

EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA

# La valorización de acciones del derecho de separación



GUILLERMO  
FERRERO

Abogado. Catedrático de la  
Universidad de Lima.

El derecho de separación otorga a todo accionista la posibilidad de desinvertir de una sociedad anónima si, por acto posterior a su entrada, se varían las “bases esenciales” bajo las cuales invirtió. Es decir, si se modifican aquellas consideraciones que fueron fundamentales para que el accionista decidiera, en su momento, realizar aportes a la sociedad anónima o adquirir acciones en la misma. Entre los supuestos que gatillan el derecho de separación tenemos el cambio del objeto social, el traslado del domicilio al extranjero, la creación de limitaciones a la libre transmisibilidad de acciones, y la fusión y escisión de sociedades, entre otros casos establecidos en la Ley General de Sociedades (LGS) o el estatuto.

Un ejemplo de lo anterior es si, por ejemplo, una sociedad cuyo objeto social es desarrollar apartamentos para la venta, amplía su objeto social para también dedicarse al negocio minero. En este caso, el accionista que está familiarizado con el riesgo inherente al negocio de venta de apartamentos (que depende en gran medida del poder adquisitivo de la gente en una jurisdicción) y no lo está con el negocio minero (que depende más bien del precio del oro, la plata y el cobre, entre otros minerales, que varía según la oferta y la demanda en los mercados internacionales), puede separarse de la sociedad.

Ahora bien, según nuestra LGS, en las sociedades anónimas cuyas acciones no tienen precio de cotización en la bolsa de valores –que son la mayoría en el Perú–, el valor de reembolso de la inversión en ejercicio del derecho de separación se hace “[...] al valor en libros al último día del mes anterior al de la fecha del



ejercicio del derecho de separación. El valor en libros es el que resultara de dividir el patrimonio neto entre el número de acciones”. El valor en libros, que es lo mismo que el valor contable del patrimonio, se conoce en inglés como el *book value*. La pregunta que nos hacemos es la siguiente: ¿el *book value* es un mecanismo de valorización justa para que el accionista que desinvierte reciba el valor de su inversión

en caso se varíen las bases esenciales bajo las cuales contrató? Creemos que la respuesta es no, por varias razones que pasamos a explicar.

Primero, el *book value* no refleja o, cuando menos, no registra adecuadamente el valor de los intangibles. En un reciente artículo publicado en la revista *The Economist* se explica que “[...] mientras pasamos de la era industrial a la era digital, los activos intangibles –que son

los que mayor valor tienen– son difíciles de valorizar. Por el contrario, valorizar activos tangibles es más fácil. Fábricas, máquinas, tierras y edificios de oficinas son registrados como activos de capital en los libros contables de las empresas. [...] Hoy en día, el valor de una firma depende tanto de su reputación, sus procesos, el conocimiento de sus gerentes y empleados y de las relaciones con sus clientes





y proveedores como de sus activos tangibles”. Los ejemplos anteriores grafican el valor de los activos intangibles.

Para ser más gráficos, la relación entre el precio real de las acciones y el precio basado en su valor en libros o *book value* en las siguientes empresas insignia es como sigue: Apple, de 7.5 a 1; Microsoft, de 9.7 a 1; Nike, de 15.7 a 1; Coca-Cola, de 11.4 a 1; y Hilton, de 45.9 a 1. Es decir, las diferencias de valor son significativas. ¿Entonces, es acaso el *book value* el valor correcto del cual un accionista minoritario descontento pueda separarse si se produjese una causal para su ejercicio? Nuestra respuesta es clara: no.

Segundo, la Corte Suprema del Estado de Delaware –considerada una de las más avanzadas en temas de derecho corporativo en los Estados Unidos– ha resuelto en el caso de Weinberg que el uso de la metodología de flujos de caja descontados a valor presente es el mecanismo más apropiado para estimar el valor que el accionista debe recibir en el ejercicio de su derecho de separación (1). Esta metodología proyecta los flujos de caja –ingresos y egresos de caja– que una empresa producirá en un plazo de 5 a 10 años y luego a perpetuidad, y trae esa estimación a valores del día de hoy aplicando una tasa de descuento que refleja, entre otros factores, el “riesgo” de que esos flujos no se

materialicen u ocurran, pero en menor medida, y el “valor del dinero en el tiempo”(2).

Finalmente, la legislación nacional ya incorpora el flujo de caja descontado a valor presente como una metodología válida y exigible en ciertos supuestos, como lo hace el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición de Compra de Valores por Exclusión (3), que dispone que una de las metodologías de valorización de acciones que deben ser utilizadas ante la exclusión de los valores de una sociedad del registro de la SMV(4) es la de la “sociedad como negocio en marcha”(5). Es decir, estimada por sus flujos futuros traídos a valor presente por una tasa de descuento. Asimismo, el Reglamento de

LA LEGISLACIÓN NACIONAL YA INCORPORA EL FLUJO DE CAJA DESCONTADO A VALOR PRESENTE COMO UNA METODOLOGÍA VÁLIDA Y EXIGIBLE EN CIERTOS SUPUESTOS, COMO LO HACE EL REGLAMENTO DE OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE COMPRA DE VALORES POR EXCLUSIÓN, QUE DISPONE QUE UNA DE LAS METODOLOGÍAS DE VALORIZACIÓN DE ACCIONES QUE DEBEN SER UTILIZADAS, ANTE LA EXCLUSIÓN DE LOS VALORES DE UNA SOCIEDAD DEL REGISTRO DE LA SMV, ES LA DE LA “SOCIEDAD COMO NEGOCIO EN MARCHA”.

la Ley de Impuesto a la Renta establece que para los efectos de la aplicación de precios de transferencia en la adquisición de acciones entre partes vinculadas se considera –entre otros factores– “el valor presente de las utilidades o flujos de efectivo proyectados”.(6)

Quizá lo único que a la fecha nos aparta de la aplicación del flujo de caja descontado a valor presente para valorar el derecho de separación es entender mejor cómo sería aplicado por nuestros tribunales de justicia. Salvada esa valla, tendremos un valor justo para que este ejercicio no descanse en el sueño de los justos. ▀

[1] Que es conocido como el appraisal right of a dissenting shareholder.

[2] Un dólar en el futuro vale más que un dólar hoy. A ello se le conoce como el proceso de descuento.

[3] Artículo 50, literal c), del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución Conasev N° 009-2006-EF/94.10.

[4] Superintendencia del Mercado de Valores.

[5] Artículo 50, literal c), del Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión, aprobado por Resolución Conasev N° 009-2006-EF/94.10.

[6] Artículo 110, literal e), del Reglamento de la Ley de Impuesto a la Renta.