

LA VALORIZACIÓN DE ACCIONES EN EL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN DE ACCIONISTAS EN UNA SOCIEDAD ANÓNIMA

THE VALUATION OF SHARES IN EXERCISE OF THE RIGHT OF SEPARATION FROM A STOCK CORPORATION

Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón*
Pontificia Universidad Católica del Perú
Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría

The valuation methodology of shares in the exercise of the right of separation of a shareholder from the company has generated debate and is treated differently in a number of legislations. In this article, the author analyzes the various methods for the valuation of shares and their treatment in different countries, making reference to relevant jurisprudence and legislation on the matter.

In addition to that, the author enters to the world of corporate finance in order to perform an analysis of Cash Flow at Present Value and the use of that valuation method in new business fields such as technology.

KEYWORDS: *Right of separation; stock appreciation; stock corporation; fair value; cash flow at present value.*

El método de valorización de acciones en el ejercicio del derecho de separación de accionistas en una sociedad anónima ha generado debate entre los expertos y es tratada de manera distinta en diversas legislaciones. En el presente artículo, el autor analiza las diversas metodologías de valorización de acciones en ejercicio del derecho de separación y su tratamiento en diversos países, haciendo referencia a jurisprudencia y legislación de la materia.

Asimismo, el autor entra en el mundo de las finanzas corporativas con la finalidad de realizar un análisis del Flujo de Caja a Valor Presente y el uso de dicho método de valorización en nuevos campos empresariales como la tecnología.

PALABRAS CLAVE: *Derecho de separación; valorización de acciones; sociedades anónimas; valor razonable; Flujo de caja a Valor Presente.*

** Abogado. Master of Laws (LL.M.) en Derecho Corporativo por la Universidad de Nueva York y Master of Business Administration (M.B.A.) por la Universidad de Cambridge. Profesor de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Socio director de Philippi Prietocarrizosa Ferrero DU & Uría (Lima, Perú). Contacto: guillermo.ferrero@ppulegal.com.

El autor realiza un especial agradecimiento a Jesibel Rosillo Quiroz y Alejandra Quintanilla Gutiérrez, quienes lo asistieron en la elaboración del presente artículo.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 23 de marzo de 2020, y aceptado el mismo el 29 de junio de 2020.

I. INTRODUCCIÓN

En el presente artículo se analizan las metodologías de valorización más adecuadas para estimar el valor de las acciones en ejercicio del derecho de separación. Dicha necesidad es muy relevante dada la evidente diferencia entre las reglas de valorización aplicadas para las transacciones externas (o de mercado) frente a las de transacciones internas, es decir, aquellas que se producen dentro de la sociedad (Paz-Ares Rodríguez & Perdices Huetos, 2010, p. 5).

En el escenario de las transacciones externas, “el valor real o razonable se obtiene empíricamente: observando lo que de manera usual ocurre en los mercados” (Paz-Ares Rodríguez & Perdices Huetos, 2010, p. 5). Por su parte, en las transacciones internas, dicho valor se extrae “aplicando los principios y criterios que se desprenden de la ley societaria y de los estatutos” (Paz-Ares Rodríguez & Perdices Huetos, 2010, p. 5) o importando jurisprudencia extranjera, figuras contables y/o financieras para alcanzar una valorización, supuestamente, acorde con la situación financiera de la sociedad.

Así, para el presente análisis revisamos lo dispuesto en la legislación nacional, en concreto en la Ley 26887, Ley General de Sociedades (en adelante, LGS), y el Reglamento de Oferta Pública de Adquisición y de Compra de Valores por Exclusión (en adelante, Reglamento de OPA y OPC). Luego de ello, se realiza un repaso de la legislación extranjera de jurisdicciones del *common law*, como Estados Unidos e Inglaterra y la de otras jurisdicciones que, por su cercanía cultural e histórica con la nuestra, nos sirven de guía, como son el caso de España y la Unión Europea. Asimismo, estudiamos el tratamiento del tema en cuestión en los países miembros de la Alianza del Pacífico, de la cual el Perú es miembro desde el 2011 junto con México, Chile y Colombia. A continuación, repasamos las decisiones más relevantes emitidas por las cortes del Estado de Delaware, por poseer quizá la jurisprudencia más avanzada en el tratamiento del ejercicio del derecho de separación.

Tras lo mencionado, nos introduciremos brevemente al mundo de las finanzas corporativas, con la finalidad de analizar si el flujo de caja descontado a valor presente (en adelante, Flujo de Caja a Valor Presente) mantiene su vigencia como el método de valorización predominante, inclusive en industrias muy cambiantes e innovadoras, tales como la tecnológica. Finalmente, expondremos nuestras conclusiones y recomendaciones sobre la materia investigada.

II. DERECHO DE SEPARACIÓN: LEGISLACIÓN PERUANA EN MATERIA DE SOCIEDADES Y MERCADO DE VALORES

A. Introducción y disposición de la Ley General de Sociedades peruana

Con la finalidad de realizar un correcto análisis, consideramos relevante hacer referencia al derecho de separación y su tratamiento en la legislación peruana. El derecho de separación es aquel que le otorga a un accionista el derecho a desinvertir, ante un cambio en las bases esenciales de contratación lo suficientemente graves como para modificar los fundamentos que tuvo en cuenta un inversionista al momento de realizar su inversión en una sociedad (Abramovich Ackerman, 2007, pp. 169-175).

Dicho derecho se encuentra regulado en el artículo 200 de la LGS, el cual, en términos generales, establece (i) los supuestos en los que puede ser ejercido por los accionistas con legitimación activa para hacerlo; (ii) los criterios para valorizar las acciones que son materia del ejercicio del derecho y la entidad que debe valorizarlos; (iii) el reembolso que los accionistas deben recibir por el valor de sus acciones; y, (iv) el plazo que tiene la sociedad para pagar el valor de las acciones adquiridas (Abramovich Ackerman, 2007, pp. 170). En ese sentido, en el presente artículo nos concentramos principalmente en realizar un análisis del presupuesto (ii) antes referido, aunque también haremos algunas menciones aisladas a los supuestos (i), (iii) y (iv).

Con respecto al precio que el accionista debe recibir como consecuencia del ejercicio del derecho de separación, la LGS plantea hasta tres soluciones diferentes: (i) el acuerdo entre las partes, y, en defecto de este, (ii) el valor en libros, o (iii) la cotización media ponderada del último semestre. A estos supuestos haremos referencia en la sección siguiente.

B. Formas de valorización de acciones: regulación actual

1. Acuerdo entre las partes

La LGS dispone en su artículo 200 que “las acciones de quienes hagan uso del derecho de separación se reembolsan al valor que acuerden el accionista y la sociedad” (Ley 26887, 1997). Asimismo, en el mismo artículo establece que “el valor fijado acordado no podrá ser superior al que resulte de aplicar la valuación que corresponde” (1997) en función a las dos soluciones valorativas que establece la misma ley que son el valor contable o en libros y, para el caso de empresas cuyas acciones se encuentran inscritas en el Registro Público de

Mercado de Valores (en adelante, RPMV), la cotización media ponderada del último semestre.

La experiencia nos dice que es poco común que, ante el ejercicio del derecho de separación, la sociedad y el accionista que se separa convengan en el valor a ser pagado al accionista saliente, por lo que a continuación pasaremos a analizar las dos soluciones valorativas que propone la norma.

2. Valor contable o en libros

La única referencia en la LGS con relación a que las acciones deben valorizarse según el valor contable está contenida dentro del derecho de separación. En efecto, la ley dispone que las acciones que no tuvieran cotización, y siempre que no medie acuerdo entre las partes, se estimarán 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 resulte de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones” (Ley 26887, 1997).

Con relación a ello, nosotros consideramos que el valor en libros o contable del patrimonio es un mal referente para valorizar acciones de una empresa debido a tres razones:

- a. El valor en libros o contable del patrimonio se encuentra sujeto a prácticas contables que se limitan a reflejar valores de crecimiento histórico—salvo por ciertas excepciones. Es decir, al encontrarse bajo la sujeción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), lamentablemente, en un gran número de casos:

Tan solo refleja los valores históricos, es decir, pasados y en algunos presentes, más no proyecta el potencial de crecimiento futuro

del valor de una empresa ya sea a través del incremento de sus ingresos en el tiempo, la reducción futura de sus costos operativos (costos de venta y administración) o de su carga financiera, entre otros (Ferrero Álvarez-Calderón, 2003, p. 320).

- b. Es susceptible de usos arbitrarios de los métodos de depreciación de los activos tangibles y el tratamiento del costo de los inventarios, entre otros factores.
- c. Ignora o no refleja adecuadamente el valor de los activos intangibles, los cuales pueden ostentar mayor valor que los activos tangibles y son más difíciles de valorizar. Estos son los casos de las marcas, patentes, *know-how* e, incluso, la reputación de una empresa.

