodos al aludir “a la forma prevenida en el contrato”, “precios de plaza” o “peritos”.

¹⁷ Ver negando la aplicación a Van Tienen, Pablo A. y Di Chiazza, Iván G. “Derecho de receso. Valor llave en las participaciones societarias”, LA LEY, t. 2013-F, pag.1, año LXXVII, nro.202.

¹⁸ Papa, Rodolfo G. “Valuaciones de participaciones sociales en la empresa familiar. Análisis de su problemática y estructuración jurídica dentro del protocolo”, en la obra colectiva: “El Protocolo de la Empresa Familiar. Elaboración, cláusulas y ejecución”, Favier Dubois (h), E.M. (Director), Bs.As., 2011, Ed. Ad Hoc, pag.481.

¹⁹ Ver a favor de la inclusión del valor llave “Sar Sar Roberto Mario en Jº 45.704/35505 Sar Sar Roberto Mario c/ Hemodiálisis San Martín S.R.L. s/ receso s/ ordinario s/ incidente de casación”, de la Corte Suprema de Mendoza del 21-12-2011.

²⁰ Ver la postura de Van Thienen y Di Chiazza en el trabajo citado en nota supra y jurisprudencia allí citada.

²¹ Ver, de los autores: “El cómputo del último balance de ejercicio a los efectos de la determinación del valor real de las acciones en caso de transferencia voluntaria”, Errepar, DSE, nro. 259, Junio 2009, T. XXI, pag. 643

De todos modos, comparando las normativas con los procedimientos de evaluación antes referidos, cabe concluir que tanto el código civil como la ley de quiebras se orientan a valorar la empresa por el sistema patrimonial, intrínseco y estático de “activo neto de pasivo”.

Queda la discusión sobre el cómputo o no del valor contable a tales fines.

Por su parte, la ley de concursos y quiebras, 24.522, alude a la valuación cuando establece el modo de tasar las acciones y cuotas en el caso previsto por el art. 48 (“cramdown”).

Al respecto, la ley exige al perito determinar el “valor real de mercado” de la totalidad del paquete societario de la deudora concursada, permitiéndole ponderar, entre otros elementos, el activo, a valor de realización incluyendo intangibles, y el pasivo del informe general, sus altas y bajas y la incidencia de pasivos posconcursoales (letras a, b y c del inciso 3º del art. 48).

En este caso la ley no atiende a un valor intrínseco sino al valor venal de la empresa, esto es, al eventual precio de liquidación, pero agrega a los intangibles, aunque no estuvieran contabilizados pero siempre que sean transferibles en la liquidación.

Finalmente, la ley de Mercado de Capitales 26.831 permite optar dentro de un menú de métodos estáticos, dinámicos y combinados de valuación cuando, manteniendo lo antes establecido por el Dec. 677/01, exige un “precio equitativo” en los casos de compras de partes residuales (art.94) y de oferta pública de adquisición en el retiro de oferta pública (art.97).

Al respecto, dispone el art. 98 inc. d que el precio equitativo podrá ser fijado, entre otros criterios, por algún procedimiento entre los del siguiente menú: a) el v.p.p. resultante de un balance especial de retiro de cotización; b) el flujo de fondos descontados; c) el valor de compañías o negocios comparables; d) el valor de liquidación de la sociedad; e) la cotización media de las acciones en el último trimestre; f) precios fijados en una O.P.A. anterior²².

5.-LOS PACTOS SOBRE VALUACION DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES. POSIBILIDAD LEGAL.

Los pactos sobre valoración de las participaciones sociales pueden ser incorporados como cláusulas especiales en el estatuto o contrato social, o pueden figurar en otros documentos para societarios como son la sindicación de acciones y el protocolo de la empresa familiar.

En el caso de incorporación del pacto mediante cláusulas estatutarias, tal situación resulta sumamente ventajosa en tanto, una vez inscriptas las mismas en el Registro Público de Comercio, gozarán de los siguientes efectos:

²² Cabe señalar que a fines de 2014 la Comisión Nacional de Valores hizo aplicación del art. 98 de la ley 26.831 para rechazar, por no ser precio equitativo, la oferta pública de adquisición anunciada por la petroquímica brasileña Braskem S.A. sobre las acciones de Solvay Indupa SAIC por no guardar relación ni con el valor libros de la ni con los valores promedios de cotización del último semestre.

