

# LA PARTICION DE PAQUETES ACCIONARIOS: EL APORTE DE LA TEORIA DE LA VALUACIÓN DE ACCIONES

JUAN MARTÍN OLIVERA AMATO

## SUMARIO:

I. INTRODUCCIÓN. II. PRINCIPIO DE LA PARTICIÓN EN ESPECIE. III. CARACTERES DE LAS ACCIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS. IV. LA PARTICIÓN DE LOS PAQUETES ACCIONARIOS DE CONTROL. V. ALCANCE DEL CONCEPTO DE CONTROL SOCIETARIO. VI. LA VALUACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES. VII. CONCLUSIONES.

## I. INTRODUCCIÓN

La partición es una de las formas de extinción de la indivisión hereditaria (junto con la cesación de la pluralidad de sujetos, el agotamiento del activo y la transformación en otro régimen jurídico) <sup>1</sup>.

Puede definirse la partición de la herencia como la sustitución del derecho de cada coheredero sobre la cuota en una herencia indivisa, por un derecho exclusivo sobre los bienes que a cada uno se le adjudican <sup>2</sup>.

Las normas de la partición hereditaria son también aplicables a otras indivisiones de bienes, tales como las derivadas de la disolución de la sociedad conyugal (art. 2013 CC), de la disolución de la sociedad civil (art. 1937 CC) y de los condominios contractuales. Hasta la aprobación de la Ley de Sociedades Comerciales N° 16.060, también regulaba la adjudicación a los socios o accionistas de los bienes de las sociedades comerciales disueltas.

La ley mira con disfavor a las indivisiones comunitarias. Nuestra ley civil, siguiendo el criterio tradicional del Derecho Romano, consagra el principio de la división forzosa <sup>3</sup>. El art. 1115 CC dispone que la partición de la herencia podrá siempre pedirse, cualquiera que sea la prohibición del testador o al pacto que haya en contrario.

En principio, en caso de tener los interesados la libre administración de sus bienes, la partición puede ser realizada en forma extrajudicial (art. 1127 CC). No obstante, faltando la conformidad de todos los interesados (art. 1132 CC) o tratándose de representantes legales de ausentes o incapaces (arts. 1129 y 1130 CC), la partición deberá hacerse judicialmente (partición judicial) o requerirá la aprobación del Juez (partición mixta), según los casos <sup>4</sup>.

En la partición judicial, a falta de acuerdo entre las partes en la forma de división de los bienes, la ley establece un procedimiento conducente a lograr una equitativa división del acervo hereditario entre los coherederos. Este procedimiento requiere diversas operaciones: determinación y estimación de la masa partible (arts. 1134-1135 CC, 418 CGP); ventas de bienes (de carácter eventual) (arts. 1136-1137 CC); nombramiento de contador (art. 1138 inc. 1 CC); rendición de cuentas, pagos recíprocos, colación y reajuste de las obligaciones (arts. 1138 inc. 2 y 1139 CC); formación y adjudicación de los lotes (arts. 1140-1141 y 1142 CC); aprobación judicial y ejecución de la partición (art. 1146 CC) <sup>5</sup>.

1 VAZ FERREIRA, Eduardo, Tratado de Sucesiones, t. VI vol. I, Montevideo, 1991, pág. 118 y ss.

2 VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I, pág. 127.

3 SOHM, Rodolfo, Historias e instituciones del derecho privado romano, trad. P. Dorado Montero, Madrid s/f, pág. 677.

4 Vé. VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I pág. 207 y ss.; AREZO PIRIZ, Enrique, Tratado de las Particiones, AEU, Montevideo, 1995, t. I, pág. 227 y ss.

5 VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I pág. 247 y ss.; AREZO PIRIZ, Enrique, Ob. cit., t. I, pág. 272 y ss.

## II. PRINCIPIO DE LA PARTICIÓN EN ESPECIE

Conceptualmente, la atribución singular de bienes y derechos, propia de la partición puede hacerse de dos modos fundamentales: *en especie*, es decir adjudicando los bienes, o *en valor*, o sea reduciendo los bienes a dinero mediante la venta de ellos<sup>6</sup>. Nuestra ley civil consagra el principio de la partición en especie. El art. 1136 CC dispone que "los coherederos tienen derecho a que se haga la partición en los mismos bienes de la herencia".

El principio de la partición en especie presenta tres excepciones: la oposición de los acreedores a la partición (arts. 1136 y 1149 CC); la decisión de la mayoría de los coherederos (art. 1136) y los casos de indivisibilidad de la cosa (art. 1137).