En ese sentido, a efectos de entender este método de valorización, exponemos a continuación un Estado de Situación Financiera de la empresa Corporación S.A.:

Corporación S.A. tiene emitidas 115,000.00 acciones de un valor nominal de S/ 1.00 (un y 00/100 Soles) por acción y su patrimonio neto asciende a S/. 215,000.00 (doscientos quince mil y 00/100 Soles). El valor en libros o contable es aquel valor que resulta del valor de dividir el patrimonio neto entre el número total de acciones de Corporación S.A. Entonces, a valor patrimonial, cada acción de Corporación S.A. está valorizada en S/.1.87.

3. Valor de Cotización

3.1. Cotización de media ponderada del último semestre

Según lo establecido en la LGS, siempre que no medie acuerdo entre las partes, “las acciones que

**Tabla 1. Estado de Situación Financiera de Corporación S.A.
Al 31 de diciembre de 2019 (en miles de soles)**

ACTIVO		PASIVO	
Caja	90	Cuentas por Pagar Comerciales	30
Cuentas por cobrar	30	Impuestos por pagar	20
Inventarios	45	Remuneraciones por pagar	90
Activo Corriente	165	Pasivo Corriente	140
Inmueble	200	Deuda a Largo Plazo	100
Maquinaria y equipo	90	Pasivo No Corriente	100
Activo No Corriente	290		
		PATRIMONIO	215
		Capital Social	115
		Resultados Acumulados	100
Total	455	Total	455

tengan cotización en Bolsa se reembolsarán al **valor de la cotización media ponderada del último semestre**” (Ley 26887, 1997) [el énfasis es nuestro]. De ese modo, la cotización media ponderada debe ser entendida como

[e]l resultado de multiplicar los valores de negociación de cada acción en cada día de Bolsa¹ del último semestre por el número de acciones de cada negociación (el cual debe ser entendido como peso). Luego, cada resultado obtenido debe sumarse y dividir esa suma por la suma de todas las acciones negociadas (todos los pesos) (Elías Laroza, 2000, p. 468).

Así, “cada transacción bursátil tiene no solamente el peso de su precio, sino también el peso del mayor o menor número de acciones de cada operación” (Elías Laroza, 2000, p. 468).

A manera de ejemplo, el cuadro expuesto a continuación refleja el número de acciones negociadas por la empresa Corporación S.A. en la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo de julio a diciembre del año 2019, así como el precio unitario y los valores de negociación:

El ejercicio consiste en tres pasos concretos:

- (i) Multiplicar (A) x (B);
- (ii) Realizar la sumatoria de los valores individuales indicados en la cuarta columna (A) x (B); y
- (iii) Dividir la sumatoria de los valores (A) x (B) entre el total de acciones negociadas durante el periodo.

Una vez realizados todos los pasos anteriormente descritos se obtiene el valor de **S/ 1.84**.

Sin embargo, consideramos que la cotización de media ponderada del último semestre puede no ser necesariamente apropiada. Ténganse en cuenta dos razones. En primer lugar, muchas empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Lima no tienen valor de cotización. En el caso de aquellas que sí lo tienen, este valor no es representativo del valor real de las acciones debido a la poca liquidez, escasa frecuencia de negociación y limitada profundidad de la institución bursátil limeña (Abramovich Ackerman, 2007, p. 173). En segundo lugar, si, en efecto, estuviéramos frente

Tabla 2. Número de acciones negociadas por Corporación S.A.

Mes	Número de acciones negociadas (A)	Precios de negociación ² (B)	(A) x (B)
Julio	10,000.00	2.00	20,000.00
Julio	15,000.00	1.90	28,500.00
Agosto	20,000.00	1.85	37,000.00
Agosto	30,000.00	1.80	54,000.00
Agosto	10,000.00	1.85	18,500.00
Septiembre	40,000.00	1.85	74,000.00
Septiembre	10,000.00	1.84	18,400.00
Octubre	10,000.00	1.83	18,300.00
Noviembre	10,000.00	1.80	18,000.00
Noviembre	1,500.00	1.78	2670.00
Diciembre	20,000.00	1.78	35,600.00
Diciembre	20,000.00	1.78	35,600.00
Total de acciones negociadas en el periodo	196,500.00	Sumatoria de montos negociados (A) x (B)	361,170.00

$$\frac{\sum \text{de los montos negociados}}{\text{Total de acciones negociadas en el periodo}} = 1.84$$

¹ Esta descripción, sin embargo, no es completamente exacta. En una sesión de rueda de bolsa, la acción puede tener muchas cotizaciones diferentes. La norma no pide tomar la cotización de cierre (o la de apertura o cualquier otra), sino que habla simplemente de cotización media ponderada por lo que, en estricto, habría que tomar todas las cotizaciones.

² La información señalada en esta columna (precios de negociación) es un ejemplo del precio de negociación de acciones en rueda de bolsa.

a un mercado profundo y eficiente, la única cotización relevante sería la vigente. Efectivamente, el promedio de un semestre o de un trimestre no dice nada respecto del valor de la compañía a un momento dado.

3.2. Cotización o precio promedio ponderado del último trimestre

El artículo 262 de la LGS señala que cuando una sociedad anónima abierta acuerde excluir del Registro Público del Mercado de Valores las acciones que tiene inscritas en el mismo y de ello se desprenda que la sociedad pierda la calidad de sociedad anónima abierta por lo que deba adaptarse a otra forma de sociedad anónima, los accionistas que no votaron a favor del acuerdo de exclusión tienen expedito su derecho de separación, el cual deberá ser ejercido conforme a lo expuesto en el artículo 200 de la LGS (Ley 26887, 1997).

La exclusión de estos valores se hace a través de una oferta pública de compra por exclusión. En conformidad con esto, el Reglamento de OPA y de OPC regula el procedimiento para determinar el precio mínimo a ser pagado en el marco de una oferta pública de compra (OPC) por exclusión de valores. Asimismo, el mismo cuerpo normativo prevé un supuesto de valorización distinto y adicional al antes indicado para aquel derecho de separación que se sustenta en la exclusión de los valores del RPMV, aplicable a cualquier tipo de sociedad que tenga valores inscritos.

En ese sentido, pensando en una valorización a un precio justo, el artículo 36 del Reglamento de OPA y OPC establece que el precio mínimo a ofrecerse en la OPC por exclusión será el que resulte de cualquiera de las dos opciones presentadas a continuación.

– Precio promedio ponderado

Según el artículo 36 del Reglamento de OPA y OPC³, para obtener el precio promedio ponderado, las operaciones deben ordenarse durante el último trimestre considerando el volumen trasado de menor a mayor, agrupándolas en cuatro (4) tramos con igual cantidad de operaciones por tramo y excluyéndose de los cálculos el primer y el cuarto tramo, que son las que contienen las operaciones de menor y mayor volumen, respectivamente. El presente criterio solo será aplicable cuando durante dicho periodo el total de las acciones negociadas

represente más del cinco (5) por ciento del total de valores en circulación y registre una frecuencia de negociación mayor al sesenta (60) por ciento. Al respecto, la exposición de motivos para el artículo 37 del Reglamento de OPA y OPC establece que

[l]os criterios establecidos para determinar el precio al que debe formularse la OPC obedecen a la búsqueda de una contraprestación razonable para los titulares de valores que decidan aceptarla, [lo pueden hacer] tomando en cuenta el objetivo de protección a los mismos y la circunstancia de la obligatoriedad de la oferta (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, 2006, p. 17).

El siguiente cuadro refleja los volúmenes de las acciones negociadas correspondientes a la empresa Corporación S.A. en los meses de octubre, noviembre y diciembre de 2019. Estos se encuentran ordenados de menor a mayor y agrupados en cuatro tramos con igual cantidad de operaciones (ver Tabla 3).

A efectos de calcular el precio promedio ponderado del último trimestre, se debe ordenar de menor a mayor el volumen de acciones negociadas y solamente se debe tomar en consideración el segundo y tercer tramo para realizar las operaciones de acuerdo con los siguientes pasos:

- (i) Se divide el volumen de acciones negociadas en la operación en particular (A) entre el total de acciones en circulación que corresponden a la sumatoria del tramo 2 y tramo 3 denominado (X). Esta es la ponderación indicada en la cuarta columna del cuadro anterior;
- (ii) Multiplicar (B) x (C); y
- (iii) Sumatoria de los valores individuales obtenidos en el paso 2.

Una vez realizados los tres pasos anteriormente señalados se obtiene el valor de **S/ 1.87**.

