

D347.6  
GAR

**UNIVERSIDAD DE PALERMO**

**FACULTAD DE DERECHO  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES**

**MASTER EN DERECHO Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS**

**“Críticas al Sistema de  
Valuación de Empresas del  
artículo 48 de la Ley 24.522”**

UNIVERSIDAD DE PALERMO  
Prohibida su reproducción - Ley 11723

**Autor: Dr. JUAN MARTIN GARAT**

**Tutor: Dr. GUILLERMO BURMAN**

**BUENOS AIRES, NOVIEMBRE de 2000**

## INDICE GENERAL

Introducción .....	4
<b>Capítulo I</b>	
I) El "salvataje" de la empresa .....	5
II) Sujetos de aplicación de los supuestos especiales .....	5
III) Pasos a seguir según el artículo 48 LCQ .....	5
1) <i>El auto de apertura del procedimiento</i> .....	6
2) <i>Presentación de ofertas por parte de los terceros inscriptos</i> .....	6
3) <i>La búsqueda de las conformidades</i> .....	6
4) <i>Deposito judicial de una suma en garantía de la oferta propuesta</i> .....	7
5) <i>Obtención de las conformidades y acreditación en el expediente</i> .....	7
6) <i>Resolución haciendo saber la existencia del acuerdo (art. 49 LCQ)</i> .....	8
7) <i>Homologación del acuerdo. Transferencia de la empresa</i> .....	8
IV) Análisis y Semejanzas con la Ley Norteamericana .....	9
1) <i>El "cramdown power" de la legislación norteamericana</i> .....	9
2) <i>Un novedoso proyecto de ley</i> .....	11
<b>Capítulo II</b>	
I) El "valor patrimonial" de la empresa: Su determinación .....	13
1) <i>El Informe General del Síndico</i> .....	13
2) <i>Los incisos 2° y 9° del Informe General y sus diferentes finalidades</i> .....	13
2-a) <i>El inciso 2° LCQ y lo que se podría cobrar</i> .....	13
2-b) <i>El inciso 9° y el valor de la empresa en rescate</i> .....	13
2-c) <i>Comparación entre ambos</i> .....	14
3) <i>Las observaciones al Informe General</i> .....	14
II) ¿Cómo se determina el "valor (o precio) de transferencia" de la empresa? .....	15
1) <i>Los cuatro componentes</i> .....	15
2) <i>Crítica</i> .....	17
<b>Capítulo III</b>	
I) Los registros contables .....	18
II) Críticas a la fórmula legal .....	18
III) Propuestas de modificaciones .....	19
IV) ¿Funciona el sistema en una empresa con valor negativo? .....	19
V) Lo que los registros contables no muestran .....	20
1) <i>Falta de consideración de los bienes inmateriales o intangibles</i> .....	20
2) <i>Bienes amortizables</i> .....	21
3) <i>Rentabilidad</i> .....	21
<b>Capítulo IV</b>	
I) Valuación de empresas. Consideraciones generales. Caracteres .....	22
II) Diferentes métodos de valuación de empresas utilizados en el mundo de los negocios .....	23

1) *Modelo de Gordon* ..... 23  
2) *Modelos de valoración en base a múltiplos de utilidad* ..... 23  
3) *Flujo de fondos descontados (Discounted Cash Flow)* ..... 24

**Conclusión** ..... 27

**Indice Bibliográfico** ..... 28

## INTRODUCCION

La ley 24.522 de Concursos y Quiebras<sup>1</sup> ha merecido numerosas críticas e incontables cuestionamientos en referencia a distintos puntos de su articulado.

Una de las cuestiones que generaron opiniones y debates fue el procedimiento denominado del "salvataje de la empresa" previsto en su artículo 48.

Este es un procedimiento por el cual determinado tipo de empresas que no logren las conformidades de los acreedores necesarias para la homologación del acuerdo preventivo, no sea declarada inmediatamente su quiebra.

En este caso, la ley establece la apertura de un registro especial para que terceros interesados se inscriban a efectos de formular propuestas para lograr que, luego de cumplidos ciertos requisitos y obtenidas las conformidades necesarias, le sean transferidas las participaciones societarias de la empresa concursada.

Cabe destacar que el artículo ha sido muy criticado en cuanto a su redacción – principalmente por confusa y extensa- así como también la imprecisión en algunos puntos.

Y dentro de las críticas que ha recibido el sistema se encuentra el cuestionamiento al método de valuación de la empresa utilizado para determinar el valor por el que el tercero interesado –inscripto en el registro- tendrá derecho a que le sea transferida la empresa concursada.

Específicamente, el inciso 9º del artículo 39 (Informe General del Síndico) establece que la empresa concursada debe ser valuada según "registros contables". Y si bien la normativa concursal alude al concepto de valuación en varios artículos, posteriormente, el inciso mencionado debe ser tomado en cuenta por el juez en el auto de apertura del "cramdown" para establecer el valor patrimonial de la empresa.

Los sistemas que se emplean actualmente para determinar el valor de las empresas tienden a determinar su "verdadero valor", generalmente entendido como la capacidad que dicha empresa tiene de generar ganancias o ser rentable, no tienen en cuenta el valor estático o histórico de la misma.

Por ello, nuestro trabajo se centrará en analizar el artículo 48 de la Ley de Concursos y Quiebras desde el punto de vista de la valuación, en cuanto propone el sistema de registros contables para valuar la empresa objeto del cramdown, analizando también la factibilidad o no de implementar procedimientos mas actuales o alternativos de valuación de empresas, en casos de empresas en cesación de pagos.

---

<sup>1</sup> ADLA, LV-D, pág. 4381 y ss.

## CAPITULO I

### **D) El "salvataje" de la empresa.**

El artículo 48 de nuestra Ley de Concursos y Quiebras n° 24.522 estipula como título "Supuestos Especiales" al plan de salvataje de empresas, tal cual fue denominado por el Mensaje de Elevación del Poder Ejecutivo al Honorable Consejo de la Nación<sup>2</sup>.

Este procedimiento se abre en el caso de que vencido el plazo de exclusividad acordado por el artículo 43 y subsiguientes, el deudor concursado no hubiere logrado las conformidades de los acreedores allí requeridas.

En este caso, y tratándose el deudor concursado de ciertas personas jurídicas, el juez no declarará la quiebra sino que dará apertura a un período en el cual otras personas podrán presentar propuestas de acuerdo que, eventualmente y de cumplir ciertos requisitos, les darán el derecho a la transferencia de la sociedad concursada.

### **II) Sujetos de aplicación de los supuestos especiales.**

Este procedimiento sólo puede ser aplicado a las sociedades de responsabilidad limitada, sociedades por acciones, sociedades en comandita por acciones, sociedades cooperativas y aquellas sociedades en las que el Estado Nacional, Provincial o Municipal sea parte.

En el caso de las sociedades en las que el estado participa se ha considerado que quedan comprendidas<sup>3</sup>:

- a) Las sociedades de economía mixta (decreto-ley 15.349/46);
- b) Las sociedades del estado (ley 29.705);
- c) Las sociedades anónimas con participación estatal mayoritaria (ley 19.550, Cap. II, Sección VI); y
- d) Cualquier otra actividad civil o comercial en que el estado sea socio.

El artículo establece expresamente que quedan ajenas al procedimiento las personas jurídicas reguladas por las leyes números 20.091 (Compañías de Seguros), 20.321 (Mutuales) y 24.241 (Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones y Administradoras de Riesgos de Trabajo), así como también las excluidas por leyes especiales (de conformidad con lo estipulado con el artículo 2° de la LCQ)<sup>4</sup>.

Cabe destacar que quizás las que resulten mayormente afectadas por este régimen sean las sociedades anónimas y las sociedades de responsabilidad limitada.

### **III) Pasos a seguir según el artículo 48 LCQ.**

<sup>2</sup> Mensaje citado, Capítulo II, punto 4.

<sup>3</sup> MOSSO, Guillermo G.; "Ambito Subjetivo del "Cramdown" argentino", Revista El Derecho, Año XXXV, numero 9283 del 30 de junio de 1997, pagina 6.

<sup>4</sup> Quedan excluidas pues las Personas físicas, Sociedades Colectivas, Sociedades en Comandita Simple, Sociedades de Capital e Industria, Sociedades Accidentales o en Participación, Sociedades Irregulares o de Hecho, Agrupaciones de Colaboración, Uniones Transitorias de Empresas, Sociedades Civiles, Asociaciones Civiles con Personería Jurídica, Fundaciones, Entidades Financieras, y Pequeños Concursos (art. 289 de la LCQ.)

