



Donación de acciones. Colación y valuación. El 2418 del CCyC. Nota al caso “*Neuhaus*”

Pablo A. VAN THIENEN

I. Introducción

El precedente *Neuhaus* luce interesante y atractivo por cualquier lado que se lo mire, aun el costado emocional a partir de los lazos familiares derivados de una relación empresaria tejida entre los progenitores y uno de sus descendientes (el hijo varón).

El caso *Neuhaus* nos sirve como botón de muestra para comprender el real impacto que el régimen sucesorio y el instituto de la legítima tienen cuando nos enfrentamos a la compleja trama de las empresas familiares.

Los hechos son simples: los progenitores deciden fundar una empresa (taller gráfico) incorporando a su hijo varón al negocio familiar. Un dato relevante es que este sucesor universal posee el 50% del capital social de la empresa quedando distribuido el saldo por partes iguales entre papá y mamá. El otro sucesor universal (la hermana) quedó fuera del proyecto empresario. Es decir, estamos frente a una empresa familiar donde hay herederos que participan activamente del negocio gestionándolo y otros han decidido forjar su destino por fuera del proyecto familiar-empresario.

No surge claro de los hechos relatados, pero la participación accionaria del heredero hijo varón habría correspondido a dos donaciones efectuadas por su padre en los años '93 y '95, donación que se efectuó con reserva de usufructo vitalicio y con derecho de acrecer para ambos cónyuges, en este caso, los únicos beneficiarios del usufructo. Fallecido papá, el cónyuge supérstite acrecía en sus derechos usufructuarios.

Se desconoce si este derecho de usufructo correspondía sólo al dividendo o al voto, o se extendía a ambos derechos.

Un dato no menor y que luce relevante es que durante el ejercicio 1998 la participación accionaria del hijo varón pasó del 50% al 95% sin aumento de capital, ni nuevos aportes lo cual daría lugar a entender que la donación comprendía aquel 95% de la empresa familiar, quedando el saldo a nombre de un tercero.

Frente a esta situación “expropiatoria de derechos patrimoniales” la hermana promovió (contra su hermano) la acción de colación con fundamento en donación inoficiosa por violación de su porción legítima en la herencia de su padre. Debemos recordar que según nuestro derecho sucesorio todos los herederos tienen derecho a una porción legítima de la masa hereditaria “*de la cual no pueden ser privados ni por donación ni por testamento*”. Así lo indica en forma expresa el nuevo código unificado.

Pero lo más complejo de este asunto es que se trata de la porción legítima en la sucesión del padre (empresario) fallecido y, en particular, en la sucesión de participaciones accionarias de una empresa en marcha.

Este es el nudo gordiano del caso *Neuhaus* que quiero analizar y discutir: la sucesión del empresario.

Varios son los puntos que te invito a abordar desde la perspectiva de los hechos y el derecho aplicado, considerando algunos institutos del nuevo código civil y comercial de la Nación.

II. Colación de participaciones societarias.

El caso se centra en este punto pues se trata de traer a la masa hereditaria el valor del exceso correspondiente a la donación inoficiosa. Varios son los temas que abordó el tribunal: (i) desde cuándo se computa el valor, (ii) si corresponde aplicar intereses desde la fecha de determinación del valor, y (iii) si corresponde deducir las mejoras introducidas por el heredero gestor (el hermano) desde la fecha de la donación a la fecha de la liquidación.

Un tema que no surge del caso, y por lo tanto desconozco, es cuál fue el método utilizado para valuar la empresa y así determinar el valor colacionable. Si bien este dato es un misterio, igual lo abordaré puesto que, en mi visión, es un dato crucial y relevante cuando hablamos de colación de participaciones societarias, sean acciones de una SA o cuotas de una SRL. No quiero escaparle a este asunto.