– Determinación de una entidad valorizadora

A través de la determinación que realice una entidad valorizadora sujeta a las disposiciones del título IV del Reglamento de OPA y OPC siempre que no existan transacciones durante el período señalado anteriormente o que estas no cumplan con las condiciones indicadas anteriormente (Reglamento de OPA y OPC, art. 36). Asimismo, de conformidad con el artículo 50 del mismo reglamento,

³ El artículo 36 de la Resolución de la Conasev 009-2006-EF, Reglamento de OPA y OPC, establece que el valor será el que resulte de la cotización o precio promedio ponderado del valor durante los tres meses previos a la ocurrencia de ciertos eventos.

Tabla 3: Acciones negociadas por Corporación S.A. entre octubre, noviembre y diciembre de 2019

Tramos	Volumen de acciones negociadas (A)	Precios de negociación (B)	Ponderación (A)/(X) (C)	(B) x (C)
1	1,500.00	1.78		
	10,000.00	1.78		
	10,000.00	1.80		
2	10,000.00	1.80	0.12	0.22
	10,000.00	1.81	0.12	0.22
	10,000.00	1.83	0.12	0.22
3	15,000.00	1.84	0.18	0.33
	20,000.00	1.85	0.24	0.44
	20,000.00	1.85	0.24	0.44
4	20,000.00	1.85		
	30,000.00	1.90		
	40,000.00	2.00		
Total de acciones en circulación sumatoria tramo 2 y tramo 3 (X)	85,000.00		Sumatoria total de (B) x (C)	1.87

la entidad valorizadora deberá determinar el precio de las acciones usando las prácticas de valorización aceptadas internacionalmente: (i) valor en libros, (ii) valor de liquidación de la sociedad y, (iii) valor de la sociedad como negocio en marcha, entre otras⁴.

C. Conclusiones preliminares

La regulación actual peruana del valor según la cual se puede separar un accionista es confusa. No obstante, a la fecha existen cuatro mecanismos:

1. El acuerdo entre las partes, siempre como primera opción, que se sujeta a los límites de valorización señalados en los literales 2 y 3 siguientes, salvo que el acuerdo de la junta general de accionistas haya tenido por objeto excluir los valores del Registro Público del Mercado de Valores y la sociedad anónima deje de ser abierta.
2. El valor patrimonial por acción, en caso las acciones no tengan cotización en bolsa.
3. El valor de **cotización media ponderada del último semestre**, cuando las acciones sean cotizadas en bolsa y siempre que la junta general de accionistas no haya adoptado el acuerdo al que se refiere el literal 1 previo.

4. El valor de cotización o **precio promedio ponderado del último trimestre** o el valor por acción que resulte de la valorización que haga la entidad valorizadora (como pueden ser el valor en libros, el de liquidación y el de negocio en marcha, entre otros), cuando las acciones coticen en bolsa y la junta general de accionistas haya adoptado el acuerdo al que se refiere el literal 1 precedente.

Nosotros no nos encontramos a favor de la utilización de dos metodologías de valorización distintas para las empresas cuyas acciones se cotizan en la bolsa –las recogidas en los literales 3 y 4 previos–, dado que en ambos escenarios se ofrece una protección preferencial a los intereses del accionista minoritario frente a los posibles acuerdos adoptados por el accionista mayoritario de la sociedad. Consideramos, en ese sentido, que dicha distinción no tiene fundamento ni lógica alguna con la que podamos estar de acuerdo.

III. LEGISLACIÓN EXTRANJERA

A. Legislación extranjera

Cuando se examina la legislación extranjera, podemos encontrar que esta no es uniforme con relación a la metodología que debe utilizarse para el

⁴ En relación a la cita anterior, la entidad valorizadora no hará un promedio que resulte de la aplicación de dos o más de estas metodologías de valorización, sino que simplemente elegirá la que considere más adecuada para cada caso en concreto.

ejercicio válido del derecho de separación en las sociedades⁵. No obstante, casi todas las jurisdicciones materia de análisis –salvo el caso de los países de la Alianza del Pacífico– aplican el concepto de **valor razonable** o **valor justo** de la acción.

De este modo, la pregunta de fondo del análisis es ¿qué debe entenderse por valor razonable? A continuación, respondemos esta pregunta explicando el tratamiento del derecho de separación en algunas legislaciones.

1. Estados Unidos

– Delaware General Corporation Law

Según la sección 262 de la Delaware General Corporation Law (en adelante, DGCL), adoptada en 1899 y modificada en 2013, al determinar el **valor razonable** de las acciones del accionista que se separa, la Corte de Equidad del Estado de Delaware (Court of Chancery of Delaware)⁶ deberá tener en cuenta “todos los factores relevantes”. Por el momento, consideramos que el análisis de la expresión “todos los factores relevantes” debe quedar reservada para el acápite IV de este artículo, donde analizaremos la jurisprudencia que sobre dicha materia ha desarrollado la judicatura del Estado de Delaware.

– Revised Model Business Corporation Act

La Revised Model Business Corporation Act (en adelante, RMBCA) es una ley modelo societaria elaborada por la American Bar Association que puede ser adoptada voluntariamente por cualquier estado de los Estados Unidos. Tal como lo hace el DGCL, la sección 13.26(a) de la RMBCA plantea que al accionista disidente se le debe pagar el **valor razonable** por sus acciones⁷.

– New York Business Corporation Law

La sección 623 del New York Business Corporation Law (en adelante, NYBSC), en el contexto de una fusión de una sociedad subsidiaria o fusión de cor-

poraciones nacionales y extranjeras, señala que, ante un caso de separación del accionista, la sociedad es quien debe iniciar un procedimiento frente a la Corte Suprema de Justicia para fijar el “valor razonable” de sus acciones; sin embargo, si la sociedad no solicita el procedimiento, el accionista disidente se encuentra a su vez facultado para iniciar dicho procedimiento.

2. Reino Unido

En el Reino Unido, el **Companies Act 2006** (en adelante, UKCA) no contempla un derecho de separación claramente establecido como el que se puede observar en los distintos estados de los Estados Unidos, sino que contiene disposiciones de protección para el accionista minoritario. De acuerdo con las secciones 994 a 996 del UKCA, el miembro – para efectos de este artículo, entiéndase el accionista– de una sociedad puede recurrir a las Cortes de Justicia para pedir que esta resuelva que los asuntos de la sociedad han sido manejados de forma “unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members”⁸ (sección 994(1)). En ese contexto, la Corte de Justicia puede ordenar, *inter alia*, la compra de las acciones del accionista afectado por otro accionista de la sociedad o por la propia sociedad (sección 996(2)).

Podemos ver, entonces, que, en el derecho anglosajón, tanto estadounidense como británico, mientras el DGCL, el RMBCA y el NYBSC utilizan el **valor razonable** para estimar el valor de las acciones del accionista disidente –veremos en el acápite IV de este artículo lo que debe entenderse por valor razonable–, se puede evidenciar que el UKCA no prefiere una metodología de valorización.

3. Unión Europea

En el caso de la Unión Europea, en lo que concierne a las garantías para los accionistas, en el marco de una fusión transfronteriza entre empresas pertenecientes a Estados miembros de la Unión Europea, el artículo 126a de la **Directiva 2017/1132** del

⁵ No encontramos uniformidad sobre la entidad que debe valorizar las acciones. Respecto a ello, en el derecho anglosajón es el juez quien designa al valorizador; en España, es el registrador mercantil; en Colombia, lo fue la Cámara de Comercio y hoy lo es la Superintendencia de Sociedades; y, en México, el legislador deja la potestad a las sociedades para establecer el procedimiento más conveniente para la valorización de las acciones, sin contemplar un procedimiento subsidiario.

⁶ La Corte de Equidad del Estado de Delaware, Estados Unidos (Court of Chancery of Delaware) es una corte especializada que resuelve sobre la base de la equidad con jurisdicción específica sobre disputas corporativas.

⁷ Según esta disposición

En caso el accionista disidente se encuentre en desacuerdo con el valor estimado por la sociedad, deberá notificar por escrito su disconformidad y proponer el valor que él considere como “razonable”, así como demandar el pago de dicho valor (Revised Model Business Corporation Act, 2016, sección 13.26(a)) [traducción libre].

La determinación final del valor razonable de las acciones, en dichos casos, la hará la corte pertinente, previa designación de tasadores que le harán una recomendación –que no es vinculante– sobre dicho valor a la corte.

⁸ Injusta y perjudicial para los intereses de todos sus accionistas o de una parte de ellos [traducción libre].