Para analizar los pasos hay que seguir la correlación de la ley. El artículo 43 estipula un período de exclusividad que va entre los 30 (treinta) y los 60 (sesenta) días desde la resolución de categorización de acreedores y constitución del comité provisorio de acreedores (art. 42 LCQ) donde el deudor puede formular propuestas de acuerdo a las distintas categorías de acreedores<sup>5</sup> y así obtener las conformidades que luego estipula el artículo 45.

Ahora bien, no obtenidas esas conformidades, el juez no decreta la quiebra, siempre y cuando se trate de los sujetos concursados que han sido los arriba mencionados, sino que se torna operativo el artículo 48. El detalle de los pasos es el siguiente:

**1) El auto de apertura del procedimiento.**

En este paso, el juez ordena en las cuarenta y ocho horas posteriores al vencimiento del plazo de exclusividad<sup>6</sup> la apertura de un registro por cinco días a fin de que aquellos acreedores y terceros que estén interesados en adquirir la empresa concursada se inscriban a efectos de la presentación de las ofertas respectivas.

Además, el juez en este paso fija el valor patrimonial de la empresa según registros contables, teniendo en cuenta el Informe General presentado por la sindicatura y las observaciones que este haya merecido.

Designa también un experto a fin de que éste pueda calcular el valor presente de los créditos verificados y declarados admisibles. Esto será a los efectos de determinar el porcentaje de reducción que sufrirán en sus créditos los acreedores en caso de que algún tercero inscripto obtenga las conformidades necesarias para lograr el acuerdo. También será necesario para el caso que el tercero inscripto ofrezca un precio que eventualmente requiera la conformidad de los socios para la transferencia de la empresa<sup>7</sup>.

Finalmente, fija una fecha en la que se llevará a cabo una audiencia informativa donde eventualmente, y si existieran inscriptos en este registro, se decidirá sobre las propuestas que se presentaren.

El inciso 2) de este artículo nos explica claramente que si no hubiera inscriptos en este registro, el juez deberá decretar la quiebra sin más trámite.

**2) Presentación de ofertas por parte de los terceros inscriptos.**

En caso de existir postulantes inscriptos en tiempo y forma, éstos quedan habilitados por diez días para presentar en el expediente propuestas de acuerdo a los acreedores, pudiendo modificarlas solamente a los diez y a los veinte días subsiguientes. Vencido este término, quedará firme la última propuesta presentada.

**3) La búsqueda de las conformidades.**

Dentro de los veinte días posteriores a que quedan firmes las propuestas presentadas, los interesados inscriptos tienen plazo para conseguir las conformidades de los acreedores verificados. MOSSO sostiene en este punto que la ley omite la inclusión de los acreedores declarados admisibles, quienes deberían también estar legitimados para otorgar o no sus conformidades a las propuestas<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> El deudor esta obligado a formular propuestas para los acreedores quirografarios, no así para otros acreedores (conf. art. 43 LCQ).

<sup>6</sup> Plazo que ha sido ampliamente criticado por la mayoría de la doctrina nacional -a la que adherimos- ya que es dramáticamente exiguo y angustioso.

<sup>7</sup> Estos puntos serán tratados con mas detenimiento en el Capitulo IV del presente trabajo.

<sup>8</sup> MOSSO, Guillermo G., "El Cramdown y otras novedades concursales", Editorial Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, Año 1998, pagina 49.

El tercero inscripto deberá obtener las conformidades que impliquen la mayoría absoluta de acreedores dentro de cada categoría que representen las dos terceras partes de capital computable dentro de cada categoría (Conf. art. 48, inc. 3, segundo párrafo y art. 45 LCQ) para que se tenga por aceptada su propuesta.

Pero, la adjudicación del capital social al o los terceros que lograren las conformidades para su propuesta de acuerdo preventivo puede exigir además el pago de cierto importe a los viejos socios. Esto dependerá del valor resultante de la diferencia del valor patrimonial de la empresa según registros contables y el valor presente de los créditos determinado por el estimador oportunamente designado.

En efecto, en el caso de que el valor patrimonial de la empresa sea positivo — caso matemáticamente posible— también será necesario obtener las conformidades de los socios o accionistas de la sociedad concursada.

Si por las participaciones societarias se ofrece a los socios o accionistas un precio mayor o igual que el valor patrimonial final de la sociedad, los titulares de las mismas deberán transferir obligadamente sus cuotas o acciones.

Si, por el contrario, el precio ofrecido por el tercero a los socios por el valor de sus participaciones fuere menor que el “precio de transferencia de la empresa” se necesitará, además de las conformidades de los acreedores, las conformidades de los socios o accionistas de la sociedad. Para esto se requiere la mayoría absoluta de socios (personas) y las dos terceras partes de su capital (art. 48, inc. 4, primer párrafo, frase sexta).

#### *4) Depósito judicial de una suma en garantía de la oferta propuesta.*

Conforme lo estipula el párrafo final del inciso 4 del artículo que comentamos, el tercero interesado deberá depositar —“juntamente con las conformidades” según lo establece este inciso— un importe equivalente al veinticinco por ciento (25%) del valor de la oferta con carácter de garantía de la propuesta efectuada.

#### *5) Obtención de las conformidades y acreditación en el expediente.*

El primero de los interesados inscriptos que acompañare las conformidades de los acreedores y los socios —en su caso—, y el depósito del 25% del precio, y las agregare (simultáneamente) al expediente comunicando el preacuerdo, adquiere el derecho a que le sea transferida la totalidad de las participaciones societarias de los titulares de la sociedad concursada, si aquel fuera mas tarde homologado (art. 48, inc. 4, primer párrafo).

Este sistema de adjudicación “al primero que llegue” ha recibido críticas de destacados autores sosteniendo que sería mas justo que esa adjudicada al “mayor precio ofrecido”.

Obviamente, estamos considerando la hipotética —pero posible— situación de que dos o mas inscriptos hayan obtenido las conformidades necesarias para que le sean transferidas las participaciones societarias de la sociedad concursada.

En principio podríamos pensar que de esta manera se llegaría a un precio mas razonable o justo en virtud de que entrarían en funcionamiento las reglas del mercado. Concretamente: la puja entre los interesados inscriptos para adquirir la empresa y sus negociaciones con los acreedores y accionistas.

Sin embargo, la ley determina que el primero que llegue —solo importa el mero orden cronológico de presentación en el expediente— es el adjudicatario necesario de la empresa, sin considerar que el mayor precio ofrecido sea el que determine la adjudicación al oferente.

Desde este punto de vista la ley podría violar los principios constitucionales de propiedad e igualdad ante la ley (arts. 17 y 16 de la Constitución Nacional).

Ariel A. DASSO<sup>9</sup> critica abiertamente la forma en que la actual ley trata la adjudicación de estas participaciones societarias expresando que "la velocidad o rapidez no son criterios jurídicos que permitan tratar la oferta de un interesado con exclusión automática de otro que ofrezca un mejor precio a los socios o un mejor acuerdo a los acreedores (o ambas cosas a la vez)".

Por nuestra parte creemos que deberá estarse a cada caso concreto para analizar si se violan derechos de los accionistas o de los terceros interesados.

Ello de modo alguno implica que no concordemos con el citado autor.

Consideramos que el juez deberá adjudicar la empresa a quien -después del análisis correspondiente- considere como primero, pero no en el orden de presentación sino en el orden económico de su propuesta.

Mas allá de estas serias observaciones al sistema, lo cierto es que si el tercero interesado ofrece un precio mayor o igual que el valor patrimonial final de la sociedad o, de lo contrario, si obtiene las conformidades necesarias en caso de que el precio ofrecido sea inferior al determinado por el juez, el tercero queda en condiciones de que le sea adjudicada la totalidad de las participaciones del ente societario concursado.

#### 6) Resolución haciendo saber la existencia del acuerdo (art. 49 LCQ).

Dentro de los tres días de presentadas las conformidades correspondientes el juez dictara resolución haciendo saber la existencia del acuerdo preventivo.

En el plazo de cinco días se pueden efectuar las impugnaciones al acuerdo logrado (art. 50 LCQ). Si la impugnación es acogida, el juez declarara la quiebra y si es desechada, debe procederá homologar dicho acuerdo (art. 51 LCQ). Este es el paso siguiente.

