

# LA VALORACIÓN DE LOS BLOQUES PATRIMONIALES EN LOS CASOS DE FUSIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS CON PATRIMONIO NETO NEGATIVO. UNA REVISIÓN AL ARTÍCULO 119º, INCISO D) DEL NUEVO REGLAMENTO DE REGISTRO DE SOCIEDADES

ITALO CARRANO TARRILLO

Abogado.

Profesor de Derecho de la Empresa  
de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y de Derecho Mercantil  
de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

## SUMARIO

- I. Introducción. - II. La valoración de los bloques patrimoniales como herramienta para determinar la participación de los socios en una fusión. -  
III. Hacia una revisión del planteamiento del artículo 119º, inciso D)  
del nuevo reglamento del Registro de sociedades.

## I. INTRODUCCIÓN

- 1.1 La reforma de la legislación societaria efectuada a finales de la década pasada quedó incompleta sin la promulgación (inmediata) de una nueva reglamentación aplicable al registro de las sociedades y de los actos de éstas.

Así, el 1 de enero de 1998, cuando entró en vigencia la Ley General de Sociedades (Ley Nº 26887), la norma vigente para el registro de los actos de las sociedades era el Reglamento del Registro Mercantil (el mismo que fue aprobado por Oficio Nº 760/69 de la Corte Suprema de la República en el año 1969).

La necesidad de adecuar la reglamentación registral a las novedades de la nueva Ley General de Sociedades fue notada (tempranamente) por las autoridades a cargo del Sistema Nacional de Registros Públicos. Producto de esa preocupación fue promulgado, en el mes de julio de 2001, el nuevo Reglamento de Registro de Sociedades. Éste fue aprobado por Resolución Nº 200-2001-SUNARP/SN. Dicho reglamento ha permitido completar la reforma societaria iniciada en 1998.

- 1.2 Una de las novedades recogidas en el nuevo Reglamento de Registro de Sociedades se encuentra en su artículo 119º, inciso d). Esta norma prohíbe el aumento de capital en la sociedad receptora de un bloque patrimonial con valor negativo. Como consecuencia de este mandato, en forma adicional, se prohíbe la emisión de acciones (de la nueva sociedad receptora) para los socios de aquella persona jurídica que entregó el bloque patrimonial con valor negativo.

En tal sentido, el artículo materia de análisis señala que "Para la inscripción de la fusión, la escritura pública deberá contener, además de lo prescrito por el artículo 358º de la Ley: (...) En caso sea negativo el valor neto del bloque patrimonial que se transfiere, se dejará constancia de su monto y esa circunstancia producirá que la absorbente no aumente su capital ni emita nuevas acciones. Tratándose de fusión por constitución, se dejará constancia de que la nueva sociedad no emite acciones o participaciones sociales a favor de los socios de la sociedad que se extingue por fusión" (el subrayado es nuestro).

Este trabajo tiene como finalidad analizar la adecuación a derecho y la conveniencia de la obligación contenida en el citado artículo 119º, inciso d). Para este efecto, debemos revisar cuál es el efecto de la prohibición recogida, así como los fundamentos que permiten sustentar (y criticar) dicho mandato general.

## II. LA VALORACIÓN DE LOS BLOQUES PATRIMONIALES COMO HERRAMIENTA PARA DETERMINAR LA PARTICIPACIÓN DE LOS SOCIOS EN UNA FUSIÓN

2.1 El artículo 344º de la Ley General de Sociedades establece el concepto de la fusión de sociedades en nuestro ordenamiento jurídico. Así, esta norma señala que: *"Por la fusión dos o más sociedades se reúnen para formar una sola cumpliendo los requisitos prescritos por esta ley. Puede adoptar alguna de las siguientes formas:*

- 1. La fusión de dos o más sociedades para constituir una nueva sociedad incorporante origina la extinción de la personalidad jurídica de las sociedades incorporadas y la transmisión en bloque, y a título universal de sus patrimonios a la nueva sociedad; o,*
- 2. La absorción de una o más sociedades por otra sociedad existente origina la extinción de la personalidad jurídica de la sociedad o sociedades absorbidas. La sociedad absorbente asume, a título universal, los patrimonios de las absorbidas.*