Parlamento Europeo y del Consejo (en adelante, la Directiva), dispone en su última modificación que los Estados miembros garantizarán la adecuada compensación de aquellos accionistas que deseen ejercer su derecho de separación al encontrarse en desacuerdo con la fusión (2019).

Según el artículo 125.2 de la Directiva, previa petición conjunta de las sociedades que se fusionan, la autoridad judicial o administrativa del Estado miembro de la Unión Europea del que dependa cualquiera de las sociedades que se fusionen podrá determinar que todas las sociedades involucradas utilicen el mismo informe pericial. Este incluye la compensación para el accionista disidente en virtud del cual se considerará el precio de mercado de las acciones en las compañías que se fusionan antes del anuncio de la fusión o el valor de las compañías excluyendo el efecto de la fusión, así como la ecuación de canje.

En ese sentido, el informe pericial deberá contener, al menos, el método utilizado para la compensación del accionista disidente y la adecuada ecuación de canje (artículo 96.2 de la Directiva) y deberá incorporar (i) una declaración del perito referida a sí, en su opinión, la relación de canje y la compensación del accionista disidente es o no “pertinente y razonable”, (ii) indicación de los métodos (entiéndase valorización) seguidos para la determinación de la relación de canje propuesta, (iii) indicación de si estos métodos utilizados son los adecuados en el caso concreto y (iv) una mención de los valores a los que conducen cada uno de los métodos seguidos, brindando una opinión sobre la importancia relativa dada a cada uno de dichos métodos en la determinación del valor considerado.

En conclusión, el legislador europeo ha diseñado un sistema a través del cual los socios de las sociedades fusionadas pueden recibir un **informe pericial**, cuyo contenido fundamental es la explicación de la ecuación de canje. En ese sentido, el valor obtenido será uno “pertinente y razonable” para el accionista disidente.

4. España

Por su parte, la **Ley de Sociedades de Capitales** española, en el contexto del derecho de separación del socio, dispone en su artículo 353 que

[a] falta de acuerdo entre la sociedad y el socio sobre el **valor razonable** de las participaciones

sociales o de las acciones, o sobre la persona o personas que hayan de valorarlas y el procedimiento a seguir para su valoración, (estas) serán valoradas por un experto independiente, **designado por el registrador mercantil del domicilio social** [...] (2010) [el énfasis es nuestro].

En España, por tanto, esta ley permite a la sociedad y al socio que se separa de la misma pactar lo que consideren deba ser el valor razonable de las acciones y, en ausencia de pacto expreso, deberá ser un experto independiente designado por el registrador mercantil quién lo determine.

La interpretación de este artículo ha suscitado un encendido debate doctrinal, registral y jurisprudencial, debido a que existen quienes creen que su contenido es de carácter dispositivo. En ese sentido, los socios pueden sustituirlo por la vía estatutaria (por ejemplo, fijando un sistema *ex ante* de valoración de las participaciones o de las acciones en el estatuto de la sociedad) y quienes interpretan que se trata de un artículo de aplicación imperativa para las sociedades de capital.

En línea con lo anterior, la doctrina registral tradicional⁹ había considerado que el criterio de **valor razonable** es un criterio de orden público y, por tanto, no puede ser modificado a través de los pactos entre los socios. Sin embargo, la Audiencia Provincial de Madrid (por primera vez el 24 de julio de 2015) interpretó que el contenido del antes citado artículo 353 de la Ley de Sociedades de Capitales tiene carácter dispositivo, sobre todo cuando la decisión de determinación del valor razonable se ha adoptado por unanimidad (sentencia civil 216/2015, 2015)¹⁰.

Por tanto, aunque sigue siendo una cuestión controvertida en la doctrina y jurisprudencia, la tendencia actual en lo que respecta a la separación de accionistas es la de considerar como imperativo el concepto de valor razonable y como dispositivo (bien por vía estatutaria o a través de un pacto *ad hoc*) el acuerdo entre las partes sobre la fórmula de cálculo a emplear para la determinación del valor razonable.

Finalmente, cabe hacer referencia que el artículo 353 de la Ley de Sociedades de Capitales bajo comentario establece en su apartado 2 que “si las acciones cotizasen en un mercado secundario oficial, el valor de reembolso será el del precio medio de cotización del último trimestre”. Esta fórmula es

⁹ Al respecto, véase la Resolución de la Dirección General de Registros y del Notariado (DGRN) de 28 de julio de 2009.

¹⁰ Criterio que ha sido aceptado por la DGRN en una resolución posterior (vía la Resolución de la DGRN de 15 de noviembre de 2016).

parecida a la contenida en la LGS y el Reglamento de OPA y OPC para el ejercicio de la OPC.

Podemos ver, entonces, que tanto la Directiva del Parlamento Europeo como la Ley de Sociedades de Capital española consideran al **valor razonable** como el adecuado para el ejercicio del derecho de separación¹¹. No obstante, ninguna de aquellas normas establecen con precisión lo que debe entenderse por **valor razonable**. Más aún, la Ley de Sociedades de Capitales de España señala que para las sociedades cuyas acciones se cotizan en bolsa, el valor será el precio medio de cotización del último trimestre.

5. Chile

En Chile, según el artículo 69 de la **Ley de Sociedades Anónimas**, el precio a pagar por las acciones del accionista disidente en uso del derecho a retiro será, en el caso de las sociedades anónimas cerradas, el valor en libros de la acción y en las abiertas, el valor de mercado de la misma, en ambos casos determinados en la forma que fije el reglamento (Ley 18046, 1981).

– Sociedades anónimas cerradas

El Decreto Supremo de Hacienda 702, del 27 de mayo de 2011, que aprueba el Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas establece que

[e] valor de libros de la acción que se deberá pagar en las sociedades anónimas cerradas a los accionistas que ejercieren su derecho a retiro, se determinará dividiendo el patrimonio por el número total de las acciones suscritas y pagadas de la sociedad (art. 130).

Esta fórmula de valorización es la misma que utiliza la LGS para las acciones de sociedades que no se cotizan en la Bolsa de Valores. Siendo así que a falta de acuerdo entre las partes se utilizará el valor contable.

– Sociedades anónimas abiertas

Respecto a las sociedades anónimas abiertas, en Chile el valor a pagarse al accionista disidente es el que resulte del promedio ponderado de las tran-

sacciones bursátiles de la acción durante el período de 60 días hábiles bursátiles comprendidos entre el trigésimo y el nonagésimo día hábil bursátil anterior a la fecha de la Junta General de Accionistas que motiva el retiro. Dicha fórmula es bastante parecida a la recogida en la LGS y el Reglamento de OPA y OPC.

6. Colombia

– Sociedades cerradas

El **Código de Comercio** de 1995 añade el derecho de retiro y su procedimiento para el reembolso de las acciones. El artículo 16 del mismo cuerpo normativo establece que el derecho de retiro se ejerce al **valor reembolsable** como resultado del común acuerdo entre las partes y, a falta de este, al “autovalúo que se hará por peritos designados por la Superintendencia de Sociedades” (Ley 222). No obstante, se aclara que en “los estatutos podrán fijarse métodos diferentes para establecer el valor de reembolso”.

– Sociedades listadas

Con respecto a las sociedades listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, el Decreto 2555 de 2010, de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), establece que en el caso de una oferta pública de adquisición dirigida a la cancelación de las acciones en el Registro Nacional de Valores y Emisores, y el deslistado de estas –norma muy similar a la que regula la OPC peruana–, el precio de la acción deberá ser determinado por una entidad valorizadora independiente cuya idoneidad e independencia sea calificada previamente por la SFC¹².

7. México

– Sociedades cerradas

El Artículo 206 de la **Ley General de Sociedades Mercantiles** (LGSM) establece que, para el caso de las sociedades de capital variable¹³, cuando la asamblea general de accionistas adopte ciertas resoluciones de relevancia¹⁴, “cualquier accionista que haya votado en contra tendrá derecho a separarse de la sociedad y obtener el **reembolso de sus**

¹¹ Aun cuando la Directiva del Parlamento Europeo añade el término “pertinente” ante de “razonable”.

¹² Para este caso, y cuando se pongan en consideración de la SFC varias valorizadoras, los accionistas interesados en realizar la OPA de deslistado tendrán un plazo de 5 días hábiles para proponer una sola entidad valorizadora. De lo contrario, la SFC elegirá al evaluador de los candidatos presentados.

¹³ El término es un homólogo al de “sociedad anónima” en el caso peruano.

¹⁴ Como el cambio de objeto social y el cambio de nacionalidad de la sociedad, entre otros (incisos IV, V y VI del artículo 182 de LGSM).

acciones, en proporción al activo social” (1934) [el énfasis es nuestro]¹⁵.