#### 7) Homologación del acuerdo. Transferencia de la empresa.

No deducidas las impugnaciones al acuerdo o rechazadas las interpuestas, el juez dictará la sentencia homologatoria del acuerdo logrado por el tercero en el plazo de diez días (art. 52 LCQ). Ella importa la transferencia de la empresa. O, mejor dicho, la transferencia de las participaciones societarias de la misma.

En efecto, FASSI - GEBHARDT explican esto expresando que "el derecho obtenido, a despecho de la ambigua referencia del inciso 1, no se refiere, en rigor, a la compra de la empresa en marcha. Se trata, en cambio, de la venta de la totalidad de las cuotas o acciones representativas del capital de la sociedad concursada, propietaria de la empresa, y con total prescindencia de que ella esté en marcha o no"<sup>10</sup>.

Cabe mencionar que el deudor deberá depositar, dentro de los tres días de notificada *ministerio legis* la homologación, el saldo del setenta y cinco por ciento (75%) del precio -ya el veinticinco por ciento (25%) restante fue depositado en carácter de garantía de mantenimiento de la propuesta efectuada-

Si no cumplimenta tal depósito, la suma ingresada se incorpora al activo de la quiebra que deberá decretarse por esta falta. Y si la deposita, esta suma queda a disposición de los socios o accionistas para su retiro (art. 53, tercer y cuarto párrafos)

<sup>9</sup> DASSO, Ariel A.: "Naturaleza jurídica del "cramdown". Su "conditio iuris": la mejor oferta", La Ley, T. 1996-E, Sección Doctrina, págs. 1171 y ss.

<sup>10</sup> FASSI, Santiago C., GEBHARDT, Marcelo; "Concursos y Quiebras", 5° edición actualizada, Editorial Astrea, Buenos Aires, Año 1996, página 164.

De esta forma, el tercero interesado adquiere —con el desplazamiento de los anteriores socios— el control de la sociedad concursada y estos perciben el precio de su transferencia.

#### IV) Análisis y semejanzas con la Ley Norteamericana.

##### 1) El "cramdown power" de la legislación norteamericana.

Nuestro sistema ha sido creado con intenciones de asimilarlo al establecido en el Bankruptcy Code, Title 11, Subchapter 3, Sections 1121 y 1129 de la legislación norteamericana<sup>11</sup>.

No obstante, el sistema de la Ley 24.522 no es lo que podemos llamar una copia exacta —ni mucho menos— al cramdown. El vocablo cramdown no posee una traducción literal del derecho norteamericano, si diremos que "to cram" significa *forzar*. En este caso sería forzar una especie de acuerdo cuando los acreedores no han estado conformes con la propuesta que el deudor ofreció en su momento.

Según la legislación norteamericana, la quiebra o bancarrota se puede presentar de dos maneras diferentes, a través de una:

a) **Liquidación:** en cuyo caso se estiman los bienes del deudor y luego se transforman mediante una liquidación en dinero y se cancelan las deudas que el quebrado poseía con los acreedores; y

b) **Reorganización:** en donde el deudor conserva sus activos y se busca la manera de reorganizar aquél a los fines de poder cancelar —sin liquidar— las deudas que el deudor posee con sus acreedores.

Esta última implica un proceso de acomodamiento, de negociaciones y compromisos que en general son realizados fuera de los tribunales.

En estos procesos de reorganización las partes intervinientes (bancos, acreedores con privilegio hipotecario, acreedores laborales, acreedores quirografarios, accionistas, etc.) juegan un rol muy importante ya que forman una especie de comité ante el cual el deudor deberá presentar su plan y satisfacerlos de una u otra manera con el mismo.

Por otra parte ellos deberán poner el máximo de colaboración en ese plan presentado para poder en algún momento recuperar sus acreencias.

El artículo 1121 de la normativa citada establece quiénes pueden presentar una propuesta de acuerdo preventivo.

En principio, el deudor únicamente podrá presentar un acuerdo dentro de los 120 días de la fecha de resolución de apertura del procedimiento, salvo que el juez dispusiera lo contrario, en cuyo caso podrán hacerlo los otros legitimados a presentar acuerdos.

Estos legitimados serían los acreedores, el síndico, un fideicomisario o cualquier tercero interesado (e inclusive el mismo deudor —en caso que el juez lo admitiera—)

Pero para esto deben darse ciertas condiciones:

- a) que exista un síndico designado;
- b) que el deudor no haya presentado un acuerdo dentro de los 120 días de la resolución de apertura del procedimiento;
- c) que el acuerdo que el deudor presentó no haya obtenido las conformidades de los acreedores dentro de los 180 días desde la fecha de resolución.

Ahora bien, una vez propuesto el acuerdo se procede a su homologación, la que es tratada en el artículo 1129.

<sup>11</sup> Extraída de Internet del website [www.law.cornell.edu](http://www.law.cornell.edu).

El inciso A) de este artículo establece que: "El tribunal procederá a homologar el plan propuesto, siempre y cuando se den los siguientes requisitos:

- 1) que el acuerdo observe las disposiciones del presente título;
- 2) que el proponente del acuerdo observe dichas disposiciones;
- 3) que el acuerdo haya sido propuesto de buena fe y no por cualquier medio prohibido por la ley;
- 4) que el tribunal apruebe o haya aprobado basándose en un criterio de razonabilidad todo pago efectuado o a efectuarse por el proponente del plan o por un tercero que emita títulos o adquiera bienes en virtud de dicho acuerdo en concepto de servicios o gastos relacionados con el caso;
- 5) que el proponente del acuerdo haya informado la identidad y vinculación comercial de toda persona propuesta para que luego de la homologación del acuerdo se desempeñe como director, fideicomisario o que participe de alguna forma en el plan propuesto; ..."

Tiene relevancia el apartado 8) del presente inciso en cuanto establece como requisito para la homologación de la propuesta que "... cada categoría de créditos acepte el plan o que ninguna categoría resulte negativamente afectada por el mismo".

Finalizando, el apartado 10) especifica que si una categoría es negativamente afectada por el plan, el mismo puede ser aprobado si dicha categoría presta su conformidad –lográndose las conformidades necesarias dentro de la misma–.

Estos son algunos de los requisitos –no transcritos textualmente y cuya traducción nos pertenece– que el artículo 1129 del Código de Quiebras norteamericano establece como necesarios para que el plan tendiente a lograr la reorganización de la empresa pueda aprobarse.

Entendemos que como parte de este programa pueden existir categorías o clases de créditos que no estén conformes con el mismo o no lo hayan aprobado; pues bien, el deudor puede reorganizarse de todos modos, ya que el inciso B) del artículo 1129 dispone:

-Sin perjuicio del artículo 510 (a) del presente Título<sup>12</sup>, si un acuerdo observa todos los requisitos aplicables al inciso A) del presente artículo a excepción del apartado 8), el tribunal, *a solicitud del proponente del acuerdo*, procederá a homologarlo a pesar de las exigencias del mencionado apartado, *cuando el acuerdo no discrimine de manera injusta, y resulte justo y equitativo* con respecto a cada categoría de créditos o derechos que resulte negativamente afectada por el acuerdo y lo haya rechazado<sup>13</sup>.

Como observamos, este es el cramdown, es decir la homologación del acuerdo propuesto aún contra alguna clase de acreedores, pero siempre y cuando el acuerdo sea considerado por el Juez como justo y equitativo para esa clase.

Las pautas que debe tener ese acuerdo para ser justo y equitativo ("fair & equitable") están detalladas textualmente en el apartado 2 de este inciso:

a) *Con respecto a una categoría de créditos privilegiados, que dicho acuerdo disponga:*

- que los titulares de dichos créditos retengan los privilegios que benefician a esos créditos, ya sea que los bienes sujetos a dichos gravámenes sean retenidos por el deudor o que sean transferidos a otra entidad, hasta el importe admitido de dichos créditos;
- que cada titular de un crédito de esa categoría reciba en concepto de dicho crédito pagos diferidos en efectivo que totalicen por lo menos el importe

<sup>12</sup> En este título se establecen las pautas para acuerdos de subordinación de los acreedores.