Un dato llamativo: el propio tribunal nos dice que no se trata de tasar un inmueble sino algo mucho más complejo como es una empresa en marcha, y peor aún una empresa en marcha con varios años operando en el mercado. Veamos:

i. Desde cuándo se computa el valor colacionable

Citando el código de Vélez (derecho aplicable al caso concreto) el tribunal sostuvo que el valor colacionable debe computarse desde la fecha de la muerte del causante (27 de septiembre de 2008). Tengamos presente que las donaciones fueron realizadas en los años 1993 y 1995 respectivamente. Para llegar a esta conclusión interpretativa el tribunal tomó el viejo artículo 3477 del C. Civil que decía que los valores debían computarse “*al tiempo de la apertura de la sucesión*”.

En la actualidad el código civil y comercial indica en su art. 2418 que “*para la colación y el cálculo de la legítima se debe tener en cuenta el valor de los bienes al tiempo en que se hacen las donaciones, apreciado en valores constantes*”.

Resulta sumamente útil comprender esta fórmula desde la perspectiva del derecho de colación y su contrapartida: la valoración de una empresa en marcha. Como mencionó el tribunal, no se trata de tasar un inmueble, un rodado o bien de uso, sino que se trata de algo mucho más complejo, dinámico y cambiante como es valorizar una empresa productora de bienes y/o prestadora de servicios como unidad económica en marcha; y para colmo, veinte años para atrás. ¿Cuál es el método de valoración justo?

Mientras el derogado código fijaba como fecha de cálculo el valor de los bienes al tiempo de la apertura del sucesorio, el modelo actual nos propone una fórmula mucho más compleja y perversa pues nos remite *a la fecha de la donación, apreciado en valores constantes (sic)*. El caso *Neuhaus* nos permite advertir lo complejo de la nueva fórmula de cómputo pues nos exige ir para atrás dos décadas respecto de una empresa en marcha cuyo valor de mercado, por aquel entonces, puede ser impreciso y más en nuestra economía donde las variables macroeconómicas suelen ser de tal magnitud que provocan distorsiones significativas en los valores de mercado. El coeficiente “*Beta*” en la valoración de los activos en nuestro país es de tal magnitud y volatilidad que torna el método de valuación histórico en un hecho aleatorio.

Si bien la fórmula del nuevo art. 2418 puede resultar más justa pues saca la foto en el momento preciso en que se lleva a cabo la liberalidad, no podemos perder de vista que en casos como el que estamos analizando la valuación puede llevar a resultados absolutamente injustos. No sea cosa que el valor de la empresa al momento

de la donación sumado la apreciación en valores constantes (20 años) arroje un resultado significativamente mayor al valor actual de dicha colación.

Esto significa que el 9% colacionable (que en este caso representa el 9% del capital social de la empresa) bajo la fórmula del art. 2418 podría representar hoy mucho más del 9% del valor de mercado de la empresa.

En cambio la fórmula del viejo código que sacaba la foto al momento de la apertura del sucesorio (o fallecimiento del causante) toma los valores corrientes sin importar cuándo fue realizada la donación. El propio tribunal expresamente dice “*sin que quepa en la especie hacer una valoración histórica de la empresa a los años 1993 y 1995*”. En otras palabras, el viejo código nos evitaba transitar el tortuoso camino de valuar para atrás. Hoy, en cambio, el art. 2418 nos lleva a una discusión muy tentadora para quienes aspiran a dilatar el proceso particional de la herencia.

ii. ¿Corresponde aplicar intereses?

El tribunal rechazó el reconocimiento de intereses compensatorios. Expresamente sostuvo que el instituto de la colación tiene por finalidad mantener la paridad entre los herederos y por lo tanto no debe recaer sobre las rentas. Este criterio es tomado actualmente por el código unificado que expresamente rechaza el devengamiento de intereses. Este criterio es coherente pues la “*apreciación en valores constantes*” prevista en el art. 2418 trae añadida una tasa de interés implícita que busca compensar la descapitalización de la moneda por efecto de la inflación. El nuevo art. 2396 sólo reconoce intereses compensatorios desde la fecha de la demanda de colación.