Consideramos que la forma de valorizar las acciones del accionista que se separa no es la más adecuada, ya que utiliza el valor del activo social según el último balance. Sabemos que esto está sujeto a prácticas y normas contables, las cuales, como lo hemos comentado, mayoritariamente reflejan valores históricos y, además, pueden llegar a ser usadas de manera arbitraria.

Para mayor entendimiento, presumamos que el valor de los activos de la sociedad se mide a valor contable. Según este mecanismo, a modo de ejemplo, si los activos contables de la sociedad valen S/ 100,000.00, la empresa no tiene deuda y el accionista disidente tiene el 20% de las acciones de la sociedad, ésta deberá devolverle la suma de S/ 20,000.00. Ahora bien, si el valor comercial o de realización de los activos fuese S/ 1'000,000.00, la empresa no tiene deuda y el reembolso se diese a valor contable, cabe preguntarse ¿estaría motivado el accionista disidente en separarse de la sociedad sabiendo que ésta le pagará S/20,000.00, cuando usando el valor de realización le correspondería recibir S/ 200,000.00; creemos que la respuesta es, no. A dicha cifra se llega aplicando la metodología del “valor de reemplazo o de realización”, la que debiera aplicar solamente para las sociedades próximas a su liquidación, ya que éstas no valen por su capacidad de generar flujos de caja a futuro, sino su valor depende del valor de venta de sus activos.

– Sociedades listadas

Respecto a las sociedades listadas, en el caso mexicano, la Ley del Mercado de Valores (LMV), regula el tema dependiendo de la modalidad de sociedad de que se trate. Con respecto a las sociedades que adopten o se constituyan con el carácter de sociedades anónimas promotoras de inversión, el artículo 13 de LGSM otorga la posibilidad que en sus estatutos sociales se regule el precio de reembolso o las bases para su determinación.

Ahora bien, en caso de no existir pacto al respecto en los estatutos de una sociedad anónima promotora de inversión, se deberá atender a los criterios establecidos por la LGSM mexicana. Sin embargo, la LGSM mexicana no regula el mecanismo de valorización de las acciones para una sociedad anónima promotora de inversión, por lo que debemos entender y concluir que la legislación mexicana guarda silencio con respecto a la

forma en las que se deben valorar las acciones de este tipo de sociedades.

B. Conclusiones preliminares sobre la legislación extranjera

Del análisis realizado hasta el momento, podemos señalar las siguientes conclusiones preliminares sobre las distintas legislaciones:

- a. En el derecho anglosajón, el DGCL, el RMBCA y el NYBCL –con la excepción del UKCA– tienen una marcada preferencia por el método de valorización del **valor razonable** para determinar la cuantía que la sociedad debe pagar al accionista disidente.
- b. Por su parte, la legislación española pareciera compartir un común denominador con las legislaciones del *Common Law* al tener una marcada preferencia por el **valor razonable** como método a usarse para valorizar las acciones del accionista disidente, aunque, proporciona libertad en el sentido que permite que las partes puedan fijar el valor de las acciones vía el estatuto social.
- c. Asimismo, cabe mencionar que la regulación de la Unión Europea se asimila a la española al establecer, en el marco de una fusión transfronteriza, que la ecuación de canje y la compensación puede ser determinada usando el **valor pertinente y razonable** de las acciones del accionista disidente.
- d. Finalmente, en los países de la Alianza del Pacífico existe una diversidad de criterios para determinar el valor a ser usado para la misma, siendo que
 - (i) La regulación peruana sobre el tema es bastante similar a la regulación chilena, en tanto que para valorizar a las sociedades anónimas cuyas acciones no se cotizan en bolsa se utiliza el valor contable o valor en libros y para valorizar las sociedades anónimas abiertas, el valor de cotización bursátil;
 - (ii) La experiencia colombiana contribuye a la determinación del valor de las acciones para las sociedades listadas, al señalar que éste debe ser determinado por una entidad independiente regulada por la Superintendencia Financiera de Colombia; y,
 - (iii) La experiencia mexicana nos da pocas luces sobre la materia, ya que utiliza el valor de los activos contables de la sociedad para valorizar a la sociedad cuyas acciones no se cotizan en la bolsa.

¹⁵ La LGSM guarda silencio respecto a qué mecanismo de valorización se deba establecer de manera supletoria.

C. Legislación peruana sobre el flujo de caja a valor presente

Actualmente, ya existen, en la legislación peruana, metodologías distintas a la del valor en libros y al precio bursátil de las acciones para valorizar acciones. En efecto, en nuestra legislación ya se viene aplicando el **flujo de caja a valor presente** en las valorizaciones independientes que deben darse en el marco de una OPC o de una OPA indirecta —entre otros supuestos—, conforme al artículo 50 del Reglamento de OPA y OPC, específicamente en el inciso 3 (Superintendencia del Mercado de Valores, 2006).

Asimismo, el artículo 110 del Reglamento de la Ley de Impuesto a la Renta peruano dispone que, para los efectos de la aplicación de precios de transferencia en la adquisición de acciones entre partes vinculadas se debe tomar en cuenta —como parte del análisis de comparabilidad de transacciones— el valor presente de las utilidades o flujos de efectivo proyectados. Finalmente, en el marco de una venta indirecta de acciones, tanto el inciso e) del artículo 10 de la Ley de Impuesto a la Renta, como el artículo 4-A del Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta también usan el método del flujo de caja a valor presente como referencia al valor de mercado (Decreto Supremo 122-94-EF, 2018; Decreto Supremo 774, 1993).

IV. JURISPRUDENCIA EXTRANJERA¹⁶

En Estados Unidos, existen precedentes judiciales y normativos que difieren, de un Estado a otro, en la interpretación del concepto de **valor justo** o **valor razonable**. En las líneas siguientes, revisaremos el desarrollo casuístico de la materia por la Corte Suprema de Delaware, cuya jurisprudencia consideramos que es la más desarrollada en derecho corporativo —en conjunto con la del Estado de Nueva York—, en todo el país norteamericano. Dicha Corte aclaró por primera vez el significado del valor justo o *fair price* en 1950, definiéndolo así, de manera genérica, como el valor que ha sido tomado del accionista disidente al ejercer su derecho de separación (*Tri-Continental Corporation c. Battye et al.*, 1950).

A partir de aquella decisión judicial hasta el día de hoy, se puede observar que el concepto de **valor**

justo ha mutado en distintas formas, entendiéndose actualmente por el mismo el valor del flujo de caja a valor presente —como lo explicaremos en la presente sección— y hasta el valor que se considere para la relación de canje en el marco de una fusión, siempre que se configuren otros elementos, como se hará referencia en los siguientes apartados.

A. Flujo de caja a valor presente

1. Uso por las cortes

Hasta hace poco más de tres años, las cortes del Estado de Delaware tuvieron una fuerte predilección por considerar al flujo de caja a valor presente como la metodología más adecuada para determinar el **valor justo** de las acciones.

Sobre este aspecto, para Hamermesh y Wachter, cuando el precio de la transacción es prefijado unilateralmente en un *freeze-out* por un accionista de control y, consecuentemente, el mercado de control corporativo no prevé una corroboración del valor del precio de la transacción, una valorización responsable haciendo uso del flujo de caja a valor presente debiera resultar en una valorización que excede el precio de la transacción. Consecuentemente, esta metodología se usó frecuentemente para operaciones en las que se dudaba de la eficacia o transparencia de una transacción de venta por considerar que las partes habían actuado en el supuesto de un conflicto de intereses (2018, p. 15).

Un ejemplo del uso de la metodología del flujo de caja a valor presente se pudo evidenciar en *Cede & Co. c. MedPointe Healthcare, Inc.*, en el que, frente a la venta y fusión de Carter-Wallace, algunos de sus accionistas presentaron una acción de valorización ante la Corte de Equidad de Delaware en 2004. En este caso, los expertos de ambas partes acordaron que el método del flujo de caja a valor presente era el apropiado para valorizar las acciones de los demandantes. Sobre dicho particular, la Corte de Equidad afirmó que

[i]n determining the fair value to which the Petitioners are entitled, “the Court shall take into account all relevant factors.” [...] In this case, a DCF [discounted cash flow method] analysis is the preferred methodology for valuing Carter Wallace¹⁷ (*Cede & Co. c. MedPointe Healthcare, Inc.*, 2004, p. 37).

¹⁶ Respecto a la jurisprudencia nacional, no se han encontrado sentencias cuya parte resolutoria incluya la forma de valorización de acciones de los accionistas que ejercen su derecho de separación. No obstante, la Casación 1075-2000 se manifiesta respecto al devengo de intereses moratorios y compensatorios ante el supuesto de no pago del reembolso por ejercicio de derecho de separación de un accionista.