- Oponibilidad de todos los socios actuales, a los futuros socios y a los administradores no socios.
- Presunción de validez y de exactitud nacida de su inscripción (arts. 6 y 7 L.S.).
- Su eventual violación autoriza la promoción de la acción de nulidad de decisiones asamblearias (art. 251 L.S.).

Al respecto, consideramos que existe la posibilidad legal de que los fundadores de la SRL o S.A. y/o de que sus socios o accionistas, introduzcan en el estatuto cláusulas para la valoración de las cuotas y acciones aunque ellas no estén previstas expresamente en la ley de sociedades.²³

Al respecto, consideramos que existe autonomía estatutaria sobre la base de que la propia ley ordena consignar en el instrumento de constitución "...las cláusulas necesarias para que puedan establecerse con precisión los derechos y las obligaciones de los socios entre sí y respecto de terceros..." (art. 11 inc. 8º ley 19.550) lo que, a nuestro juicio, incluye la facultad de fijar mecanismos de determinación del valor de las partes sociales para los supuestos de transferencia o adquisición voluntaria o forzosa.

Al respecto destaca el profesor Richard que en el derecho societario hay solo dos límites a la generación de preceptos por la autonomía de la voluntad: uno general, vinculado a no afectar derechos de terceros, dentro del marco de los arts. 1195, 1197 y 1198 del código civil, y otro consistente en no afectar la tipicidad societaria, conforme con las previsiones del art. 17 L.S.²⁴

El mismo autor distingue tres tipos de normas legales organizativas: a) imperativas, b) dispositivas y c) interpretativas, destacando que solo las primeras imponen límites a la autonomía de la voluntad de los socios e, inclusive, sostiene que las normas imperativas "implícitas" deben interpretarse restrictivamente²⁵.

La moderna doctrina nacional, que compartimos, es pacífica en cuanto a la posibilidad de incorporar cláusulas estatutarias basadas en la autonomía de la voluntad y con los límites señalados²⁶.

En España, el Real Decreto 171/2007 ordenó al Registro Mercantil inscribir, entre otras cláusulas congruentes con el derecho societario, los procedimientos de valoración de acciones²⁷.

²³ Ver nuestro trabajo "Cláusulas contractuales y pretensiones judiciales en los conflictos de SRL. Estrategias a la luz de la jurisprudencia", en el libro "Nuevas Doctrinas Judiciales en Materia de Sociedades Comerciales", Ed. Fundación para la Investigación y Desarrollo de las C.Jurídicas, Bs.As., 2009, pag.65.

²⁴ Richard, Efraín Hugo "Libertad asociativa y autonomía estatutaria" en "X Congreso Argentino de Derecho Societario", Ed. Fespresa, Córdoba 2007, tomo I, pag. 327.

²⁵ Richard, Efraín Hugo, op.cit. pag. 330.

²⁶ Fridman, Susana Alejandra "La autonomía de la voluntad en la determinación del contenido del contrato social", pag.253; Tom, Walter Ruben "El nuevo régimen societario argentino debe permitir la libertad asociativa respetando la autonomía de la voluntad", pag. 341, ambos en la obra colectiva "X Congreso Argentino de Derecho Societario", Ed. Fespresa, Córdoba 2007, tomo I,

²⁷ Sanchez Ruiz, Mercedes "Estatutos sociales y pactos parasociales en sociedades familiares", en en Sanchez Ruiz, Mercedes (Coordinadora) "Régimen Jurídico de la Empresa Familiar", Ed. Aranzadi, Navarra, 2010, pag.59 y stes.

La utilidad práctica de éstas cláusulas ha llevado a una gran utilización en derecho comparado pudiendo mencionarse que en Alemania dos tercios de los estatutos sociales contienen reglas sobre cómo valorar la cuota de liquidación, siendo las más frecuentes por valor contable (25,6%) y por valor fiscal (26,9%) y no tan frecuentes las que utilizan el valor real (13,15)²⁸.