*En ambos casos, los socios o accionistas de las sociedades que se extinguen por la fusión reciben acciones o participaciones como accionistas o socios de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente, en su caso".*

A partir del artículo revisado, se desprende el hecho que la fusión de sociedades (en cualquiera de sus modalidades) supone un proceso de concentración empresarial. Así, la fusión es una operación mercantil que tiene como efectos la extinción de todas las sociedades que se fusionan (excepto, claro está, la sociedad absorbente), la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la única entidad resultante y la incorporación de los socios de todas las sociedades en la sociedad nueva (o en la absorbente).

Cada uno de estos efectos descritos nos permite concluir que a partir de una fusión se producirá la integración absoluta (en un único acto) de todos los elementos personales y patrimoniales de cada una de las sociedades participantes.

2.2 En tanto fenómeno de concentración empresarial, resulta de la mayor importancia para los accionistas de todas las sociedades participantes determinar su nueva participación en el capital de la persona jurídica resultante de la fusión. Éstos querrán saber cuántas acciones de la nueva sociedad (o de la sociedad absorbente) recibirán por su participación en alguna de las personas jurídicas participantes de la fusión.

La fijación de la participación de los accionistas en la sociedad receptora resulta del establecimiento de una relación de intercambio entre las antiguas acciones de cada sociedad participante y las nuevas acciones que se emitirán como consecuencia de la fusión. Este ratio de intercambio es denominado *"la relación*

*de canje de la fusión*<sup>1</sup>.

La relación de canje obliga a establecer una unidad de medida referencial que determina el número de acciones o participaciones de la sociedad resultante que deben asignarse a los socios de las sociedades que se extinguen, en sustitución de un número determinado de acciones o participaciones de éstas.

La relación de canje se determinará a partir de dos procedimientos complementarios. En primer término, será preciso establecer la participación relativa de cada una de las sociedades participantes en la fusión; esto es, el número de acciones que corresponderá a cada sociedad en el capital social de la sociedad receptora.

Una vez obtenido el resultado de dicho cálculo (y en atención al mismo) será necesario determinar las reglas que permitirán dividir cada participación relativa mencionada entre todos los socios de las sociedades participantes. Este último cálculo permitirá (en forma efectiva) sustituir un número determinado de acciones de las sociedades participantes en la fusión por un número específico de participaciones en la nueva sociedad resultante.

Nótese, entonces, como un proceso de fusión (en relación con el procedimiento de establecimiento de las participaciones sociales) conlleva dos operaciones distintas. Una primera que evalúa externamente a las sociedades involucradas y atiende a la comparación conjunta de todas las sociedades; mientras que una segunda (de carácter "interno") precisa los criterios de reparto de las participaciones de la sociedad resultante que corresponde asignar entre los socios de cada una de las sociedades que se extinguen.<sup>2</sup>

- 2.3 Este trabajo se referirá a la primera de las operaciones descritas en el apartado precedente (el cálculo de la participación relativa de cada sociedad en una fusión). Esta operación requiere establecer - en forma previa - el valor del patrimonio de las sociedades participantes en la fusión (es decir, deberá calcularse el valor de los bloques patrimoniales a ser transferidos por el proceso de fusión).

La relación de participación se establece a partir de la negociación de la fusión, llevada a cabo por los administradores de cada una de las sociedades participantes, y tiene su fundamento en la valoración asignada a los bloques patrimoniales a ser transferidos como consecuencia de la fusión. En tal sentido, se requiere para el establecimiento de esta participación relativa saber cuál será el valor de la sociedad participante a efectos de la fusión.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Nuestra legislación de sociedades mercantiles no establece un concepto de "relación de canje". Sin embargo, como señala Angel Posa, puede definirse este como: "... la acción de la participación que en el capital de la sociedad absorbente o en la nueva sociedad correspondió a los socios de las sociedades a extinguir". ROSO, Angel. "La fusión de sociedades anónimas". En La reforma de la Ley de Sociedades Anónimas. Madrid, 1987, pág. 351. Tomado de PÉREZ TRONJA, Adoración. La determinación del tipo de canje en la fusión de sociedades. Marcial Pons, Madrid, 1998, capítulo 1., nota 19. Similar definición puede obtenerse de SÁNCHEZ OLIVAN, José. La fusión y la cesión de sociedades. Aportación de activos y canje de valores. Cesión global del activo y del pasivo. Estudio económico, jurídico y fiscal. Editorial de Derecho Reunidas, Madrid, 1996, pág. 39 y siguientes.