¹⁷ A fin de determinar el valor razonable al que tienen derecho los demandantes, el “Tribunal tendrá en cuenta todos los factores relevantes”. En este caso, un análisis DCF (flujo de caja descontado a valor presente) es la metodología preferida para valorar a Carter-Wallace [traducción libre].

2. Deal Price – Non-Interested Transaction

- Cuestionamientos al flujo de caja a valor presente

La Corte Suprema de Delaware se apartó de este criterio para considerar al *deal price* o “precio de la transacción” como el valor adecuado para compensar al accionista disidente. La aplicación de este nuevo método obedecía a lo subjetivo que podía resultar valorizar las acciones de una empresa usando la metodología del flujo de caja a valor presente. En ese sentido, se puede observar que, en *Dell, Inc. c. Magnetar Global Event Driven Master Fund Lt.*, la Corte resolvió que

[a]s is common in appraisal proceedings, each party –petitioners and the Company– enlisted highly paid, well-credentialed experts to produce DCF valuations. But their valuations landed galaxies apart –diverging by approximately \$28 billion, or 126%¹⁸ (2017).

Ya antes, sin embargo, frente a otro pedido de correcta valorización de las acciones de una compañía, la Corte de Equidad había establecido en *ISN Software* que

[i]n a competition of experts to see which can generate the greatest judicial skepticism regarding valuation, [...] this case, so far, takes the prize: one of the Petitioners’ experts opines that fair value is greater than eight times that implied by the DCF provided by the Respondent’s expert¹⁹ (2016, p. 2).

En este caso, las diferencias entre las valorizaciones se debieron a factores tales como (i) el plazo para la estimación de los flujos de caja futuros, (ii) las necesidades incrementales de capital de trabajo y (iii) el tamaño de la prima para determinar el costo de capital (Hamermesh & Wachter, 2018, p. 19). Más aún, en *Peltz c. Hatten* la Corte de Distrito de Delaware había concluido que “[t]he DCF method involves projections of future cash flows [...] and judgments about liquidity and the cost of capital²⁰ (2002, pp. 337-338).

De acuerdo con lo indicado por Hamermesh y Wachter, el frecuente uso del método de flujo de

caja a valor presente como remedio para valorizar acciones –también conocido como *appraisal remedy*–, desapareció como tendencia con las decisiones de la Corte Suprema de Delaware en *DFC Global Corp. c. Muirfield Value Partners, L.P.* y en el ya antes mencionado *Dell, Inc. c. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd.* En ambos casos del 2017 se concluyó que “en una transacción entre partes no vinculadas [...] libres de cualquier conflicto de interés [...] la mejor evidencia de valor justo es el precio de la transacción” (2018, p. 24).

- El uso del deal price

Respecto al uso del *deal price*, Hamermesh y Wachter, citando una serie de decisiones de las cortes de Delaware que establecen los criterios para que este método sea considerado para el uso y ejercicio del *appraisal right*, señalan dichos seis criterios: (i) la existencia de un proceso competitivo de compra entre varios posibles adquirentes; (ii) de no existir un proceso competitivo, el que las partes prueben que el proceso se publicitó adecuadamente y no existió deslealtad o interés personal; (iii) la duración del proceso de venta; (iv) los esfuerzos realizados por la empresa objetivo y sus banqueros de inversión sobre el número de potenciales compradores que fueron contactados; (v) si la información entregada a las partes interesadas fue adecuada o no lo fue; y, (vi) el grado de conocimiento público sobre la transacción de venta, entre otras (Hamermesh & Wachter, 2018, p. 36).

En adición a lo anteriormente mencionado, correctamente, ambos, en el contexto de una fusión de empresas, concluyen que

the developing framework invites the courts to **accept the deal price as the proper measure of fair value**, not because of any presumption that would operate in the absence of proof, but where **the proponent of the transaction affirmatively demonstrates that the transaction would survive judicial review under the enhanced scrutiny standard applicable to fiduciary duty-based challenges** to sales of corporate control²¹ (2018, p. 1) [el énfasis es nuestro].

¹⁸ Como es común en los procesos de valorización cada parte –los solicitantes y la empresa– contrata expertos bien remunerados y con grandes credenciales, cuyas valorizaciones pueden diferir significativamente, con diferencias de hasta US\$ 28 billones o 126 % [traducción libre].

¹⁹ En una competencia entre expertos para ver cuál podía generar mayor duda en la valorización, [...] como en este caso, se llegó al precio usando el flujo de caja descontado a valor presente con una valorización 8 veces mayor a la del experto del demandado [traducción libre].

²⁰ La metodología de valorización bajo el flujo de caja descontado involucra necesariamente presunciones de la tasa de crecimiento de la empresa [...] y juzgamientos sobre la liquidez y la tasa del costo de capital [traducción libre].

²¹ El marco de desarrollo invita a las cortes a que el precio de la transacción sea la medida adecuada para determinar el valor razonable, no debido a cualquier presunción que vaya a actuar por ausencia de prueba, si no cuando el proponente

Es decir, las cortes de Delaware aceptan actualmente el precio fijado en la relación de canje de una fusión como aquel valor razonable para valorizar las acciones del accionista disidente, en tanto este se de en el marco de una transacción de fusión de empresas y el accionista controlador haya actuado cumpliendo los más altos estándares de sus deberes fiduciarios, lo que es conocido como el *enhanced scrutiny*.

– Aplicación a la realidad peruana

Ahora bien, para que en el Perú podamos llegar a la misma conclusión a la que ha llegado la jurisprudencia mayoritaria y la reciente jurisprudencia de la Corte del Estado de Delaware debemos considerar, en concreto, tres factores:

- (i) Si es que el ejercicio del derecho de separación puede ser ejercido en el contexto de una transacción de adquisición de una empresa: por ejemplo, en la LGS –a diferencia de lo que establece la DGCL– se admite el ejercicio de dicho derecho en múltiples circunstancias (como son los casos del cambio del objeto social, el cambio del domicilio al extranjero y otros más), en adición a la utilización de este mecanismo en los casos de fusión y escisión de sociedades, pero no en el caso de la transferencia del control de una empresa;
- (ii) Si al tomar la decisión el accionista controlador actuó respetando sus deberes fiduciarios, conforme a lo dispuesto en el artículo 133 de la LGS. Consideramos que dicho artículo establece un estándar de deber de lealtad innecesario, ya que prohíbe que el accionista de control adopte decisiones en las cuales tenga conflicto de intereses, aun cuando este haya revelado la existencia del conflicto y la transacción se realice en condiciones de mercado; y,
- (iii) Si es que la sociedad está obligada a pagar el valor razonable por las acciones, ya que la LGS no aplica dicho criterio. Nosotros creemos que ello no ocurre, salvo en el supuesto del deslistado de las acciones que indica el Reglamento de OPA y OPC, en que dada la gama de métodos de valorización que puede utilizar una entidad valorizadora, se puede colegir que el legislador quiso incorporar un criterio similar al del valor razonable.

Creemos que, para poder aplicarse en el Perú el principio del *enhanced scrutiny* en el marco de la toma de control de una empresa, deberían realizarse –en primer lugar– diversos cambios normativos, tales como (i) incorporar el ejercicio del derecho de separación en el caso de la transferencia de control de una empresa; (ii) flexibilizar la rigidez del artículo 133 de la LGS; (iii) permitir que el uso del principio del **valor razonable** pueda ser usado en el caso de sociedades cuyas acciones no se cotizan en la Bolsa de Valores, o no estén inscritas en el RPMV; y, (iv) definir con mayor claridad el uso del valor razonable en el caso de la fusión de sociedades cuyas acciones sí se cotizan en la Bolsa, entre otras medidas.

V. METODOLOGÍA PARA VALORIZAR ACCIONES EN EL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN

A. Ejemplo del uso del flujo de caja a valor presente neto

A pesar de que las cortes del Estado de Delaware y las de otras jurisdicciones en los Estados Unidos han minimizado el uso del flujo de caja a valor presente, en la práctica financiera esta metodología de valorización sigue siendo la predilecta por la mayoría de los banqueros, asesores financieros y empresarios que ejercen su práctica en distintas jurisdicciones. Por ello, y dado que hemos citado en varias oportunidades la metodología del flujo de caja a valor presente de una empresa, consideramos necesario hacer un repaso de esta metodología de cálculo y sus principales variables.