En nuestro país, la posible previsión estatutaria sobre la valoración de las acciones resulta expresamente del art. 1788bis. del código civil, que deja a salvo el pacto contenido en el contrato, como así del art. 13 de la ley 19.550 que se refiere a estipulaciones del contrato social, y del art. 154, segundo párrafo, de la misma ley que deja en salvo la facultad del contrato de fijar la determinación del precio en los casos de cesión de cuotas con derecho de preferencia, todo lo que refuerza la conclusión de que los socios poseen la facultad de introducir tales cláusulas, sea en el momento fundacional, o con posterioridad por vía de la reforma del estatuto y con las mayorías correspondientes.

Por su parte, en materia de acuerdos extra societarios²⁹ y protocolos de empresa familiar, la posibilidad de pactos sobre esta materia resulta de la propia autonomía de la voluntad y del carácter obligatorio que se reconoce a tales acuerdos, como así de una práctica inveterada en el tema³⁰.

6.-IMPORTANCIA Y LIMITES.

La importancia de las cláusulas de fijación de valor de las participaciones sociales resulta obvia y se vincula tanto a la prevención de los conflictos cuanto a salvaguardar a la empresa de erogaciones que por su imprevisión, tiempo y cuantía puedan afectar su sustentabilidad.

En cuanto a los límites legales de las cláusulas consideramos que si el beneficiario de la valuación va a ser otro socio, rige la regla del art. 13 inc 5º L.S. y, por ende, el valor no podrá apartarse "notoriamente" del valor real.

Ahora bien, si el beneficiario de la valuación es la propia sociedad, el límite mínimo del pacto está impuesto por el "valor contable", lo que se compadece con la norma del art. 245 de la ley 19.550 y con el pacto en contrario admitido por el art. 1788bis del código civil, sin perjuicio de que el Derecho no pueda tolerar situaciones de notoria desproporción entre los valores.

7.-ALGUNOS MODELOS USUALES DE CLÁUSULAS.

A título meramente ilustrativo consignamos a continuación algunas cláusulas de valoración extraídas de modelos en circulación para estatutos societarios y para protocolos de empresas familiares.

7.1.-ESTATUTOS SOCIETARIOS.

²⁸ Alfaro Aguila-Real, Jesus "Las cláusulas de liquidación del socio saliente: función, contenido y validez", en Anales de la Academia Matritense del Notariado, tomo XXXVIII, Madrid, 1999, pag. 369, nro.6.

²⁹ Ver de los autores "Sindicación de acciones y convenios privados entre los socios. Valor legal y necesaria implementación", Errepar, DSE, nro. 304, tomo XXV, Marzo 2013, pag. 215

³⁰ Achares-Di Orio, Federico "El protocolo familiar. A propósito de la autonomía de la voluntad, sus límites y el contrato social" en R.D.C.O., nro.240, pag. 1 y stes.

A.- Cláusula de valoración de acciones en preferencia por causa de muerte³¹.