<sup>2</sup> En ese sentido, "la fusión de sociedades presupone dos operaciones diversas que sirven una función distinta, operando en virtud de la primera de ellas la sistemización y el cálculo del valor comparativo y combinatorio de las participaciones sociales de los socios de las respectivas sociedades, mientras que una segunda operación en la sistemización de la estructura interna del "canje o canjeado". PÉREZ TRONJA, Adoración. Op. Cit., capítulo 3, nota 3.

<sup>3</sup> Es importante notar que cuando hablamos de valoración de empresas, nos referimos al intento de encontrar un valor justificable para una entidad económica. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el

La determinación del valor del bloque patrimonial a ser transferido es una tarea compleja. Para este efecto, las disciplinas contables y financieras establecen un conjunto de métodos de valoración, destinados a medir el valor real de los bloques a ser transferidos.

En forma general, los métodos de valoración pueden ser clasificados en cuatro grupos, a saber: (i) métodos basados en el valor patrimonial; (ii) métodos basados en la rentabilidad de la empresa; (iii) métodos basados en el fondo de comercio o *goodwill*; y, (iv) métodos basados en el descuento de flujos de fondos. Revisemos en forma general cada uno de ellos.<sup>4</sup>

- 2.4 Los métodos basados en el valor patrimonial tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de su patrimonio. Estos métodos ofrecen una visión estática de la empresa, toda vez que no consideran la evolución futura de la misma. Dentro de estos métodos, se encuentran: (i) valor contable; (ii) valor contable ajustado; (iii) valor de liquidación; y, (iv) valor sustancial.

El valor contable (denominado también valor en libros o de patrimonio neto) resulta de la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible según la contabilidad, es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas hacia terceros.

El método del valor contable ajustado también parte del valor asignado a los activos y pasivos de la empresa en la contabilidad; aunque (en este caso) se introducen correcciones no recogidas en la contabilidad para adecuar algunas partidas contables al valor de mercado. Estas correcciones se encuentran referidas a deudas incobrables, plusvalías de activos fijos, etc.

El método del valor de liquidación se utiliza en caso la empresa desea dejar de operar, y debe proceder a cancelar sus deudas y cobrar sus acreencias. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado (calculado en función al método del párrafo anterior) los gastos de liquidación (por ejemplo, indemnizaciones por despidos, gastos notariales, honorarios del liquidador, etc.).

Finalmente, el valor sustancial es "... el valor de continuación estimado sobre la base de la sustitución actual de los bienes y derechos que constituyen el patrimonio de la empresa".<sup>5</sup> Así, éste corresponde al valor de reposición de los activos necesarios para la continuación del negocio. Este concepto es opuesto al valor de liquidación y usualmente no incorpora aquellos bienes que no sirven a la explotación del negocio.

comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de empresa y que no tiene que coincidir con el valor que ha determinado la valoración. Una empresa tiene normalmente distinto valor para distintos compradores y también puede tener distinto valor para comprador y vendedor.

Los métodos de valoración se aplican siempre desde una determinada perspectiva, que puede ser la del comprador o la del vendedor. De acuerdo al punto de vista del primero se trata de determinar en cierta medida el valor máximo que debería estar dispuesto a pagar por lo que le aportará la empresa a cambio; desde el punto de vista del vendedor se trata de saber cual será el valor mínimo al que debería aceptar la operación. Esta par de valores son los que se conformarán en una negociación en la cual finalmente se acuerda un precio que está generalmente en algún lugar intermedio de ambos.