Para valorizar al flujo de caja a valor presente de una empresa en particular se deben, en primer lugar, proyectar sus flujos de ingresos y egresos de caja (no ingresos o egresos contables) por un plazo razonable, que puede estar entre los 5 a 10 años (Proyección). Para dicha Proyección, por el lado de los ingresos, se usan diversos factores como el crecimiento porcentual histórico de las ventas de la empresa valorizada, el tamaño del mercado relevante y el potencial de crecimiento de la empresa para captar una mayor cuota de participación de dicho mercado, entre otros. Por el lado del costo y el gasto, se estima el crecimiento porcentual histórico y, de otro lado, los ahorros que se puedan generar por avances tecnológicos, sinergias de integración vertical u horizontal, entre otras variables.

de la transacción puede sustentar afirmativamente que (dicho precio) sobrevive la revisión del estándar de escrutinio más elevado aplicable a los deberes fiduciarios basados en cuestionamientos a la transferencia del control de una empresa [traducción libre].

Luego de ello, dicha Proyección se lleva a perpetuidad, dado que la mayoría de las empresas se constituyen por plazo indefinido. Pero cabe cuestionarnos ¿cómo proyectar los flujos de ingresos y egresos caja a perpetuidad? Esto se calcula usando la fórmula de la perpetuidad (Perpetuidad)²².

De ese modo, el resultado de la sumatoria de (i) la Proyección, más (ii) la aplicación de la fórmula de Perpetuidad nos da como resultado el valor futuro de la empresa (Valor Futuro). Pero ello no es suficiente, ya que aún debemos traer el Valor Futuro a valores del día de hoy o presentes (Valor Presente). Para dicha finalidad, se debe aplicar una tasa de descuento o costo de oportunidad (Tasa de Descuento). Respecto a la Tasa de Descuento, esta debe incorporar, como mínimo, dos factores²³: por un lado, el valor del dinero en el tiempo y, por el otro, el factor de riesgo²⁴.

La razón es sencilla, la promesa de recibir un dólar a futuro siempre valdrá menos que recibir el mismo dólar el día de hoy. Es decir, si depositamos un dólar en una cuenta bancaria a plazo actualmente, en un año este habrá acumulado una rentabilidad del 2% o 3%, que es la tasa de interés que el banco paga por este tipo de depósitos. Asimismo, puede ser que ese mismo dólar a futuro no lo termine recibiendo por distintas razones (por ejemplo, por una mala gestión) y es por ello que el riesgo debe tomarse en cuenta.

Por ello, si al Valor Futuro se le aplica la Tasa de Descuento hallaremos el valor presente neto de la inversión (Valor Presente Neto). Ello se ve representado por la fórmula matemática expuesta a continuación:

$$VP = \frac{VF}{(1 + i)^n}$$

VP	Valor Presente Neto
VF	Valor Futuro
i	Tasa de Descuento o Costo de Oportunidad
n	Períodos

Ahora bien, para establecer el monto del Valor Presente Neto que les corresponde a los accionistas, se debe descontar el valor de la deuda de la em-

presa a corto y largo plazo, ya que este representa fondos que la empresa le debe a terceros (Deuda). Por consiguiente, se desprende que el valor del patrimonio será igual al Valor Presente Neto menos el monto de la Deuda (Valor del Patrimonio). Finalmente, para hallar el valor que debiera pagársele al accionista que se separa de la sociedad, se debe multiplicar el Valor del Patrimonio por el porcentaje de acciones que dicho accionista tiene en la empresa²⁵.

Es decir, ello se vería reflejado por la siguiente fórmula:

$$VP = \frac{[VF + (\text{Valor a la Perpetuidad}) - \text{Valor de Deuda}] \times \% \text{ de acciones de titularidad accionista disidente}}{(1 + i)^n}$$

B. ¿Debe usarse siempre la metodología de Flujo de Caja a Valor Presente?

Según lo expuesto por el autor de este artículo antes (2003), el Flujo de Caja a Valor Presente era la mejor metodología para valorizar empresas, sin importar el sector. Existían casos muy excepcionales en los que podían utilizarse los métodos de compañías comparables, transacciones comparables y el valor de reemplazo, entre otros mecanismos.

Debido al paso del tiempo desde la redacción de dicho artículo y el *boom* tecnológico que vive la economía global, consideramos que no podemos dejar de analizar el cuestionamiento referido a cómo es que se valorizan actualmente las empresas de tecnología. Ello resulta fundamental de cara a la jurisprudencia que establezcan las Cortes de los distintos estados de los Estados Unidos ya que, tal como hemos visto, esta podría variar según la industria de la empresa que sea materia de la valorización.

C. Metodologías para valorizar empresas de tecnología

De acuerdo con The Economist, cuatro de las cinco principales empresas de tecnología en los Estados Unidos (Alphabet²⁶, Amazon, Apple y Microsoft²⁷) están valorizadas, cada una, en más de un trillón de dólares. Cabe resaltar que estas cinco empresas –sumadas con Facebook– superan los US\$ 5.6

²² $VP = \frac{(\text{Flujo})}{i}$

²³ No estamos considerando el riesgo país para estos efectos.

²⁴ También puede incorporar el costo de endeudamiento, llegando a una tasa de descuento conocida como el Weighted Average Cost of Capital o WACC.

²⁵ Por ejemplo, las denominadas acciones de inversión no le otorgan a su titular el derecho de separación.

²⁶ Sociedad matriz de Google.

²⁷ Facebook es la quinta empresa de tecnología en términos de valor y está valorizada en US\$ 620 billones.

trillones, es decir, casi la quinta parte del valor total de las acciones que cotizan en el índice de S&P 500²⁸ (2020).

Algunas de estas empresas, a la fecha, solo han tenido flujos de caja a valor presente muy limitados y, sin embargo, están valorizadas en más de un trillón de dólares, como es lo que ha ocurrido con Alphabet, la sociedad matriz de Google (Elías, 2020). La multinacional, en su individualidad, vale más de tres veces el producto bruto interno peruano (PBI).

Todas estas empresas inclusive han superado por varios kilómetros la valorización bursátil de empresas ya bien establecidas a nivel internacional como General Electric o General Motors. Entonces, la pregunta que nos surge es ¿cómo se valorizan estas empresas que aún tienen flujos de caja a valor presente limitados?

Sobre este particular, Koller *et al.* afirman que aun cuando el flujo de caja a valor presente parece pertenecer a la vieja escuela, funciona ahí donde otros métodos de valorización no lo hacen: los principales principios de las finanzas aplican aún en territorios inexplorados, como es el caso de las *start-ups* y muchas empresas de tecnología (2015). Otras alternativas de valorización, como el precio a utilidad o el valor como múltiplo de las ventas, son de uso limitado cuando las utilidades son negativas y cuando no existen buenos comparables del múltiplo de las ventas (2015).

Según el artículo citado, no obstante los componentes para la valorización de las empresas de tecnología son los mismos, su orden y énfasis defieren en algunos elementos: en vez de comenzar por medir el performance pasado para proyectar el flujo de caja a valor presente, se inicia examinando el potencial de desarrollo y crecimiento del mercado relevante donde opera la empresa —que debiera tener una curva marcadamente acentuada de crecimiento durante los primeros años— y la participación estimada que de dicho mercado pueda llegar a tener la empresa en cuestión. Luego de ello, el plazo por el que ese crecimiento acelerado y sostenido puede durar hasta que el crecimiento se estabilice. De acuerdo con el artículo, para el caso de las *start-ups* —incluyendo a las de tecnología—, sus mercados relevantes tienden a estabilizarse en un plazo que va de entre 10 a 15 años proyectados a futuro (Koller *et al.*, 2015).

Ahora bien, valorizar acciones en el sector tecnológico resulta, en definitiva, altamente complejo. Hennessy resalta principalmente cinco dificultades para lograr dicha valorización. Nosotros nos referiremos a dos de ellas: (i) estimar el tiempo que perdurará el crecimiento acelerado de la empresa en cuestión e (ii) identificar qué empresas van a ser las primeras en capturar una cuota importante del mercado relevante (*first mover advantage*) (2017). Consideramos que estos dos factores son fundamentales para poder proyectar los flujos de caja futuros de la empresa en cuestión y traerlos a valores presente.

VI. CONCLUSIONES

Luego de realizar una revisión y análisis de legislación nacional y extranjera, así como de la jurisprudencia de las cortes de Delaware y las metodologías de valorización más modernas, consideramos que los límites de valorización establecidos en el artículo 200 de la LGS deberían contemplar distintos métodos de valorización. Principalmente, esto se da en adición al acuerdo entre las partes y el valor en libros, tales como son los casos del valor de negocio en marcha, valor de liquidación de la sociedad y el flujo de caja a valor presente, entre otros.