Por indivisibilidad de la cosa debe entenderse, tanto los casos en que la cosa no admita cómoda división como los casos en que la cosa disminuiría mucho en la división.

Aunque la ley no lo dice expresamente, parece ser su sentido claro que lo que debe evaluarse es la eventual disminución del valor de la cosa, en caso de producirse su división. Así lo expresa COVIELLO cuando afirma que por no ser cómodamente divisible, debe entenderse no sólo cuando la partición es materialmente imposible sino cuando importe un notable desvalor económico<sup>7</sup>.

Como dice VAZ FERREIRA, "La incomodidad que obsta el reparto en especie existe en cambio cuando la división será causa de sensible depreciación o haría el goce notablemente oneroso o difícil"<sup>8</sup>.

El Código Civil argentino, con la redacción dada por la ley N° 17.711, consagra el mismo principio al disponer "No podrá dividirse una cosa cuando ella convierta en antieconómico su aprovechamiento"<sup>9</sup>.

De acuerdo con el art. 1137, cuando el bien no admita cómoda división o disminuya con la división, cualquiera de los interesados podrá pedir la venta pública del bien, cuando la indivisibilidad del mismo determine que no pueda guardarse la debida igualdad en los lotes o adjudicaciones.

Es decir que no siempre la falta de cómoda divisibilidad hace necesaria la venta, pudiendo el bien indivisible adjudicarse por entero a uno de los coherederos, cuando existen otros bienes en la sucesión. Esto sería posible incluso cuando los restantes bienes fueran de menor valor, en la medida que la adjudicación se realice con alguna compensación o "soulte"<sup>10</sup>.

El mismo principio resulta consagrado en sede del contrato de compraventa para la venta de la cosa común. Dispone el art. 1755 CC que "Si una cosa común a muchos no puede ser dividida cómodamente y sin menoscabo, o si en una partición de bienes comunes se encuentra una cosa que ninguno de los propietarios quiere o puede admitir por entero, se hará la venta a martillo o en subasta pública, y el precio se repartirá entre los interesados".

Los ejemplos clásicos de bienes indivisibles que invoca la doctrina son los relativos a bienes inmuebles o a la casa de comercio<sup>11</sup>.

Sin embargo, hay otra situación que provoca frecuentemente problemas y requiere un análisis más detenido: nos referimos a la partición de acciones de sociedades anónimas.

Contradiendo a AREZO PIRIZ<sup>12</sup>, no corresponde seguir respecto de las mismas el mismo criterio que el utilizado por la ley y la doctrina respecto de la casa de comercio.

## III. CARACTERES DE LAS ACCIONES DE SOCIEDADES ANÓNIMAS

Nuestra Ley de Sociedades Comerciales (ley N° 16.060 de 4 de setiembre de 1989 -LSC-) no define el concepto de acción. No obstante dispone que el capital de las sociedades anónimas se dividirá en acciones (art. 244, LSC), que se aplicarán a las acciones las normas sobre títulos-valores (art. 316, LSC) y que los tenedores de acciones -accionistas- tendrán una serie de derechos fundamentales en la sociedad (art. 319, LSC).

Las expresiones dispersas de la ley no hacen más que recoger una posición tradicional en la doctrina que ha analizado la acción desde una triple perspectiva: como alícuota de del capital social, como derecho de participación social y como título de crédito<sup>13</sup>.

6 ZANNONI, Eduardo A., Derecho de las sucesiones, 4ª edición, Buenos Aires, 2001, t. I, pág. 675.

7 COVIELLO, Nicolás, Delle Successioni - Parte General, 4ª edición, Nápoles, 1935, pág. 528 y ss., citado por AREZO PIRIZ, Enrique, ob. cit., t. I, págs. 280-281.

8 VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I pág. 252.

9 Vé. ZANNONI, Eduardo A., ob. cit., t. I, pág. 677.

10 AREZO PIRIZ, Enrique, ob. cit., t. I, pág. 281.

11 VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I págs. 252-253; AREZO PIRIZ, Enrique, ob. cit., t. I, pág. 281-285.

12 AREZO PIRIZ, Enrique, ob. cit., t. I, pág. 285.

13 VIVANTE, Cesare, Trattato di Diritto Commerciale, Milano, 1906, t. II, pág. 252.

Cada acción es indivisible por imperio de la ley (art. 296 inc. 2, LSC), la cual regula además el régimen del condominio de acciones (art. 56, LSC). Sin embargo, en la generalidad de los casos, el capital social se encuentra dividido en una multiplicidad de acciones, con igual valor nominal (art. 296 inc. 1, LSC), las cuales permiten la participación fraccionada de diversos accionistas en el capital social.