Importa señalar aquí el tema de los frutos y por lo tanto los “dividendos” de una mercantil. No se deben los frutos en la acción de colación. Esto significa que los dividendos pagados por Neuhaus SA desde 1993 no se deben ni se adeudan al heredero perjudicado siendo por lo tanto patrimonio irrevocable del heredero beneficiario de la donación inoficiosa, sean los dividendos en efectivo, en especie o en acciones. Está claro que las ganancias pasadas a reserva no forman parte de los frutos (art. 71 LGS) y tampoco su capitalización por emisión de acciones liberadas (art. 189 LGS).

iii. Las mejoras introducidas por el heredero (gestor) de la empresa familiar.

Un planteo interesante formulado en el expediente sucesorio es el correspondiente a las “mejoras” introducidas en la empresa Neuhaus SA como

consecuencia de la gestión profesional llevada adelante por el heredero gestor o director ejecutivo.

Es llamativo que el tribunal haya prestado atención al planteo de las mejoras introducidas a la empresa familiar gracias a la “creación de valor” generada por el heredero (gestor). Llama la atención este rubro puesto que si los activos colacionables son participaciones societarias no estamos frente a una “cosa” sino frente a “bienes” y más específicamente “derechos participativos sobre un patrimonio de afectación”, por lo tanto no hay mejoras posibles para discutir o analizar. No estamos hablando de cosas, sean muebles o inmuebles sino de bienes y derechos¹.

El heredero (gestor) pretendió descontar del monto colacionable todo el valor creado por él y gracias a él y de la cual se estaría beneficiando su hermana injustamente participando ella de una mayor riqueza que no le pertenece.

Más allá de los argumentos sostenidos por el tribunal para negar este “descuento”, resulta interesante tratar el tema pues pone en evidencia el error que significa no planificar correctamente la sucesión en las empresas familiares.

La planificación sucesoria busca poner cordura y equilibrio a los intereses personales y patrimoniales de cada uno de los integrantes. Dicha planificación intentará proteger dos intereses bien concretos: (i) la subsistencia de la empresa, y (ii) mantener inmune al heredero (gestor) de las amenazas que presenta el régimen sucesorio argentino.

El argumento del pretendido “descuento” por mejoras a la empresa gracias a la gestión profesional y eficiente del heredero no resiste el mínimo análisis lógico. Lo cierto es que si la hermana hubiera accedido al capital social de Neuhaus SA por sucesión de su padre aquella hubiera aprovechado el mayor valor generado por su hermano gestor y sin que opere ningún tipo de descuento por esta razón. El 100% de la creación de valor debe distribuirse a *pro-rata* entre todos los dueños del capital, gestionen o no la empresa. Pretender descontar del monto colacionable el mayor valor generado gracias a la eficiente gestión empresarial es cuanto menos un argumento antojadizo.

¹ Vid., Pablo A. VAN THIENEN. “Prenda sobre acciones (nominativas no endosables) de SA cerrada en el nuevo código: Descifrando un enigma”. Rev. Abogados-inhouse.com www.abogados-inhouse.com.

La única forma que tiene el heredero (gestor) de apropiarse de esa creación de valor es, precisamente, adquiriendo el control accionario y por lo tanto apropiándose de los flujos de fondos y de la prima de control. No hay otro camino posible.

Estuvo bien el tribunal en rechazar este pedido.

III. Artículo 2418 del Código unificado y valuación de empresas

Sabemos que la empresa Neuhaus SA es un taller gráfico y por lo tanto podemos estimar razonablemente que esta empresa posee entre sus activos cuentas corrientes, cuentas a cobrar, plazos fijos, bienes de cambio, bienes de uso y otras inversiones. Entre sus obligaciones estimamos que debería tener proveedores, bancos, el Estado y los empleados. Pero además, posee sin lugar a dudas, recursos propios conformados por el capital social y todas las reservas patrimoniales.

En otras palabras, Neuhaus SA es una empresa cuyos activos y pasivos (corrientes y no corrientes) y todo su patrimonio neto están destinados a generar flujos de fondos para sus accionistas, lo que la literatura financiera denomina *Free Cash Flow*. Ese flujo de caja beneficia sólo a los socios, por lo tanto, quienes no son dueños del capital no participan de estos beneficios (art. 1 LGS).