<sup>13</sup> Los resaltados nos pertenecen.

admitido de dicho crédito, de un valor a la fecha de vigencia del acuerdo, de por lo menos el valor del derecho de dicho titular en el derecho de la masa concursal sobre dicho bien;

b) *Con respecto a una categoría de créditos quirografarios:*

- que el acuerdo disponga que cada titular de un crédito de esa categoría reciba o retenga en concepto del mismo bienes por un valor, a la fecha de vigencia del acuerdo, igual al importe admitido de dicho crédito; o

- que el titular de cualquier crédito o derecho subordinado a los créditos de dicha categoría no reciba o retenga, en virtud del acuerdo, ningún bien en concepto de dicho crédito o derecho subordinado;

c) *Con respecto a una clase de derechos:*

- que el acuerdo disponga que cada titular de un derecho de dicha categoría reciba o retenga en concepto de dicho derecho bienes por un valor, a la fecha de su vigencia, igual al que resulte superior entre el importe admitido de cualquier preferencia fija de liquidación a la que tiene derecho dicho titular, cualquier precio de rescate a que tiene derecho dicho titular o el valor de dicho derecho;

- que el titular de cualquier derecho subordinado a los derechos de dicha categoría no reciba o retenga ningún bien en virtud del acuerdo en concepto de dicho derecho subordinado;

En pocas palabras, el *cramdown* es la aprobación de un plan de reorganización sin perjuicio de la falta de conformidad por parte de una clase de créditos o derechos y siempre que ese plan resulte para dicha clase justo y equitativo. Además, la ley contempla dichos estándares, es decir, los requisitos que el plan debe contener para que pueda ser homologado por el tribunal.

Como podemos observar, esto tiene muy poco que ver con nuestro artículo 48 de supuestos especiales, como se lo ha llamado en la nueva Ley de Concursos y Quiebras n° 24.522. La ley norteamericana delinea con mayor claridad que la nuestra, y especificando los casos en concreto tiende a dar al sistema de la reorganización del deudor la posibilidad de que el mismo —a pesar de la no aprobación de la propuesta por alguna clase de acreedores— continúe igualmente adelante con el sistema y el plan propuesto.

## 2) *Un novedoso proyecto de ley.*

Cabe mencionar aquí al proyecto de ley de reformas de la Ley de Concursos y Quiebras -*Resolución M.J. 89/97*- que, dentro de sus modificaciones propuestas, incorpora la facultad judicial de homologar un acuerdo que no hubiere obtenido las mayorías legales, siguiendo el modelo estadounidense del "*cramdown power*"<sup>14</sup>.

El artículo 52 de dicho proyecto de ley, en su parte pertinente reza:

*"Homologación:* No deducidas las impugnaciones en término, o al rechazar las interpuestas, el juez debe pronunciarse sobre la homologación del acuerdo.

1. Si considera una *única propuesta debe homologarla*, salvo que la encuentre contraria al orden público o a la moral, o en fraude a la ley.

2.a) Si considera *mas de una propuesta*, en el caso del artículo 48, debe *homologar la mas votada*, salvo iguales circunstancias. b) Descalificada la mas votada por las razones del inciso 1, debe considerar la *siguiente mas votada y*, en su caso, proceder de igual manera hasta concluir con la propuesta.

<sup>14</sup> DASSO, Ariel A.; *"El Proyecto de Reformas de la Ley de Concursos y Quiebras. Principales Contenidos y el Nuevo "Cramdown"*, La Ley, T. 1998-E, Sección Doctrina, paginas 984 a 996.-

3. Cuando una propuesta no haya obtenido la conformidad de la totalidad de las clases, el juez puede homologarla e imponerla a una o más clases siempre que: a) si no se ha consignado la conformidad de una o más clases de acreedores quirografarios, cuando el acuerdo ha obtenido, en su conjunto, las conformidades de dos terceras partes del capital quirografario, y b) en todos los casos, cuando el juez considere que el acuerdo es equitativo y que no discrimina irrazonablemente contra la clase o categoría en la que no se logra conformidad suficiente.

El juez no puede utilizar la facultad de este inciso para imponer una propuesta a acreedores con privilegio especial que no lo hayan aceptado...”.

En general, el proyecto ha recibido críticas favorables entre la doctrina nacional. Entre ellos podemos citar a DASSO.

No obstante, el citado autor señala que la redacción del artículo y el sistema tienen deficiencias. Por ejemplo, las pautas en las cuales debe fijarse el juez para establecer la equidad y razonabilidad de un acuerdo que no logra las mayorías no están establecidas en el proyecto <sup>15</sup>.

Por nuestra parte, consideramos que la iniciativa es positiva en tanto aspira a mejorar un sistema del salvataje que, como se encuentra actualmente legislado, tiene falencias en muchos de sus puntos, afectando su funcionamiento.

---

<sup>15</sup> Expresa DASSO al respecto que “La facultad judicial no contiene, a diferencia del modelo estadounidense, los parámetros que la ley consigna en forma explícita para que el juez decida que un plan es justo y equitativo (“fair & equitable”), y no discrimina irrazonablemente a alguna/s clase/s disconformes (“discriminate unfairly)”. DASSO, Ariel A.; *Ibidem*, página 993.

## CAPITULO II

En este capítulo consideraremos dos tipos de valores de la empresa concursada. Ellos son: el "*valor patrimonial*" y el "*valor o precio de transferencia*" de la misma.

El primero de ellos es el que debe fijar el juez al abrir el procedimiento del cramdown, basándose en el Informe General del Síndico. Mientras que el segundo es el precio por el que –finalmente– el tercero inscripto en el registro obtendrá el derecho a que le sean transferidas las participaciones societarias de la empresa.

Vayamos a su consideración pormenorizada.

### **D) El "valor patrimonial" de la empresa: Su determinación.**

#### **1) El Informe General del Síndico.**

Al abrir el juez el procedimiento del cramdown, dentro de las medidas que debe dictar en el ajustadísimo plazo de 48 horas, "fijará el valor patrimonial de la empresa según registros contables".

Para esto, tomará en cuenta el Informe General del Síndico y las observaciones que hubiere merecido (art. 48, inc. 1º, segunda oración).

Pero el informe sindical se refiere a valores en dos oportunidades: en el inciso 2º y en el inciso 9º del artículo 39 LCQ.

Por ende, cabe preguntarse a cuál de dichos incisos quiso referirse el primer inciso del artículo 48. Pasemos al análisis pormenorizado de cada uno de ellos.

#### **2) Los incisos 2º y 9º del informe general y sus diferentes finalidades<sup>16</sup>.**

##### **2-a) El inciso 2º LCQ y lo que se podría cobrar.**

La composición del activo y del pasivo con indicación de los valores probables de realización de los bienes del primero, brinda a los acreedores la información necesaria para considerar la proposición que reciben y decidir en definitiva<sup>17</sup>.

Es una estimación para cuando, declarada la quiebra, se resuelve la liquidación de la empresa, ofreciendo al acreedor una "conjeturable expectativa del dividendo que puede esperar si sobreviene la quiebra por falta de votación suficiente del acuerdo"<sup>18</sup>.

En definitiva, se trata de un mero inventario en el que los bienes se valúan para el caso de la posible liquidación de la empresa insolvente.

##### **2-b) El inciso 9º y el valor de la empresa en rescate.**

Indudablemente, el objetivo de este inciso del art. 39 de la LCQ es diametralmente opuesto al del inciso segundo: el mismo se orienta a la valuación de la participación societaria para el cramdown.

Consecuentemente, el juez al determinar el valor patrimonial de la empresa debe tomar del informe general del art. 39 de la LCQ el inciso 9º, que se refiere al valor

<sup>16</sup> MOSSO, Guillermo G.; "En torno a la valuación de la empresa en el "Cramdown"; Revista El Derecho, Año XXXV, número 9388 del 26 de noviembre de 1997, páginas 1 a 6.

<sup>17</sup> Cabe destacar que la sindicatura solo formula una "opinión" sobre la realidad de la empresa.

<sup>18</sup> FASSI, Santiago C., GEBHARDT, Marcelo; "Concursos y Quiebras", cit., págs. 132-133.

patrimonial de la empresa según registros contables y no el inciso 2° (valor de realización).

VITOLLO considera que la ley prevé dos formas de valuación con dos objetos claramente diferenciados. La primera es con relación al valor probable de realización de los bienes, mientras que la segunda es el valor patrimonial de la empresa, según registros contables, que se refiere al de ella "en marcha", aunque con las limitaciones propias de un ente en dificultades<sup>19</sup>.

En el caso del salvataje no caben dudas que como lo que se persigue es la transferencia de la empresa, la valuación debe efectuarse desde la óptica de una empresa en marcha.

### 2-c) Comparación entre ambos.

El inc. 2°, art. 39 refleja el valor de realización para el supuesto de una quiebra liquidativa. El inc. 9°, en cambio, se refiere al valor de la empresa en marcha para la hipótesis de cramdown. Por tanto, los criterios con los cuales la sindicatura debe confeccionar ambos incisos del informe general son diferentes.