“La transmisión mortis causa de las acciones queda sujeta a las siguientes restricciones: I. Producido el fallecimiento de un accionista, el o la cónyuge supérstite no se incorporarán a la sociedad, y sí los descendientes del socio fallecido siempre que estos fueren mayores de 25 años. II. Las acciones del fallecido computables al cónyuge supérstite serán ofrecidas a todos los demás accionistas, quienes tendrán derecho preferente de compra, de acuerdo con el valor patrimonial de estas que surja del último balance realizado o que deba realizarse en cumplimiento de normas legales o reglamentarias; y al valor resultante se le adicionará un ...% en concepto de valor de empresa en marcha. En caso de que alguno de los accionistas no ejerza la preferencia dará derecho a los demás para acrecer la preferencia correspondiente. La voluntad de adquirir las acciones deberá concretarse, expresarse y comunicarse a los sucesores del fallecido dentro de los 60 corridos de producido el fallecimiento del accionista. La comunicación se deberá dirigir al directorio de la sociedad y no podrá comprender una parte de las acciones sino el total de las ofertadas. III. El cónyuge podrá impugnar el precio de la oferta, indicando simultáneamente el precio que consideran justo, dentro del término de treinta días de recibida la comunicación. Si no se contestare la oferta recibida, pasados los 60 días establecidos, se considerará prestada la conformidad con la adquisición y el valor establecido. De mediar impugnación del precio y no existir acuerdo sobre el propuesto, se deberá recurrir a la pericia judicial y regirán a tal efecto, por analogía, las reglas del artículo 154 de la Ley de Sociedades Comerciales. IV. En el mismo plazo la sociedad podrá expresar la voluntad de adquirir las acciones si los accionistas no lo hicieren o no cubrieren la totalidad de las que correspondan, de acuerdo con el procedimiento establecido en el artículo 220 de la ley 19.550. También en dicho caso, los otros tendrán derecho de acrecer. A tal efecto tanto la sociedad como los restantes accionistas dispondrán de quince días siguientes al vencimiento del primer plazo para expresar su voluntad. V. Concretada la oferta y fijado el precio de concertación, se deberá instar el procedimiento sucesorio a los efectos de obtener la correspondiente declaratoria de herederos y la legitimación necesaria para instrumentar la transferencia de las acciones-salvo el caso de herederos forzosos de conformidad al artículo 3410 del Código Civil, la cual deberá concretarse dentro de los treinta días corridos siguientes de quedar ésta habilitada. VI. El precio de la transferencia deberá contemplar las acreencias pertinentes devengadas entre la fecha de cierre del balance según el cual se determinará el valor de las acciones y de la fecha de instrumentación. VII. Una asamblea ordinaria celebrada con anterioridad al plazo de 60 días consignado podrá manifestar la opción de incorporar al cónyuge, y en su quórum no se computarán las acciones de los descendientes del socio fallecido. VIII. Estas restricciones constarán en los títulos representativos de las acciones y se deja constancia que la sociedad reviste el carácter de empresa familiar conforme surge de los antecedentes.

³¹ Ver Cesaretti, Oscar “Las cláusulas restrictivas y su lectura desde la empresa familiar”. “Modelos de cláusulas” en la obra colectiva: “El Protocolo de la Empresa Familiar. Elaboración, cláusulas y ejecución”, Favier Dubois (h), E.M. (Director), Bs.As., 2011, Ed. Ad Hoc, pag.457.

B.-Cláusula de valoración en ejercicio de opción.

“1.-Determinación del precio de la opción: A efectos de la determinación del precio a abonar, las acciones serán evaluadas por un estudio contable nacional de primera línea elegido por la parte adjudicataria entre tres estudios que deberá proponer la sociedad. El precio determinado conforme lo indicado, será notificado a los accionistas que ejerzan el derecho de preferencia y a los adjudicatarios, quienes podrán impugnar su cálculo, fundadamente e indicando el precio que consideran que corresponde abonar, dentro de los cinco días, vencidos los cuales caducará todo tipo de impugnación y reclamo. En caso de plantearse impugnación fundada dentro del plazo indicado, el diferendo será sometido al procedimiento de mediación y arbitraje establecido en el Artículo Vigésimo pudiendo el Tribunal Arbitral designar uno o más peritos. El laudo del Tribunal será inapelable y la transferencia y el pago del precio fijado deberá ser comenzado a abonar dentro de los treinta días de dictado el laudo. Los impugnantes no están obligados a cobrar un precio menor que el resultante de la tasación formulada, ni la parte que ejerce el derecho de preferencia a pagar uno mejor que el propuesto por los adquirentes. Las costas del procedimiento arbitral estarán a cargo de la parte que pretendió el precio más distante del fijado por la tasación arbitral.

2.- Pago del precio: El precio resultante será abonado en ciento veinte cuotas mensuales actualizadas según la tasa pasiva promedio que informe el Banco Central de la República Argentina aplicada sobre los saldos de capital, venciendo la primera de ellas al mes de quedar firme la determinación del precio de la opción.

7.2.-PROTOSCOLOS DE EMPRESA FAMILIAR.