No resulta objeto de este trabajo la realización de una revisión exhaustiva de los métodos de valoración de empresas. Una revisión detallada de los métodos de valoración de empresas puede ser efectuada a partir de los siguientes autores: BALLARÍN, Eduard, CRANGL, Josef y FERNÁNDEZ, Pablo: "Fusiones y adquisiciones de empresas. Un enfoque integrador". Madrid, 1994, capítulo 8; INSTITUTO SUPERIOR DE ESTUDIOS EMPRESARIALES "Valoración de empresas". Ediciones Mundiprensa, Madrid, 1995, capítulo 2; y GIL SANGUINETI, Fernando: "Valoración de empresas. Fusiones y adquisiciones". Materiales de conferencia. Cámara Oficial de Comercio de Euzkadi en el País, Escuela de Alta Dirección y Administración (EADA), Lima, páginas 23 y siguientes.

BALLARÍN, Eduard Op. Cit., pag. 76.

2.5 Frente a los métodos patrimoniales caracterizados por ser estáticos, se encuentran los métodos que ofrecen una visión dinámica de la empresa. Dentro de este grupo encontramos:

- a. Los métodos basados en la rentabilidad de la empresa buscan determinar el valor de ésta a partir de una estimación de su rentabilidad futura. En este grupo, podemos encontrar los métodos de capitalización de beneficios futuros (valor de los beneficios) y los que capitalizan dividendos futuros (valor de los dividendos).
- b. Los métodos basados en el fondo de comercio o *goodwill*. Estos métodos parten de un punto de vista mixto; por un lado, realizan una evaluación estática de los activos de la empresa, y por otro, le confieren un carácter dinámico a la valoración; toda vez que estiman el valor que generará la empresa en el futuro.

Ahora bien, los métodos basados en el fondo de comercio o *goodwill* considerarán el valor de los elementos inmateriales (no registrados en la contabilidad) de la empresa. Este valor se añadirá al activo neto cuando se efectúe la operación de valoración.

Para este efecto, se calculará el valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto del patrimonio más una plusvalía resultante del valor del rendimiento (beneficios futuros). Así, se evaluarán los activos de la empresa para obtener el valor sustancial (valor de reposición) y, luego, mediante la aplicación de técnicas de capitalización de beneficios futuros se determinará el valor económico añadido al indicado valor sustancial por las operaciones de la empresa.

- c. Los métodos basados en el descuento de flujos de fondos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (*cash flows*) que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.<sup>6</sup>

### III. HACIA UNA REVISIÓN DEL PLANTEAMIENTO DEL ARTÍCULO 119, INCISO D) DEL NUEVO REGLAMENTO DE REGISTRO DE SOCIEDADES

- 3.1 Como ya hemos señalado en la introducción de este trabajo, el artículo 119<sup>6</sup>, inciso d) del Reglamento de Registro de Sociedades dispone que: *“Para la inscripción de la fusión, la escritura pública deberá contener, además de lo prescrito por el artículo 358<sup>6</sup> de la Ley: (...) En caso sea negativo el valor neto del bloque patrimonial que se transfiere, se dejará constancia de su monto y esa circunstancia producirá que la absorbente no aumente su capital ni emita*

<sup>6</sup> Existe una opinión generalizada que los métodos basados en el descuento de flujos de fondos son los más adecuados para valorar empresas.

En opinión de Ballarín: “Los distintos métodos descritos anteriormente [todos aquellos distintos a los métodos basados en el descuento de flujos de fondos] han sido muy utilizados en el pasado (...) Sin embargo, estos métodos son cada vez menos usados y se puede decir que en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método de descuento de flujos de fondos, que ha sido la metodología tradicionalmente utilizada en Estados Unidos y que constituye el único método de valoración conceptualmente correcto” (el texto en corchetes es nuestro). BALLARÍN, Eduard. Op. Cit., pág. 89.