El inc. 2°, al exigir la composición detallada del activo y pasivo, considera el patrimonio del deudor rubro por rubro. Se trata desde una posición estática –los bienes, ante el desapoderamiento, están improductivos-, de proporcionar posibles valores de venta dentro de la liquidación en la quiebra.

El valor patrimonial de la empresa del inc. 9° mira a aquel patrimonio globalmente, como unidad y no en forma desagregada, apuntando a un futuro salvataje donde se la visualiza como un organismo dinámico y funcional ("en marcha").

Mientras que el inc. 2° sólo indica "lo que se puede conseguir" en la quiebra, el inc. 9°, por el contrario aspira a expresar lo que vale la empresa a salvarla de aquella mediante el cramdown.

Por otra parte, es sabido que un ente funcionando tiene otro valor que el de sus propios activos singulares pero separados, porque la organización de los bienes enderezados a la producción implica un plus que es por sí mismo un bien.

Comúnmente este valor será mayor que el de los activos considerados separadamente, aunque cabe destacar que no siempre será así<sup>20</sup>.

Dependerá también del grado de organización y de la situación económico-financiera de cada empresa en particular.

### 3) Las observaciones al Informe General.

Además cabe mencionar la importancia que tienen las observaciones al Informe General del Síndico para arribar a una correcta determinación del valor patrimonial de la empresa ya que pueden servir para subsanar las posibles omisiones o errores que pudiera adolecer dicho informe.

Consecuentemente, si se quisieran objetar los valores de los bienes o la indebida inclusión o exclusión de rubros, deberá forzosamente recurrirse a esta vía de las observaciones.

En la praxis de la Ley 19.551<sup>21</sup> generalmente éstas versaban o bien sobre la valuación dada al activo –con miras a discutir la futura regulación de honorarios-, o bien para contestar la calificación de la conducta del deudor.

<sup>19</sup> VITOLLO, Daniel R.; "Iniciación en el estudio del Nuevo Régimen Legal de Concursos y Quiebras. Ley 24.522", Editorial Ad-Hoc, Buenos Aires, Año 1995, páginas 79 y ss.

<sup>20</sup> Mas adelante veremos que la valuación según registros contables puede ser mayor en casos de empresas con flujos negativos de fondos. Ver Capítulo IV, Punto III, Parte 3), página 24 y ss.

MOSSO<sup>22</sup> considera que las observaciones al informe del síndico –bajo la nueva ley- no perderán protagonismo en virtud de la inusitada importancia que han cobrado con el cramdown (como una de las fuentes documentales para determinar el valor de la empresa). En forma coincidente opina DASSO<sup>23</sup>.

Por nuestra parte, no podemos dejar de coincidir con los autores antes citados en lo que respecta a la importancia de las observaciones para coadyuvar a la correcta determinación del valor de la empresa.

## II) ¿Cómo se determina el “valor (o precio) de transferencia” de la empresa?<sup>24</sup>

### 1) Los cuatro componentes.

Como seguidamente veremos, el artículo 48 LCQ establece una compleja forma de determinación del valor por el cual el tercero inscripto puede llegar a adquirir la empresa concursada (o mejor dicho, sus participaciones societarias).

Dicha ecuación está formada por cuatro componentes:

a) Valor Judicial	MENOS	b) Porcentaje de Reducción del Pasivo MAS Gastos y Costas (2,5%)	IGUAL	c) Valor Base	d) Precio de Transferencia
-------------------	-------	------------------------------------------------------------------	-------	---------------	----------------------------

Veamos cada uno:

a) *Valor Judicial*: es un valor fijo e invariable.

Es el que establece el juez en el auto de apertura del procedimiento del cramdown tomando como base el Informe General del Síndico (basándose en el art. 39, inciso 9° -valor según registros contables-), y las observaciones realizadas al mismo por el deudor y los acreedores verificados y declarados admisibles (art. 40 LCQ). Constituye un monto invariable en cada concurso preventivo.

A este componente debe restarse el siguiente.

b) *Porcentaje de Reducción de los Créditos*: es un valor relativo ya que varía para cada “cramdista”<sup>25</sup> según el contenido del acuerdo que proponga.

<sup>21</sup> ADLA 1984-161.

<sup>22</sup> MOSSO, Guillermo G., “El Cramdown y otras novedades concursales”, cit., páginas 458 y 459.

<sup>23</sup> DASSO, Ariel A., “La transferencia forzosa de las participaciones en el “cramdown” del artículo 48 de la ley 24.522. Reformas sugeridas”, Derecho Societario Argentino e Iberoamericano, Editorial Ad-Hoc, Buenos Aires, Tomo III, pág. 130.

<sup>24</sup> Este apartado está basado en los siguientes trabajos:

a) DASSO, Ariel A., “La ecuación del artículo 48, inciso 1, para determinar el precio de la transferencia”, Revista El Derecho del 26 de noviembre de 1997, páginas 7 y 8.

b) ACUÑA, Marta Estela, BASILE, Jorge, NAVEIRA, Gustavo Adolfo y TRUFFAT, Edgardo Daniel, “Algunas notas sobre el artículo 48 de la ley 24.522. Ejemplo práctico”, Revista EL Derecho, Año XXXIII, número 8844 del 28 de septiembre de 1995, páginas 1 y ss.

c) HURTADO, Emilio R., “La ley de concursos y quiebras número 24.522. Cramdown – Salvataje”, Revista EL Derecho, Año XXXV, número 9238 del 23 de abril de 1997, páginas 1 y ss.

d) MOSSO, Guillermo G., “El Cramdown y otras novedades concursales”, cit., páginas 509 y ss.

<sup>25</sup> Esta denominación es común entre nuestros autores en referencia al tercero inscripto en debida forma en el registro que oportunamente se abre a efectos de estar legitimado a realizar propuestas de acuerdo a los acreedores y accionistas de la sociedad concursada.

Consiste en una reducción porcentual que se aplica al primer componente. Está constituida por el porcentaje de la quita que resulta del acuerdo entre cada cramdista y los acreedores.

A su vez, este componente se subdivide en dos subcomponentes:

1) *Valor presente del pasivo verificado y declarado admisible*: su determinación se realiza sumando al total del pasivo verificado y admisible contenido en la resolución del artículo 36 LCQ<sup>26</sup>, los intereses devengados desde el momento en que quedaron suspendidos por imperio legal a la fecha de presentación en concurso (art. 19 LCQ), hasta el momento de la realización del dictamen por parte del estimador<sup>27</sup>; y

2) *Valor presente de la propuesta formulada por el cramdista a los acreedores*: este valor debe restarse al subcomponente anterior. Para obtenerlo, el estimador designado debe trasladar a valor presente (al mismo momento en que realiza la actualización del pasivo verificado y declarado admisible), el contenido de la propuesta a los acreedores, la que debe reducir a valores nominales.

Si la propuesta de pago a los acreedores no incluye los intereses de plaza en el mercado, el estimador debe realizar la detracción o resta de dichos intereses, lo que no será necesario en caso de que ofrezca el pago de los intereses. Y en caso de que el tercero ofrezca una tasa de intereses inferior a la de mercado, deberá realizar limitar la detracción a la diferencia entre el interés que se pagará y el existente en plaza.

Al subtotal o resultado de este segundo componente deberá adicionarse aquí un porcentaje del 2,5% en concepto de gastos y costas.

El inciso 4, párrafo segundo, segunda oración del artículo 48 LCQ dispone: "Al monto de los pasivos computables se le adicionará un monto adicional del 2,5% como estimación para los gastos y costas del concurso, a los efectos del cálculo".

Creemos que por "pasivo computable" debe entenderse al resultado o subtotal de este segundo componente de la ecuación puesto que, de considerarse solo alguno de los subcomponentes de ésta, se llegaría a un resultado económico disvalioso para los acreedores.

En efecto, el porcentaje del 2,5% se debe sumar a la reducción que se aplica al valor de la empresa fijado en la resolución de apertura.

La consecuencia será un incremento en la reducción que soportará el primer componente (a) *Valor Judicial de la empresa*) reflejando más fielmente en el resultado final el sacrificio o la quita que sufrirán los acreedores trasladándolo a los socios o accionistas de la sociedad concursada.

c) *Valor Base*: es sólo un valor relativo.

En efecto, cada cramdista deberá tener este valor en cuenta para conocer si su oferta (el precio de transferencia de la empresa) debe contar o no con la conformidad de la mayoría de los socios o accionistas de la sociedad concursada.