Puede decirse que, mientras la acción es legalmente "indivisible", las participaciones accionarias o "paquetes" accionarios son técnica o materialmente "divisibles".

Las acciones de sociedades anónimas confieren a sus titulares, frente a la sociedad, una serie de derechos de contenido económico: derecho al dividendo, derecho a la cuota de liquidación, derecho de preferencia, derecho de receso.

No obstante, también les confieren derechos denominados "políticos"<sup>14</sup>, que tienen por finalidad asegurar o preservar los derechos económicos del accionista. Estos derechos son los de participar y votar en las asambleas sociales, fiscalizar la gestión de los negocios sociales, convocar asambleas, recabar información de la sociedad, demandar la responsabilidad de los administradores de la sociedad, etc.

Son numerosas las disposiciones de la Ley de Sociedades Comerciales que confieren estos derechos, estableciendo en cada caso el porcentaje de participación accionaria en el capital social requerida para su ejercicio.

- a) Las decisiones de las asambleas sociales (aprobación de balances, designación de administradores, reformas estatutarias no incluidas como supuestos especiales y decisiones asamblearias en general) serán adoptadas por mayoría absoluta de votos de accionistas presentes (art. 356).
- b) La reforma de los estatutos sociales, en el caso de supuestos especiales (fusión, escisión, transformación, disolución anticipada, cambio fundamental del objeto, aumento o reintegro del capital, etc.) requiere el voto favorable de la mayoría absoluta de acciones con derecho a voto (art. 362).
- c) Se requiere el voto favorable de accionistas que representen el 75% del capital social para dispensar a la sociedad del pago del dividendo mínimo obligatorio (art. 320). Es decir, accionistas que representen más del 25% del capital social pueden asegurar el pago de este dividendo.
- d) Se requiere una participación mínima del 20% del capital integrado para solicitar la convocatoria de una asamblea (art. 344) o para asegurarse la representación en el órgano de fiscalización interna (art. 397)<sup>15</sup>.
- e) Se requiere una participación mínima del 10% del capital integrado para requerir la exhibición de los libros sociales (art. 339) o promover una fiscalización especial de la sociedad por la Auditoría Interna de la Nación (art. 410).
- f) Se requiere una participación mínima del 5% del capital integrado para oponerse a la aprobación de la gestión de los administradores por la sociedad (art. 392) o para solicitar información al síndico de la sociedad (art. 402 num. 7).

De lo expuesto surge que la tenencia de determinada participación en el capital social confiere a los titulares de la misma algunos derechos políticos diferenciales que no poseen en el caso de una participación menor.

Esta especial circunstancia plantea la interrogante respecto a la medida en que este tratamiento diferencial de determinados paquetes o participaciones accionarias no pueden incidir en la divisibilidad de las mismas a los efectos particionarios.

#### IV. LA PARTICIÓN DE LOS PAQUETES ACCIONARIOS DE CONTROL

El tema del valor diferencial del paquete de control de las sociedades anónimas fue objeto de disputa en la doctrina italiana, con motivo de la disposición contenida en su Código Civil (art. 726), según la cual la cuantía de los bienes de la masa a partir debe ser determinada "según el valor venal de los objetos singulares".

Esta norma lleva a algunos autores<sup>16</sup> a adoptar en el cálculo un criterio esencialmente atomístico, computando el valor de cada acción en forma independiente de las restantes o de su integración en un paquete de control. No obstante, reconocen que, fuera de la situación específicamente hereditaria, existe un valor de control distinto del valor intrínseco de la acción.

14 VÉ. RIPPE, Siegbert, *Sociedades Comerciales*, 9ª edición, Montevideo, 2001, pág. 138.

15 OLIVERA GARCIA, Ricardo y OLIVERA AMATO, Juan Martín, *La representación de las minorías en el órgano de control interno de las anónimas: un tema de derecho legislativo*, Anuario de Derecho Comercial, t. 8, Montevideo, 1999, pág. 255 y ss.

16 SIMONETTO, Ernesto, *Successione ereditaria e plus valore della partecipazione azionaria di controllo*, Rivista delle Società, año V, 1960, pág. 685; MENGONI, Luigi, *La divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista*, Rivista delle Società, año IV, 1959, pág. 428.