A.-Cláusula de valuación regular y periódica.

“Anualmente, a la finalización de su ejercicio contable, la EF deberá ser valuada siguiendo el procedimiento automático detallado a continuación. Dicha valuación estará a cargo del directorio de la EF, mediante resolución fundada.

La valuación de la EF será equivalente a la cifra mayor resultante de la comparación entre: (i) (xx) veces el monto resultante de las ganancias netas anuales consolidadas, deducido impuestos, excluyendo ganancias extraordinarias, durante el último año calendario impositivo de la EF; o bien, (ii) el valor de mercado del conjunto de activos tangibles e intangibles de la EF, afectados a la explotación de su negocio principal; o bien, (iii) su flujo de fondos descontados”.

B.-Cláusula de valoración especial por venta³².

“En forma excepcional, ante la comunicación cursada al Consejo de la Empresa Familiar, por parte de uno de sus miembros individuales, o bien pertenecientes a alguna de las ramas de la Empresa Familiar, que haya decidido vender las tenencias representativas de sus participaciones sociales en tal EF, se procederá a instrumentar el siguiente procedimiento de valuación económico-financiera.

Los representantes de cada una de las ramas familiares en el Consejo de la EF encomendarán, por una mayoría equivalente a dos tercios de sus miembros presentes, la selección de un “tercero valuador”, entre una terna de candidatos y en orden de prioridades, ante el evento que el seleccionado en primer lugar, o el

³² Papa, Rodolfo, op.cít. pag. 503.

segundo, en orden sucesivo, según el rango, no aceptaren los términos para su contratación, a los fines de fijar la valuación de la EF, dentro del plazo de 30 (treinta) días corridos contados desde la aceptación para actuar con tal propósito. La decisión adoptada por el tercero valuador respecto a la valuación de la EF, será válida y vinculante para la propia EF y la totalidad de los integrantes de sus ramas familiares, y tendrá una vigencia de 180 (ciento ochenta) días corridos contados desde la fecha en que el tercero valuador haya emitido su dictamen. Los costos que demandare la contratación del tercero valuador, serán a exclusivo cargo de la EF”.

Una vez que el tercero valuador haya comunicado al Consejo de la EF el resultado de su valuación, se procederá a observar el siguiente procedimiento para la venta de la participación social de la EF, que haya motivado la instrumentación de este mecanismo extraordinario de valuación.

En primer lugar, se otorgará un derecho de preferencia para la compra de las participaciones sociales del miembro de la EF que haya decidido su venta, a los restantes miembros de la rama familiar a la que pertenezca, en proporción a sus tenencias.

En segundo lugar, si en dicha rama no hubiera otros integrantes, o bien, los restantes no hubieran ejercido tal derecho de preferencia, o lo hubieran ejercido parcialmente, se conferirá un derecho de adquisición preferente y de acrecer en proporción a sus respectivas tenencias a prorrata a los miembros pertenecientes a las restantes ramas familiares de la EF.

En tercer lugar, si los integrantes de las restantes ramas familiares de la EF no hubieran adquirido la totalidad o el remanente de las participaciones sociales objeto del presente procedimiento de venta, la EF deberá adquirir tales participaciones sociales, en cuyo caso resultarán de aplicación –en lo pertinente– las disposiciones del presente Protocolo que rigen el procedimiento para la compra de acciones propias emitidas por la EF.

Esta cláusula también será de aplicación ante el supuesto del fallecimiento de los integrantes individuales o miembros de alguna de las ramas familiares de la EF, en cuyo caso, los miembros de la Familia supérstites, tendrán la opción de: (i) continuar en sociedad con los herederos del fallecido, o, (ii) adquirir su participación en base al procedimiento descrito en la presente cláusula.

En caso de conflicto entre las disposiciones de esta cláusula y la que gobierna la restricción de la transferencia a terceros respecto a participaciones sociales de la EF, prevalecerá la primera”.

8.-PROPUESTAS DE CONTENIDOS PARA LAS CLÁUSULAS DE VALORACIÓN.