La variabilidad del segundo componente de la ecuación<sup>28</sup> lleva a que el resultado final también contenga un precio diferente para cada cramdista. Este variará según fuere el contenido del acuerdo obtenido con los acreedores.

Como resultado del procedimiento, existirán tantos acuerdos con los acreedores como cramdistas inscriptos hubiere. Para cada uno de ellos, el valor base de la empresa será distinto.

<sup>26</sup> Resolución sobre la procedencia y alcances de las solicitudes de verificación de créditos

<sup>27</sup> Esto porque la propuesta de pago siempre tiene un plazo diferido en el tiempo.

<sup>28</sup> Más concretamente, el segundo subcomponente: b) 2) *Valor presente de la propuesta formulada por el cramdista a los acreedores*.

d) *Precio de transferencia de la empresa*: será relativo a cada tercero legitimado para efectuar propuestas concordatarias.

Dependerá, entonces, de la quita que acuerde con los acreedores (componente b)), y si la oferta que decide realizar el tercero es inferior al valor base (componente c)) deberá cumplir con la exigencia de la conformidad de los socios o accionistas de la sociedad concursada.

En conclusión, la adquisición por el tercero dependerá, en definitiva, de que obtenga las conformidades de los acreedores —en todos los casos— y la de los socios o accionistas —en el supuesto de que el precio ofrecido por el tercero legitimado es inferior al *Valor Base*—.

## 2) *Crítica.*

La fórmula para determinar el valor por el cual será transferida la empresa ha merecido muchas críticas.

Se ha dicho que es complejo y que no se advierte su utilidad<sup>29</sup>. Fundamentalmente, porque el valor de mercado será tenido en cuenta y resultará de la propuesta que realice el interesado.

Este razonamiento se basa en que el tercero inscripto —lógicamente— buscará obtener con su inversión el máximo de utilidad.

En este sentido, lógico será que este tercero tienda a minimizar sus egresos, ofreciendo valores más bajos que el determinado por el procedimiento antes explicado.

Ante tanta —aparente— oscuridad del sistema, somos optimistas.

Pensamos así porque la ley le brinda al accionista o socio y a los acreedores de una sociedad destinada inexorablemente a la quiebra, un esquema valorativo que les permite analizar las eventuales propuestas.

Y aunque en definitiva todo se reduzca a las negociaciones que se darán lugar según los casos entre los distintos sujetos intervinientes en el proceso, la ley debe permanecer ajena a este marco.

---

<sup>29</sup> DASSO, Ariel A.: "Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente", La Ley, T. 1994-E, págs 1227 y ss.

## CAPITULO III

### **I) Los registros contables.**

Debemos preguntarnos aquí sobre la adecuación –a los fines de la valuación de la empresa concursada- del sistema de “registros contables”.

Este se compone de los libros obligatoriamente señalados por el Código de Comercio para todos los comerciantes, los libros auxiliares de cada caso especial mas aquellos determinados por las leyes impositivas.

La pregunta es si el sistema contable de la empresa concursada cumple con requisitos actuales necesarios para determinar el valor real de la misma.

La ordenanza concursal menciona a este sistema dos veces: primero, al señalarle al juez como debe fijar el “valor de la empresa” (art. 48, inc. 1º, frase 2da.) y luego, dirigiéndose al síndico, al indicarle la forma de proceder para la “valuación patrimonial de la empresa” (art. 39, inc. 9º).

### **II) Críticas a la fórmula legal.**

Quizás el mayor problema de establecer este sistema resida en los distintos grados de confiabilidad o certeza que los registros contables pueden tener. De hecho, habrá tantos casos como empresas en concurso.

FASSI – GEBHARDT<sup>30</sup> opinan que tomar a la propia contabilidad de la empresa es una inconsistencia ya que puede ser defectuosa o insuficiente, a pesar de lo cual la ley obliga a tomarla en cuenta, tomando el valor patrimonial de la empresa en una ficción.

También debe mencionarse que la ley hace referencia a los registros contables de la misma concursada, no imponiendo otros valores distintos. Consecuentemente, se privilegia a estos fines la propia contabilidad del deudor concursado sin exigirse otra pauta.

En tal sentido, una contabilidad con ausencia de criterios de valuación lógicos, objetivos y reales pueden llevar a una deficiente valoración de los bienes llegando a resultados que arrojen diferencias con los posibles valores de estos bienes.

Esta situación perjudicaría además a los propios accionistas de la sociedad concursada.

Fundamentalmente, porque lo que en definitiva pretende el legislador es la fijación de un número sobre cuya base –*incluso absurda*- debe calcular el eventual derecho que corresponde a los titulares originarios de las cuotas o acciones a transferir forzosamente<sup>31</sup>.

Si la valoración de la empresa parte de considerar a los registros de la contabilidad, la suma a pagarse a los socios o accionistas –en la mayoría de los casos- será menor que el valor real de los bienes.

Esto porque los registros contables revelan valores estáticos –generalmente inferiores a los vigentes en el mercado-, dejando de lado otros factores. De ser así, se estaría afectando injustificadamente el derecho de propiedad.

<sup>30</sup> FASSI, Santiago C., GEBHARDT, Marcelo: “Concursos y Quiebras”, 5º edición actualizada, Editorial Astrea, Buenos Aires, Año 1996, pág. 162.

<sup>31</sup> DASSO, Ariel A.: “Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente”, citado.

El núcleo de los reproches reside en que, por tomar a los "registros contables" como dato sostén, se estima que finalmente se arribará a valores por debajo de los actuales y reales.

### III) Propuestas de modificaciones.

El proyecto de la actual ley de Concursos y Quiebras sufrió, amén de las críticas, algunas propuestas tendientes a la utilización de criterios diferentes de valuación de la empresa caída en concurso.

En efecto, el dictamen de la minoría preveía que el juez en el auto de apertura de *cramdown* designara a una institución o experto que procederá al cálculo del valor patrimonial real de la empresa, teniendo en cuenta el informe general del síndico y sus observaciones, su situación específica de mercado y todas otras circunstancias que puedan ser útiles a los fines de este valor. Consecuentemente, el síndico debía efectuar tal valuación a valores probables de realización en marcha<sup>32</sup>.

Finalmente, las mismas no fueron receptadas por la normativa.

### IV) ¿Funciona el sistema en una empresa con valor negativo?

La expresión "valor libros" de la sociedad concursada debe entenderse referida al activo menos el pasivo, lo que es igual al patrimonio neto de la misma.

En tal sentido, consideraremos el caso de que el segundo componente supere al primero, arribándose a un valor negativo de la empresa. Se dirá en ese caso -mal y pronto- que esa empresa vale "nada o menos que nada".

Como lo dijéramos anteriormente, en ese caso no es necesario obtener la conformidad de los accionistas puesto que nada se les debería.

Es aquí donde el sistema de registros contables muestra su mayor debilidad porque mediante la utilización de otros métodos de valoración que, basándose en postulados diferentes, nos permitirán determinar si una empresa en tal situación económica tiene o no algún valor.

Esta situación de empresa con valor negativo ha dejado de ser una simple hipótesis de probable ocurrencia.

En la jurisprudencia nacional, el caso "*Franinno Industrias Metalúrgicas S.A.*"<sup>33</sup> constituye el primer precedente de la hipótesis enunciada.

En este caso se tuvo por homologado el acuerdo preventivo propuesto por una cooperativa integrada por los trabajadores de la sociedad concursada (Cooperativa de Trabajo Guaymallén Ltda.) disponiéndose la transferencia de las participaciones societarias sin pago de precio alguno a los accionistas en virtud de los valores del patrimonio neto de dicha sociedad.

Consecuentemente, no obstante que por la utilización del sistema de valor según registros contables se arribara a un valor negativo, dicha empresa representó sin dudas

<sup>32</sup> Antecedentes Parlamentarios, Ley 24.522, N° 7, La Ley, Buenos Aires, Año 1995, páginas 299/300.

<sup>33</sup> Juzgado de Procesos Concursales y Registro N° 3, Mendoza, Septiembre 25 de 1998, en La Ley, T.1999-B, págs. 362 y ss.

Cabe destacar que en este caso, por ende, no fue necesaria la designación del estimador del valor presente de los créditos, así como de la inexistencia de precio a pagar por el valor de las cuotas o acciones que deben transferirse y -consecuentemente- la prescindencia de la conformidad de los socios o accionistas.

un valor para el tercero interesado. Y por más ínfimo que haya sido dicho valor, fue mayor que cero.