En el mismo sentido, Pérez Tápia señala: “... No obstante, en 1981, la OEC (Comisión Española de Expertos Contables Económicos y Fiscales de la Unión Europea) vino a recomendar el método de descuentos de flujos de caja como el más correcto. Este método determina el valor actual de todas las flujos netos futuros que espera recibir el inversor y ya se ha convertido en el más utilizado en la práctica hasta el momento, también en materia de fusión” (el texto en corchetes es nuestro). PÉREZ TAPIA, Adoración. Op. Cit., capítulo 3, nota 37.

nuevas acciones. Tratándose de fusión por constitución, se dejará constancia de que la nueva sociedad no emite acciones o participaciones sociales a favor de los socios de la sociedad que se extingue por fusión (el subrayado es nuestro).

La norma revisada propone que cuando en una fusión una de las sociedades entregue un bloque patrimonial negativo, la sociedad receptora no emitirá acciones, ni aumentará su capital social a partir de la transferencia de dicho bloque patrimonial.

Para la preparación de la norma materia de análisis, el legislador ha realizado una evaluación respecto al "valor" de los bloques patrimoniales negativos. Así, el legislador ha determinado que la entrega de los mismos no supone un enriquecimiento para la sociedad receptora. Por el contrario, ya que la suma de los activos y los pasivos del bloque a ser transferido es menor a cero, ha negado la posibilidad de considerar al mismo a efectos de la determinación relativa de las sociedades participantes en la fusión.

El análisis efectuado por el legislador, como bien puede notarse, ha partido del otorgamiento de un privilegio notable al método de valor patrimonial (más específicamente, al método de valor contable) frente al resto de los métodos de valoración de empresas, para efectos de una fusión. Con ello, debido a que el valor contable (valor patrimonial) es negativo (menor a cero), no debe considerarse el bloque a efectos de la fusión.

Nosotros consideramos equivocado el planteamiento del legislador en esta materia. No dudamos que la existencia de un patrimonio negativo puede ser una señal de alerta sobre los problemas económicos al interior de la sociedad.<sup>7</sup> Pero, en ningún caso, puede considerarse que – para efectos de una fusión – el valor negativo del bloque a ser transferido puede entenderse como la "inexistencia de valor" para la sociedad receptora.

- 3.2 Como ya hemos señalado, el legislador - a este efecto - ha otorgado un privilegio inadecuado a uno de los métodos de valoración de empresas frente a los otros. El método de valoración patrimonial no resulta el más adecuado para establecer el valor del bloque a ser transferido. Como ya hemos indicado antes, éste es un método estático que no considera al negocio en marcha. Ello debido a que sólo observa el valor de los activos y de los pasivos en un momento determinado (registro contable), obviando la posible evolución de la empresa en el futuro.

La valoración establecida a partir de los balances ordinarios de la sociedad responde sólo a la necesidad contable de hacer real el principio de adecuación entre capital y patrimonio, motivo por el cual atiende a criterios de valoración restrictivos respecto a los activos, excluyéndose elementos que permiten fijar el valor de la empresa en marcha.<sup>8</sup>

Con ello (y toda vez que la contabilidad no los considera para efectos del registro) el cálculo del valor patrimonial obvia aquellos mayores valores que pueden

<sup>7</sup> Véase, por ejemplo, que la Ley General de Sociedades considera en muchos casos la existencia de valor patrimonial negativo como una llamada de atención para los accionistas, acreedores y administradores respecto a la actividad de la sociedad. Véase también el artículo 417 de la Ley General de Sociedades, el mismo que señala que una sociedad deberá liquidarse cuando obtenga: "Pérdidas que reduzcan el patrimonio neto a cantidad inferior a la tercera parte del capital pagado, salvo que existan acciones o que el capital pagado sea aumentado o restado en cuenta sufragada".

<sup>8</sup> [ARGO 64], Rta. La fusión de sociedades mercantiles. Contar, Madrid, 1993, capítulo 4, nota 52.

interesar a los accionistas de dos sociedades que desean fusionarse. Nos referimos, por ejemplo, al mayor valor generado a partir de la modificación del "valor de mercado" de los activos sociales o al valor que poseen las relaciones de hecho de la empresa (como la clientela y las expectativas del negocio).<sup>9</sup>

Así, una valoración basada en un método patrimonial no va a evaluar a la empresa como en forma global, como unidad de explotación en funcionamiento (empresa en marcha). Con ello, resultará una valoración incompleta del negocio a ser transferido por efecto de la fusión.<sup>10</sup>

- 3.3 Por otra parte, la regla establecida en el artículo 119º, inciso d) revisado contravendría el mandato general de la Ley General de Sociedades. Reconociendo la existencia de múltiples métodos para establecer el valor real de un bloque patrimonial a efectos de una fusión, la Ley General de Sociedades permite que el valor de los bloques patrimoniales sea establecido en función a cualquiera de los métodos señalados en este trabajo.