En cambio, otros autores<sup>17</sup> han sostenido que nada obsta al reconocimiento de la realidad del plus valor de control de la sociedad que deriva de la concentración de un paquete accionario, no habiendo razón para no considerarlo a los efectos de la división entre los herederos del accionista.

La doctrina nacional ha sido sensible a esta cuestión. Expresa VAZ FERREIRA<sup>18</sup> que "La cuestión adquiere especial importancia cuando en la herencia aparece un paquete de acciones que al causante le aseguraba el control de determinada sociedad: ciertamente es por naturaleza divisible, y la regla de la igualdad de los lotes en cuanto a la calidad de los bienes parece imponer la división, pero en algunos casos ocurre que la distribución de las acciones haría pasar a otras manos la dirección de la sociedad y reduciría eno mement el valor de las acciones partidas. En tales circunstancias debe tenerse presente que la gran disminución de valor obsta a la división, y en consecuencia, el paquete íntegro es lo que debe incluirse en algún lote o venderse".

Sin embargo, esta posición no controvertida de la doctrina nacional, basada en la constatación empírica de la existencia de un apetito del accionista por controlar la sociedad y su disposición a pagar por ello un precio especial, deja pendientes algunas interrogantes:

¿Qué es el control societario?

¿Solamente el control societario confiere a los paquetes accionarios una mayor medida de valor?

¿Cuál es el fundamento de ese mayor valor de las acciones que aseguran el control societario?

## V. ALCANCE DEL CONCEPTO DE CONTROL SOCIETARIO

La Ley de Sociedades Comerciales regula el concepto de sociedades controladas, previendo el fenómeno del control de una sociedad por otra, y estableciendo a la sociedad controlante una serie de obligaciones y prohibiciones.

El art. 49 LSC dispone que "Se consideraran sociedades controladas aquéllas que en virtud de participaciones sociales o accionarias o en mérito a especiales vínculos, se encuentren bajo la influencia dominante de otra u otras sociedades".

La doctrina<sup>19</sup> ha sostenido que nuestra ley societaria, siguiendo a la ley argentina luego de su reforma de 1983, ha consagrado el control interno y externo, jurídico y de hecho de las sociedades comerciales.

Sin embargo, a los efectos de la determinación del valor de los paquetes accionarios de las sociedades habrá de interesarnos analizar el control interno de las sociedades; es decir, el que proviene de la tenencia del paquete accionario que permita ejercer sobre la misma una "influencia dominante".

La situación más clara de control interno de una sociedad anónima es el que resulta del paquete mayoritario (control interno jurídico), el cual permitirá al accionista controlador designar a los administradores de la sociedad, aprobar la distribución de dividendos, modificar los estatutos sociales, etc. Esta es la situación que toma como ejemplo la doctrina al referirse a la división particionaria de los paquetes accionarios<sup>20</sup>.

Sin embargo, también un paquete minoritario puede otorgar a su tenedor control interno jurídico de la sociedad. Imaginemos el caso de una sociedad anónima cuyo capital se encuentra dividido en dos series de acciones (A y B), correspondiendo a la Serie A la designación de la mayoría del Directorio y a la Serie B la minoría del mismo. En este caso, el paquete que, aunque minoritario en la sociedad, represente la mayoría de la Serie A, podrá designar a la mayoría del Directorio y ejercer sobre la sociedad la influencia dominante propia del control. Lo mismo ocurriría en el caso de existir un convenio de accionistas que asegurara a un accionista minoritario la designación de la mayoría de los integrantes del órgano de administración.

Pero también puede existir sobre la sociedad un control interno de hecho, el cual no proviene de la capacidad jurídica para adoptar determinadas decisiones sociales, sino del modo en que, en los hechos, se forma dicha voluntad social.

La situación más clara de control interno de hecho se produce en los casos de las grandes sociedades anónimas, en las que existe una gran atomización de las participaciones accionarias y se produce un tenome-

17 BAGNOLI, Willy, Ancora sulla divisione del pacchetto azionario di maggioranza fra gli eredi dell'azionista, Rivista delle società, año IV, 1959, pág. 652.

18 VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I pág. 267.

19 En Argentina: OTAEGUI, Julio César, Concentración societaria. El control externo, Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, año 20, 1987, pág. 79 y ss. En Uruguay: OLIVERA GARCIA, Ricardo, La nueva Ley de Sociedades Comerciales, Grupos de Interés Económico y Consorcios en el Uruguay, Anales del Foro, t. 1, 1991-1992, pág. 59.