Forzoso es concluir que en este caso, el sistema de valuación que determina la Ley de Concursos y Quiebras demostró su inutilidad.

#### V) Lo que los registros contables no muestran.

Además de lo enunciado en los apartados anteriores, el sistema de la contabilidad tradicional presenta deficiencias en cuanto a la falta de consideración de distintas cuestiones. A saber:

##### 1) *Falta de consideración de los bienes inmateriales o intangibles.*

La crítica mas generalizada reside en que el "valor libros" no refleja la situación real y global de la empresa. La adopción del valor patrimonial contable excluye todo valor inmaterial, el cual, en muchos casos puede ser mas que considerable.

La contabilidad no necesariamente refleja el verdadero valor que podrían tener algunos bienes.

Cabe aclarar que si bien el sistema de registros contables es apto para valuar cualquier tipo o clase de bienes, pueden presentarse situaciones en las que la valuación de algunos de ellos genere inconvenientes<sup>34</sup>.

Entre estos bienes -por citar algunos- podrían mencionarse los siguientes:

- a) Prestigio de la empresa, importancia en el ramo de su actividad, cadenas o redes de logística y distribución, habilitaciones;
- b) Producto o productos que comercializa la empresa: su demanda, liderazgo, nivel de obsolescencia, etc.
- c) Mercado en el que compete, posicionamiento en el mismo, situación competitiva de la empresa;
- d) Valor llave;
- e) Nombre comercial;
- f) Marcas de fábrica o de comercio;
- g) Clientela;
- h) Management y Recursos Humanos;

Cabe acotar que en el caso de las marcas desarrolladas por la propia empresa que con el tiempo adquieren un valor de mercado considerable. Esto porque pueden figurar contabilizadas sólo por los gastos que ocasionó su generación y no por el valor real de la misma.

No ocurriría esto si estas marcas hubieran sido adquiridas a terceros, ya que se registrarían por su valor de costo.

Tampoco resultan admisibles a los fines de su valuación, los llamados bienes intangibles autogenerados, como por ejemplo el "valor llave" del ente<sup>35</sup>.

En definitiva, la mayoría de los ejemplos arriba mencionados no son mensurables contablemente. Es probable que, incluso, no exista un método determinado para determinar su verdadero valor.

No obstante, es indiscutible la importancia y trascendencia que dichos ítems tienen en el valor de la empresa. Incluso, según cada caso, pueden llegar a ser mas

<sup>34</sup> Sobre todo si dicha contabilidad no es llevada en base a parámetros claros, objetivos, reales y prolijos.

<sup>35</sup> Resolución Técnica n° 10, Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas: RT10; punto B 3.15.

valioso que muchos bienes cuya valoración puede hacerse según la contabilidad tradicional.

## **2) Bienes amortizables.**

Se ha dicho también que los registros contables no reflejan el valor real de los bienes amortizados.

Las reglas contables establecen la forma de valorar los bienes de uso<sup>36</sup>. Pero muchas veces estos bienes, posteriormente al período de amortización siguen produciendo y generando ingresos, por lo que tampoco se refleja su verdadero valor de mercado.

## **3) Rentabilidad.**

Otra crítica que puede formularse al sistema de registros contables es que no tiene en cuenta la rentabilidad (consideración puramente económica) ni los flujos de caja o de fondos<sup>37</sup> (análisis financiero) de la empresa.

Actualmente, en el análisis de inversiones se hace hincapié en la rentabilidad y no en la magnitud de los activos.

En las decisiones de inversión llevadas a cabo para adquirir empresas, se las visualiza como si fueran un activo dentro de distintas posibilidades de inversión en activos financieros. Por ende, no sirve el valor libros porque no se tiene en cuenta la capacidad de generación de flujos de fondos que tengan los bienes que se adquieren.

Consecuentemente -como lo veremos mas adelante- el determinante del valor real de mercado de esos activos es cuánto valen hoy esos futuros flujos de fondos y qué rentabilidad representan los mismos, con independencia del patrimonio que figure en los libros.

Será importante entonces, la aptitud del ente para generar cash flows en el futuro. Ese futuro flujo de fondos descontado a una cierta tasa -representativa de su costo de capital- es lo que, realmente, vale la empresa.

<sup>36</sup> Ibidem, RT10, punto B 25

<sup>37</sup> Es el dinero que genera la empresa a través de su actividad ordinaria, el beneficio neto de la explotación empresarial.

## CAPITULO IV

### **D) Valuación de empresas. Consideraciones generales. Caracteres.**

Al decir de MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, la valoración de una empresa es, fundamentalmente, "una forma de medir la eficacia de la gestión realizada en la empresa"<sup>38</sup>.

Con la valoración "se persigue determinar el *valor objetivo*, es decir el valor de la empresa en circunstancias normales dentro de su contexto e independientemente de los intereses del sujeto valorador. El *valor subjetivo*, en cambio, viene condicionado por los intereses del sujeto que valora".

Ese valor objetivo servirá de base para la negociación entre las partes, de la que surgirá el precio a pagar por la empresa

En efecto, debe tenerse presente que las valuaciones son estimaciones y no valores reales o definitivos. Una valuación busca determinar el valor de una empresa que -en definitiva- servirá de base para la negociación entre las partes interesadas en la misma.

Consecuentemente, la valuación de empresas es un *proceso complejo* y no una simple aplicación de una fórmula matemática, aclarando que "... en cualquier caso, los factores a manejar deben estar claramente conceptuados y definidos"<sup>39</sup>.

Dicho proceso consta de las siguientes etapas:

"1) *Conocer la empresa y su cultura organizativa*: implica conocer a su personal, su forma de actuar y de resolver problemas.

2) *Conocimiento de los responsables y puestos directivos*.

3) *Conocer el negocio y su entorno*: conocer la evolución histórica y situación actual de la empresa para poder valorar su salud financiera. Conocer su clientela, proveedores y competidores. Analizar el sector en que opera y la economía del país en el que desarrolla su actividad, etc.

4) *Prever el futuro*: tener la capacidad para proyectar el desarrollo futuro. Es decir, poder calcular el valor real de la empresa con base en los beneficios (o flujos de caja) que se estima producirá en el futuro. A dicha valoración se llega a través de determinadas técnicas que se aplicaran según el caso concreto.

5) *Conclusión*: consiste en matizar los resultados obtenidos por el experto en la valoración con arreglo a la finalidad perseguida en dicho proceso".

Luego de esta caracterización, solo nos resta enumerar los caracteres que debe tener una valuación para tener éxito en su propósito. Ellos son:

a) **Objetividad**: debe valorar claramente el negocio actual y no los proyectos aun no concretados;

b) **Precisión**: en cuanto como considera el valor y bajo que circunstancias el mismo podría modificarse;

c) **Oportunidad**: la valorización correcta del negocio previa a cualquier negociación es fundamental para lograr los máximos objetivos;

d) **Confiability**: debe tomar como base las realidades auditables de la compañía y tener en cuenta premisas objetivas de proyección; y

<sup>38</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan: "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas", Segunda Edición, Editorial McGraw-Hill, Año 1996, páginas 53 y ss.

<sup>39</sup> MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan: *Ibidem*, página 54.

e) Inteligencia: puesto que no debe dejar de considerarse las oportunidades estratégicas que envuelven al negocio y las consecuentes sinergias que pueden estar involucradas<sup>40</sup>.

## II) Diferentes métodos de valuación de empresas utilizados en el mundo de los negocios.

Mencionaremos en este punto a las metodologías más comúnmente empleadas para valorar las empresas en los complejos negocios de compra-venta de empresas en las últimas décadas.

Todos estos métodos le asignan a la empresa la condición de activo financiero en la cual un inversor puede llegar a invertir.

Obvio es destacar que un negocio que no genere rentabilidad o cuya rentabilidad se acabe en el corto plazo no tiene valor, independientemente del valor que figure en los libros.

Sucintamente, algunos de los más utilizados en la actualidad son:

### 1) *Modelo de Gordon.*

Este modelo es preferentemente usado en empresas que cotizan en bolsa.

El mismo sostiene que, en principio, el valor de mercado de una empresa que cotiza en bolsa vendría dado por el producto de multiplicar el precio de mercado de sus acciones por el número de acciones emitidas.

Pero ese precio debe ser contrastado con el precio intrínseco o teórico de esas acciones para saber si ese precio de mercado no está infra o supervalorado. Este último, además, nos servirá como referencia del valor de las acciones o participaciones de aquellas sociedades que no cotizan en los mercados de valores.