En la práctica, y a diferencia de lo que ocurre en Europa, los estatutos y contratos locales no contienen cláusulas de determinación del valor de las cuotas, acciones o participaciones sociales o, cuando existen, se limitan al nombramiento de un tasador.

Por nuestra parte, siguiendo calificada doctrina³³ y a título de colaboración, proponemos la inclusión de todos o algunos de los siguientes contenidos, los que consideramos plenamente válidos y posibilitan un mejor manejo de la situación.

³³ Alfaro Aguila-Real, Jesus, op. Cít., pag. 371

8.1.-CASOS EN QUE CORRESPONDE LA VALUACION.

Es interesante, y posible, contemplar la aplicación de la cláusula de valuación para los casos de ventas entre socios, ventas a terceros, como así en los supuestos de receso, exclusión o de retiro voluntario en caso de haberse éste pactado.

Igualmente, es conveniente ampliar los casos de aplicación a los supuestos de transferencias hereditarias, por liquidación de sociedad conyugal, por remate de acreedor y a otras transferencias forzosas.

8.2.-OPORTUNIDADES.

Puede establecerse la valuación para el caso de discrepancia de valores frente a una transferencia concreta o disponerse que se realice en forma periódica anual, con efectos para todo el ejercicio económico en curso.

8.3.-SELECCIÓN Y DESIGNACION DEL EVALUADOR.

Puede determinarse el nombre del tasador, o diferirse para quien sea el auditor de la empresa, o un contador independiente elegido por cierta mayoría entre los que reúnan determinadas condiciones objetivas, o un asesor financiero, un banco de inversión, un perito árbitro³⁴, un tribunal arbitral o un tribunal judicial.

8.4.-LA SOPORTACION DEL COSTO DE LA TASACION.

Puede ponerse en cabeza de la sociedad, de las partes o de aquél que haya postulado un valor más alejado del que fuera fijado en definitiva (arg. art. 154 tercera parte L.S.).

8.5.-EL CONCRETO METODO DE VALUACION A SER APLICADO.

Resulta recomendable que la cláusula consigne el concreto método de valuación que va a ser utilizado considerando al efecto las características de la empresa y de su mercado, por ejemplo: a) flujo de fondos descontados; b) activos netos de pasivos; c) valor asignado por el mercado más prima de control; d) múltiplo de EBIDTA normalizado; e) enfoque que el mercado asigna a empresas similares, etc..³⁵

También es posible determinar cuál va a ser la tasa de descuento a aplicar, o la cantidad de ejercicios a tomar como referencia, o la valoración de los negocios pendientes.

Además, podrán incluirse o excluirse expresamente ciertos valores en concreto (vgr. valor llave, contingencias laborales, etc.), o consignarse que la valuación se hará por “valor libros” siempre que ello no implique un apartamiento “notable” del valor real (art. 13 inc. 5 L.S.).

Tampoco se ven óbices para que la valoración sea distinta según el socio de que se trate en consideración a su ingreso a la sociedad, aportes y trascendencia.

8.6.-EL PAGO DEL VALOR: ESPECIE Y FORMA.

³⁴ Fue la solución del anteproyecto de reforma de la ley de sociedades del año 2003, art.15.

³⁵ Olivieri, Carlos Alberto “Cuánto vale una empresa”, ed. La Ley, Bs.As., 2005, pag. 126 y stes.

Es importante ver la posibilidad de pagos en especie, atribuyendo activos sociales, o en caso de efectivo, contemplar la financiación del precio en cuotas por un período razonable y con intereses que compensen el tiempo transcurrido.

8.7.-LA ATRIBUCION O DESTINO DE LAS ACCIONES O CUOTAS VALUADAS.

La cláusula deberá definir el destino de las participaciones evaluadas en el sentido de si son adquiridas por la sociedad, por los socios o por alguno de ellos, o si se cancelan.

8.8.-EL PROCEDIMIENTO DE TRANSFERENCIA POSTERIOR.

Determinado el valor de las participaciones sociales, puede acordarse de antemano un procedimiento objetivo de traspaso de modo de que su ejecución no quede en manos de alguna parte en eventual conflicto.

FINIS CORONAT OPUS