20 VAZ FERREIRA, Eduardo, ob. cit., t. VI, vol. I pág. 267.

no de indiferencia o de ausentismo del accionista. Este posee poca participación y escasa gravitación en la formación de la voluntad social. Esto determina que un accionista minoritario, con una minoría de cierta relevancia, se encuentre en los hechos en condiciones de formar esa voluntad social.

Retornando al tema de la partición de los paquetes accionarios, deberíamos preguntarnos si toda situación de control provoca una diferencia sustancial de valor entre el paquete en su conjunto y las acciones que individualmente lo integran, la cual determina la indivisibilidad del paquete; y si solamente la situación de control produce esa diferencia de valor que trae aparejada la indivisibilidad del paquete.

La respuestas a estas interrogantes debe encontrarse en la teoría de la valuación de las participaciones accionarias de las sociedades anónimas.

## VI. LA VALUACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES SOCIALES

La doctrina de las finanzas de empresas ha discutido mucho en torno a cuáles son los criterios más adecuados para la valuación de empresas y para la valuación de las participaciones sociales<sup>21</sup>.

Los métodos o criterios de valuación propuestos han sido muchos: criterios estáticos, basados en la estimación del valor patrimonial; criterios dinámicos, basados en los beneficios o en los dividendos futuros; y criterios mixtos, basados en la valuación del fondo de comercio, los cuales parten de la valuación del patrimonio neto y suman luego la plusvalía resultante del valor esperado de los beneficios futuros.

Sin embargo, la metodología más difundida para medir el valor de las empresas y de sus paquetes accionarios es la que se basa en la estimación de los flujos de dinero que la misma generará en el futuro, descontados a una tasa de descuentos adecuada según el riesgo de dichos flujos. Esta fue la metodología tradicionalmente usada en los Estados Unidos y la aceptada actualmente por la doctrina de las finanzas de empresas como el único método de valuación conceptualmente correcto<sup>22</sup>.

Partiendo de la aplicación de este criterio dinámico, será el *cash flow* proyectado de la empresa el elemento sustancial para medir su valor. Será también el *cash flow* proyectado de la participación accionaria lo que nos permitirá medir el valor de las acciones.

En consecuencia, el valor de una participación accionaria será igual al valor actual del flujo de dinero (*cash flow*) proyectado que dicha participación habrá de generar en el futuro, descontado a la tasa de riesgo de la inversión.

Bajo esta perspectiva, ¿qué determina entonces que el valor de un paquete mayoritario o de control sea mayor que el valor de las acciones que lo integran?

Una aproximación primaria a la cuestión podría llevarnos a pensar que el *cash flow* proyectado debe ser igual para todas las acciones, ya que el mismo surge de la expectativa de rentabilidad futura que las mismas tienen. Salvo la existencia de acciones con dividendos preferentes u otros beneficios económicos especiales, el flujo de dinero a obtenerse de la sociedad debería ser igual para todos los tenedores de acciones ordinarias.

¿Dónde se encuentra entonces la diferencia entre los accionistas?

La diferencia se encuentra en la tasa de descuento del flujo. Esta tasa no es uniforme para todos los accionistas, sino que habrá depender—entre otros factores—del riesgo de que se produzca el flujo de fondos proyectado. A mayor riesgo, mayor será la tasa de descuento y menor el valor actual del flujo de fondos proyectado.

Entre los factores que componen el riesgo del flujo de fondos proyectado de las acciones debe necesariamente incluirse la posibilidad de incidencia del accionista en la toma de decisiones sociales. No es lo mismo para el accionista quedar librado al manejo de los negocios sociales que puedan realizar los administradores designados por la mayoría, que tener la posibilidad de designar a los administradores que, según su entender, desarrollarán en la mejor forma dichos negocios. No es lo mismo para el accionista quedar sujeto al cobro de los dividendos que, dentro de los márgenes que marca la ley, resuelvan distribuir las mayorías, que tener la posibilidad de fijar la política de dividendos. No es lo mismo para el accionista quedar librado a las decisiones de terminación del negocio social que pueda resolver la mayoría a través de la disolución de la sociedad que estar en condiciones de adoptar dicha decisión.