Llama la atención que para la valuación de un taller gráfico se haya solicitado los servicios de un ingeniero industrial como perito valuador. Si bien este profesional es idóneo para opinar sobre el valor de ciertos activos, hay serias dudas de la habilidad de estos profesionales para llevar adelante la valuación de una empresa en marcha conforme los métodos de valuación generalmente aceptados por el mercado financiero. Lo cierto es que las empresas en marcha (sean familiares o no) se valúan por diferentes métodos pero el más aceptado por la comunidad financiera nacional e internacional es el método del valor actual neto de flujos de fondos futuros; método incluso aceptado y aceptado por nuestros tribunales.

Este método valoriza en el tiempo los flujos de fondos que genera la empresa tomando a tal efecto el beneficio operativo (EBITDA) que surge del estado de resultados. Dicho EBITDA se lo multiplica por cierta cantidad de períodos (múltiplos) con el objetivo de estimar un flujo de caja proyectado. A la suma total de estos flujos proyectados se le aplica una tasa de descuento (costo de oportunidad) para, precisamente, traer a hoy el valor de los flujos de fondos: *valor actual*.

Si bien este no es el único método de valuación aplicable, la literatura financiera enseña que es el método que mejor refleja el valor del flujo de caja en el tiempo, considerando la renta operativa del negocio.

Ahora bien, queremos detenernos un instante en la “marca” o “llave”, aspecto que se tuvo muy en cuenta a la hora de valorar Neuhaus.

De acuerdo con la Ley General de Sociedades las marcas, como todos los activos (tangibles o intangibles) se contabilizan a su costo de adquisición neto de amortizaciones. La marca es un activo que en los balances de Neuhaus se encontraría completamente amortizada, es decir, con un valor muy cercano a “cero”.

El valor “llave”, “fondo de comercio”, “clientela” o “know-how” no posee valor contable, y sin embargo forman parte del valor de mercado de la empresa. La doctrina financiera explica que el EBITDA refleja el valor de dichos intangibles, incluido la marca. Sin duda una empresa con un EBITDA X o Y representa el conjunto de todos esos activos y el valor que el mercado le asigna a esos activos. En definitiva, la capacidad de generar flujos de fondos de una empresa depende íntegramente del prestigio de la marca, de la clientela, del know-how, de la red logística, calidad del producto, seriedad, trayectoria en el mercado; y en definitiva de la correcta y eficiente gestión de los activos y pasivos. Cuando decimos que una empresa vale X o Y en función del EBITDA estamos considerando dentro de ese precio el valor de todos los activos, incluido la marca. Es más, muchas marcas se valúan por el método de valor actual neto pues el valor de éstas depende de la capacidad que tiene de generar flujos de cajas futuros. La evidencia empírica así lo demuestra en varios casos resonantes de nuestro mercado.

IV. Enseñanzas del caso.

El precedente *Neuhaus* nos deja las siguientes enseñanzas prácticas:

1. Conforme el plazo que toma el art. 2418 del nuevo código unificado para la valuación de los bienes a colacionar conviene donar en etapa embrionaria de la gestación de la empresa familiar.
2. De acuerdo con esa norma, es altamente probable que la capitalización de la empresa en el tiempo supere en varios múltiplos el valor de las participaciones societarias apreciadas en moneda constante.

3. El sistema sucesorio argentino y el instituto de la legítima obliga a los dueños de empresas familiares a planificar de manera inteligente la sucesión en el capital de la empresa².
4. La acción de colación sobre participaciones societarias significa que al heredero perjudicado se le debe compensar el valor de su legítima como consecuencia del exceso producto de la donación inoficiosa, más no la cesión de la calidad de socio.
5. Lo dicho en el punto (4) anterior es una buena noticia pues permite concentrar la propiedad accionaria en manos de quienes gestionan la empresa familiar, compensando económicamente a los herederos ajenos a la gestión empresarial.

² Vid., Pablo A. VAN THIENEN. *“Razones de por qué la legítima hereditaria es perversa: Destruye valor económico y corrompe lazos familiares”*. Rev. Abogados-inhouse.com. www.abogados-inhouse.com.