De ese modo, nuestra recomendación, en relación al uso de una metodología en específico en el ejercicio del derecho de separación, se aplica para cualquiera de los siguientes supuestos establecidos en el artículo 200 de la actual LGS: (i) el cambio del objeto social; (ii) el traslado del domicilio al extranjero; y (iii) la creación de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o la modificación de las existentes (ello no puede ser aplicable para el caso de las sociedades anónimas abiertas). Sin embargo, debe identificarse de manera independiente la metodología de valorización a utilizar en los casos del ejercicio de derecho de separación por exclusión de valores del RPMV y en los casos de fusión y escisión. En ese sentido, pasamos a detallar nuestro análisis y conclusiones.

1. En el caso de las sociedades anónimas regulares —es decir, todas aquellas sociedades que no tienen acciones que se cotizan en la bolsa, ni son sociedades anónimas cerradas— o las sociedades anónimas cerradas la metodología, en nuestra opinión, debiera ser la siguiente:

²⁸ Es el principal índice bursátil de Estados Unidos el cual incluye las 500 empresas más representativas de la Bolsa de Nueva York.

- (i) El método de flujo de caja a valor presente que toma en consideración el factor del valor del dinero en el tiempo y el riesgo, así como la capacidad del negocio para generar flujos de caja a futuro (a excepción de que medien circunstancias excepcionales que hagan que otra metodología sea preferida). Por ejemplo, en el caso de una sociedad que será objeto de liquidación, será lógico que se use el valor de reemplazo;
 - (ii) En caso de fusión o escisión, la metodología debiera ser el valor por acción considerado para la relación de canje, siempre que se demuestre que ha sido acordada entre partes desinteresadas –que no tienen vinculación económica entre sí– y en función a los valores de mercado.
2. En el caso de las sociedades anónimas abiertas o en el de aquellas sociedades cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores y que no han sido materia de un acuerdo de exclusión del RPMV, la metodología podrá adaptarse a cualquiera de los siguientes supuestos:
- (i) En caso de fusión o escisión entre partes que no tengan conflicto de interés, la valorización debe responder al valor pactado por las partes para la relación de canje por cada acción, en tanto dichos valores sean de mercado;
 - (ii) En caso de fusión o escisión entre partes con conflicto de interés, el método debe ser el de flujo de caja a valor presente;
 - (iii) En los demás casos, la valorización debe responder al valor dado por el mercado, siempre que al momento de ejercer el derecho de separación se cumplan los requisitos establecidos por el Reglamento de OPA y OPC, los cuales son dos específicos: (i) que el total de acciones negociadas represente más del cinco (5) por ciento del total de valores en circulación y (ii) tenga una frecuencia de negociación mayor al sesenta (60) por ciento. En efecto, de no cumplirse estos supuestos, deberá recurrirse a una entidad valorizadora.

Es importante señalar que, de acuerdo con la Exposición de Motivos del Reglamento de OPA y OPC (2006), el trasfondo detrás de establecer un volumen mínimo de transacciones respecto del

total de acciones en circulación, así como de regular una frecuencia de negociación mínima, tiene como principal objetivo que el precio que se determine en base a esos criterios responda a un valor de mercado. Se excluyen aquí las transacciones extremas, es decir, las transacciones más grandes y las más pequeñas.

3. En el caso de las sociedades cuyas acciones se cotizan (o están registradas) en la Bolsa de Valores de Lima y que han acordado su deslistado a través de la junta general de accionistas, los métodos pueden ser los siguientes:

- (i) El flujo de caja a valor presente, o,
- (ii) El valor promedio ponderado del último semestre y no del último trimestre como lo señala la norma actual, a efectos de homogenizar lo señalado por el Reglamento de OPA y OPC y la LGS. Con este propósito, se considerará el precio de cierre de cotización respecto del día en el que se ejerció el derecho de separación, siempre que en ese momento se cumpla con que el total de acciones negociadas represente más del cinco (5) por ciento del total de valores en circulación y tenga una frecuencia de negociación mayor al sesenta (60) por ciento, en relación con lo establecido por el Reglamento de OPA y OPC. De lo contrario, la valorización deberá ser aquella que resulte de múltiples de transacciones o compañías comparables, realizada por una entidad valorizadora.

Finalmente, no podemos dejar de hacer mención los métodos de valorización de las empresas de tecnología. Aun cuando en los antecedentes más recientes se ha utilizado el flujo de caja a valor presente, no nos atrevemos a recomendar que deba utilizarse dicho mecanismo en todos los casos hacia futuro, dada la gran capacidad de innovación de dicha industria que se encuentra en permanente cambio. ¶

REFERENCIAS

Abramovich Ackerman, D. (2007). El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente. *Ius et Veritas*, (34), 169-175. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12316>

Elías Laroza, E. (2000). *Derecho Societario Peruano: La Ley General de Sociedades del Perú*. Lima: Gaceta Jurídica.

- Elías, J. (16 de enero de 2020). Alphabet, Google's parent company, hits trillion-dollar market cap for first time. *CNBC*. <https://www.cnbc.com/2020/01/16/alphabet-stock-hits-1-trillion-market-cap-for-first-time.html>
- Ferrero Álvarez-Calderón, G. (2003). Aspectos económicos y financieros en las fusiones en el Perú. *Advocatus*, (9), 317-328.
- Hamermesh, L. A., & Wachter, M. L. (2018). *Finding the Right Balance in Appraisal Litigation: Deal Price, Deal Process, and Synergies*. Faculty Scholarship at Penn Law.
- Hennessy, C. (05 de diciembre de 2017). 5 reasons valuing tech firms is tough. *London Business School*. <https://www.london.edu/think/5-reasons-valuing-tech-firms-is-tough---5-ways-to-tackle-doing-it>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company.
- Paz-Ares Rodríguez, J., & Perdices Huetos, A. B. (2010). Lógica y límites de los descuentos por inliquidez y minoría en la valoración de participaciones sociales. *Revista española de capital riesgo*, (2), 3-19.
- The Economist (20 de febrero de 2020). How to make sense of the latest tech surge. <https://www.economist.com/leaders/2020/02/20/how-to-make-sense-of-the-latest-tech-surge>
- LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES**
- Cede & Co., Inc. c. MedPointe Healthcare, Inc., No. Civ. A. 19354-NC, 2004 WL 2093967 (Delaware Ch. 2004).
- Código de Comercio [C. Com.] (Colom.).
- Companies Act 2006, c. 46 (U.K.).
- Corte Suprema de Justicia, Sala Civil Permanente, sentencia de casación 1075-2000, de 2 de junio de 2000 (Perú).
- Decreto Legislativo No. 774, Ley del Impuesto a la Renta, 30 de diciembre de 1993, El Peruano (Perú).
- Decreto Supremo de Hacienda No. 702, Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas, Mayo 27, 2011, Diario Oficial [D.O.] (Chile).
- Decreto Supremo No. 122-94-EF, Reglamento de la Ley del Impuesto a la Renta, 19 de septiembre de 1994, El Peruano (Perú).
- Delaware Code, Tit. 8, Ch. 1 (General Corporation Law).
- Dell, Inc. c. Magnetar Global Event Driven Master Fund Ltd., 177 A.3d 1 (Del. 2017)
- Directiva 2019/1151, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifica la Directiva 2017/1132 en lo que respecta a la utilización de herramientas y procesos digitales en el ámbito del Derecho de sociedades, 2019 O.J. (L 186), 80.
- DFC Global Corp. c. Muirfield Value Partners, L.P., 172 A.3 346 (Del. 2017).
- In re ISN Software Corp. Appraisal Litigation, 2016 Del. Ch. LEXIS 125 (Del. Ch.).
- Ley de Sociedades de Capitales (B.O.E. A 2010, 10544) (Esp.).
- Ley No. 18.046, Ley de Sociedades Anónimas, Octubre 21, 1981, Diario Oficial [D.O.] (Chile).
- Ley No. 26887, Ley General de Sociedades, 5 de diciembre de 1997, El Peruano (Perú).
- Ley del Mercado de Valores [LMV], Diario Oficial [DOF] 30-12-2005, últimas reformas DOF 9-1-19 (Méx.).
- Ley General de Sociedades Mercantiles [LGSM], Diario Oficial de la Federación [DOF] 4-8-1934, últimas reformas DOF 14-6-18 (Méx.).
- N. Y. Bus. Corp. Law (N.Y.).
- Peltz c. Hatten, 279 B.R. 710 (D. Del. 2002).
- Resolución Conasev 0009-2006, Reglamento de Oferta Pública y Adquisición de Compra de Valores por Exclusión, de 2 de marzo de 2006 (Perú).
- Revised Model Business Corporation Act, 2016.
- S.A.P. (Madrid), 24 de julio de 2015 (216/2015) (Esp.).
- Tri-Continental Corp. c. Battye et al, 74 A.2d 71 (C.S. Delaware 1950).