La capacidad de ejercer los derechos políticos propios de la condición de accionista, fundamentalmente el derecho de voto en las asambleas sociales, constituye un elemento diferencial de carácter sustancial a la hora

21 Vé. FERNÁNDEZ, Pablo y SALOMÉ, Javier, Finanzas para Directivos, Pamplona, 1995, pág. 157.

22 WESTON, J. Fred y COPERLAND, Thomas E., Managerial Finance, Fort Worth (Texas), 1992, pág. 703 y ss.; COPERLAND, Thomas E., KOLLER, Tim y MURRIN, Jack, Valuation Measuring and Managing the Value of Companies, New York, 1995, pág. 71 y ss.

de establecer el riesgo del flujo de fondos proyectado, que deberá necesariamente incidir en el valor de la acción.

Pero esta influencia sobre el valor actual del flujo de fondos proyectado no habrá de depender solamente de la posibilidad de control de las decisiones sociales. Estrictamente, en la medida que los derechos políticos del accionista tienen por finalidad preservar los derechos económicos de éste frente a la sociedad, cualquier derecho diferencial del accionista, derivado de su participación accionaria o de cualquier otra circunstancia, debería incidir en el riesgo de producción del flujo de fondos proyectado y, consecuentemente, en el valor actual de la acción.

Por ejemplo, la circunstancia de que el paquete accionario sea superior al 25% del capital integrado asegurará al accionista un dividendo mínimo en efectivo del 20% de la utilidad neta de la sociedad, garantía que no posee en caso de tener una participación menor.

La tenencia de un paquete del 20% del capital integrado asegurará al accionista ciertos mecanismos de control, como la posibilidad de promover la convocatoria de asambleas sociales y tener una representación en el órgano de control interno de la sociedad. Estos derechos de control reducirán las posibilidades de un manejo arbitrario o fraudulento de la empresa por parte de los administradores y reducirán el riesgo de la producción del flujo.

Similar razonamiento corresponde realizar con respecto a los restantes derechos políticos de control otorgados a los tenedores de paquetes accionarios representativos del 10% o del 5% del capital integrado.

## VII. CONCLUSIONES

De lo expuesto surge que no existe necesariamente un valor único, uniforme, para todas las acciones de la sociedad anónima.

La asignación de un valor uniforme a las acciones sólo es posible en los paquetes accionarios muy atomizados, cotizados frecuentemente en las bolsas de valores, en los que el accionista carece de toda posibilidad de incidencia en el manejo de los negocios sociales.

En los restantes casos, el valor de las acciones podrá variar en función de los derechos políticos que el porcentaje de su participación accionaria acuerde al accionista. La posibilidad de incidencia o de control de los negocios sociales habrá de afectar, en mayor o menor forma, en el riesgo para el accionista de que se produzca el flujo de fondos proyectado.

En consecuencia, el peso político del paquete accionario incidirá en la tasa de descuento del flujo, en el valor actual del flujo y, por lo tanto, en el valor de la acción.

Este eventual diferente valor de la acción deberá necesariamente ser tomado en cuenta en el proceso de partición hereditaria en la cual existan paquetes accionarios.

No queremos afirmar con esto que todo paquete accionario que confiriera al causante derechos políticos diferenciados resulta necesariamente indivisible y deba ser necesariamente vendido.

En primer lugar, la indivisibilidad del paquete accionario no impone necesariamente su venta. De acuerdo con la composición del acervo sucesorio podrán tenerse en cuenta otras soluciones tales como la adjudicación por entero a uno de los coherederos, incluso con alguna compensación o "soulte" a cargo de éste.

En segundo lugar, la propia indivisibilidad del paquete accionario deberá pasar por el juicio previo respecto a si su división disminuye mucho el valor del bien (art. 1137 CC), si existe un notable desvalor económico.

Si bien es posible realizar algunas aproximaciones apriorísticas determinando si existe o no una pérdida de derechos políticos como consecuencia de la división del paquete accionario, la determinación de si dicha división implica una pérdida significativa de valor será una cuestión que deberá determinarse caso a caso, a través de la valuación comparativa del paquete accionario y de las acciones que lo componen.

Esta comparación del valor actual de los flujos de fondos proyectados deberá tener en cuenta, en función del marco de regulación jurídica y estatutaria, de los antecedentes y de la situación de la sociedad, si existe un sustancial riesgo diferencial y una sustancial mayor tasa de descuento del flujo de fondos proyectado, como consecuencia de la pérdida de derechos políticos producto de una partición.

Este análisis requerirá que, en oportunidad de realizar el inventario estimativo de bienes que marca la ley (art. 1134 CC) se designe un perito economista o especialista en finanzas de empresas que realice un estudio de la especial situación de la sociedad, a los efectos de determinar, aplicando las técnicas de valuación analizadas, si el paquete accionario resulta divisible sin menoscabo de su valor para el accionista.