El inciso 3 del artículo 347º señala que el proyecto de fusión debe contener, entre otros temas, "La explicación del proyecto de fusión, sus principales aspectos jurídicos y económicos y los criterios de valorización empleados para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones o participaciones de las sociedades participantes en la fusión" (el subrayado es nuestro).

Así, el legislador (al elaborar la norma sobre sociedades) comprendió que la determinación de la participación relativa de las sociedades participantes de la fusión (y, finalmente, de la relación de canje) puede ser establecido en función a cualquiera de los métodos de valoración de empresas descritos, debiendo efectuarse - en cada caso concreto - la determinación de cuál es el más adecuado.

A partir de lo expuesto en el presente trabajo, consideramos que el artículo 119º, inciso d) del Reglamento del Registro de Sociedades debe ser modificado, permitiendo el uso de cualesquiera de los métodos descritos en las líneas anteriores, siempre que el resultado sea justificable.

<sup>9</sup> Las relaciones de hecho de la empresa "... son elemento característico de la empresa para la teoría de la organización y las que otorgan a la empresa un valor superior a la suma de sus elementos patrimoniales (el llamado plus de negocio como participación que se paga por el negocio en marcha). Son cualidades de la empresa que la valorizan como resultantes de una adecuada organización. Carecen de sustantividad jurídica: no son cosas, ni derechos. No pueden ser transmitidas con independencia de la empresa." GARRIGUES, Joaquín. Curso de derecho mercantil. Tomo I. Poma, Ciudad de México, 1998, pág. 193.

Dentro de este concepto se encuentra la clientela ("El conjunto de personas que de hecho mantienen con la casa de comercio relaciones continuas de consumo de bienes o de servicios") y las expectativas (la "esperanza de obtener en lo sucesivo ciertos beneficios por la mejor organización de la empresa, por las cualidades personales del comerciante y sus auxiliares, por el empobrecimiento favorable del negocio, por la baratura del precio de costo, por la extensión del círculo de la clientela, por la diferenciación de la concurrencia, por las circunstancias, en fin, que determinan una mayor o menor coductante en la venta de los productos o en el sustrato de las devoluciones"). Ver para ambas citas a GARRIGUES, Joaquín. Op. Cit., págs. 193-194.

Aun cuando no se encuentra referido a un caso de fusión de sociedades con patrimonio negativo, la operación de compra efectuada por Coca Cola de una participación significativa de la embotelladora y de la propietaria de la marca "Inca Kola" en nuestro país demuestran las diferencias que pueden generarse a partir de la aplicación de un método de valoración patrimonial y el resto de métodos señalados en este trabajo.

Coca Cola compró el veinte por ciento de la embotelladora de Inca Kola en el Perú, así como el cincuenta por ciento de la sociedad propietaria de la marca y de la fórmula de la cerbeada bebida. Si uno observa los estados financieros de la embotelladora, podría notar que estos presentaban pérdidas netas por causas millones de Nuevos Soles en 1997 y diecinueve millones de Nuevos Soles en 1999. Su patrimonio neto alcanzaba un valor de ciento cuarenta y cinco millones de Nuevos Soles (aproximadamente, cuarenta y cinco millones de Dólares Americanos).

El valor de la empresa en la transacción señalada en este nota ascendió a setenta y cinco millones de Dólares Americanos. Coca Cola pagó por el veinte por ciento de la embotelladora quince millones de Dólares Americanos. La diferencia se explica en conceptos como la participación en el mercado, el valor de la fórmula y el prestigio de la bebida de la sustrato de las marcas involucradas.