El precio intrínseco de un activo financiero cualquiera viene dado por el valor actualizado de los flujos de caja que promete proporcionar en el futuro. Y las acciones – por ser un activo financiero – pueden ser valoradas en función de los flujos monetarios que se espera produzcan desde el momento que se adquieren en adelante.

El modelo sirve entonces para determinar el precio intrínseco de las acciones. Establece el valor teórico de una acción en función del valor actual de sus dividendos futuros y de la tasa de crecimiento anual y acumulativa de los mismos.

No obstante, este método adolece –por su sencillez– de algunas limitaciones:

a) Puede haber empresas rentables que paguen dividendos pequeños o no los paguen porque desean reinvertirlos en la empresa. Aquí el método de Gordon perdería su utilidad.

b) Debido a su simplicidad, el modelo no considera variables importantes que afectan o pueden afectar el futuro valor de la corriente de dividendos.

c) No prevé el cambio en la valoración que puede producir una futura emisión de acciones para ampliar el capital societario ni los beneficios que generaría esta financiación adicional ya que el modelo se realiza teniendo en cuenta un número fijo de acciones de la compañía.

### 2) *Modelos de valoración en base a múltiplos de utilidad.*

El más utilizado dentro de estos métodos es el que relaciona el precio de mercado de la acción y la ganancia por acción. Es el denominado *Ratio PER*.

<sup>40</sup> ROTMAN, Patricio: "Importancia de la valuación en un proceso de venta de una compañía", apuntes del curso "Fusiones y Adquisiciones", Universidad de Palermo, 2º Trimestre 1999.-

costo de inversiones en capital de trabajo –en el caso de que se realice alguna durante el período analizado-. Es decir que cubre los movimientos del flujo de caja bruto, operativo y de inversiones en activo fijo e intangibles.

Este concepto sirve para el proceso de valuación, ya que se entiende que el FFOL involucra todo el movimiento necesario de capital para mantener e incrementar el volumen de negocios de la firma antes del pago de las fuentes de financiamiento<sup>43</sup>.

Un factor adicional a considerar en la valuación de una empresa es su período de vida posterior al horizonte de planeamiento<sup>44</sup>. Este análisis es una consecuencia necesaria del supuesto de vida finita u horizonte de planeamiento de la empresa y sus flujos de fondos. Este segundo valor es denominado comúnmente *terminal value*. Una de las formas básicas para determinar este valor es la del flujo libre de caja creciente a perpetuidad. La variable utilizada en la propuesta de valuación a perpetuidad es la tasa de crecimiento del flujo de fondos.

El segundo componente del modelo es la tasa a la que serán actualizados los flujos de fondos. Se ha aceptado en forma generalizada que el criterio más apropiado es el costo promedio ponderado de capital (CPPC). Esta tasa debe reflejar los promedios ponderados de los retornos requeridos por cada uno de los proveedores de capital de la empresa (accionistas y acreedores).

En definitiva, el valor de la empresa es igual al *valor presente de los flujos fondos operativos libres proyectados más el valor presente de los flujos de fondos posteriores al horizonte de planeamiento* (terminal value).

Al valor de la empresa se le deberá sumar el valor de aquellos activos no operativos (por ejemplo, las inversiones financieras) y deducir el valor de mercado de la deuda. Luego, se analizan los resultados obtenidos a partir de diferentes escenarios y, eventualmente, asignar probabilidades de que cada uno de ellos ocurra.

No obstante su utilidad, la aplicación de este método puede tener inconvenientes insalvables.

Un impedimento importante puede surgir de que la determinación de la tasa a la que serán descontados los flujos de fondos no se base en parámetros lógicos o racionales. Atento la circunstancia de que esta tasa es elegida por el evaluador, su errónea determinación acarrearía resultados alejados de la realidad, implicando la inutilidad del sistema.

Por último –pero no por eso menos importante- debemos considerar que al ser un sistema que basa la valuación en los flujos futuros de fondos, funciona extraordinariamente bien a la hora de determinar un valor en empresas cuyos fondos sean corrientemente positivos y puedan ser estimados –tanto como el riesgo involucrado en los mismos- para el futuro. Por ende, cuanto más inestable sea la periodicidad de estos flujos de fondos, menor será el valor de esa empresa.

SANTANDREU y SANTANDREU sostienen que en caso de que las dificultades fueran de índole mucho más enraizada, el valor futuro de esta empresa tendría signo negativo y por ello el valor de la empresa se vería seriamente afectado<sup>45</sup>.

En este caso podría darse la situación de que el sistema de registros contables – particularmente la valoración en base a los valores probables de realización del inciso 2° del art. 39 LCQ- sea mucho más útil y beneficioso que el Discounted Cash Flow.

Es evidente que las empresas que nos ocupan tendrán futuro flujos de caja muy variables –generalmente negativos-.

<sup>43</sup> RAZZETTO, Daniel J., "Ley 24.522, Art. 48: Un enfoque de Valuación", cit.

<sup>44</sup> Es decir, los años por los que se proyectan los flujos de fondos.

<sup>45</sup> SANTANDREU, Eliseo, SANTANDREU, Pol, "Valoración, venta y adquisición de empresas", Ediciones Gestión 2000, Barcelona, Octubre 1998, pág. 19.

Por lo tanto, se deberá para estos casos buscar otros valores de aproximación u otros métodos de valuación. Incluso se podría pensar en la utilización en forma conjunta de varios métodos para arribar a un valor real y objetivo de la empresa.

Por ejemplo, la metodología de valuación por múltiplos (derivados de la valuación de empresas comparables cotizantes en bolsa o que compiten en otros mercados y sus indicadores o ratios de mercado). De la comparación de éstos con los ratios de la firma analizada se pueden derivar los múltiplos correspondientes que sirvan para obtener valores de aproximación con grados de certeza aceptables.

## CONCLUSION

El instituto del salvataje de la actual ley de Concursos y Quiebras adolece de graves deficiencias.

Y entre las dificultades expuestas se encuentra la del sistema que obliga a tomar en cuenta para valorar la empresa concursada.

Pareciera ser que la transferencia de la empresa insolvente no depende ni de la valuación judicial, ni siquiera de la existencia de un valor económico, quedando limitada al arbitrio del interesado que considere conveniente la adquisición sin importar el propósito de tal decisión.

Sin embargo, a pesar de todas las falencias del sistema de valuación de la ley, consideramos que deberá ser forzosamente realizada. Creemos que de esta manera se puede aspirar a superar las dificultades señaladas.

Como vimos, existen diversas metodologías para determinar el valor de las empresas. Cada una con sus defectos, ventajas e inconvenientes. Y cada uno influenciado por la subjetividad propia del sujeto que lleva a cabo tal tarea.

Estos métodos —empleados principalmente en procesos de fusiones y adquisiciones de empresas— buscan reflejar la capacidad para producir ganancias que tiene el ente económico, al que se trata de preservar.

Contrastado con estas metodologías, el sistema de los registros contables resulta —en principio— insuficiente y anacrónico para valorar las empresas.

Como señalamos oportunamente, el hecho de que la empresa tenga valor negativo demuestra que el sistema de valuación según registros contables tiene fallas.

Por tal razón estimamos que para el instituto del salvataje deberá utilizarse alguna metodología que permita llegar a un valor más racional de la empresa y no el determinado por los registros contables.

Hacemos hincapié en que, tratándose de empresas en dificultades económicas, puede ser de gran utilidad la combinación de varios métodos de valuación para que el resultado sea racionalmente aceptable.

Nos preguntamos entonces, si al amparo de la legislación vigente es posible salvar los inconvenientes que el método por ella elegido acarrea.

Pensamos que el Juez del concurso deberá intentar separarse —en la medida que pueda— de los valores según “registros contables”.

Consideramos, pues, que deberá optar por exigirle al síndico que desarrolle —en su informe general— aquellos métodos de valuación que le permitan arribar a un valor coherente de la empresa concursada, o bien designar una institución o experto que lo haga, de la misma forma que la ley lo prevee para el cálculo del valor presente de los créditos.

De esa manera, valorando con mejores criterios la empresa concursada se pueden revertir situaciones disvaliosas.

Así, los accionistas y el o los eventuales adquirentes de la empresa concursada se verán favorecidos.

Los accionistas, porque serán compensados en base a valores más reales y actuales, mientras que los segundos podrán contar con información mucho más específica para analizar su decisión de inversión.

## INDICE BIBLIOGRAFICO

- ACUÑA, Marta Estela, BASILE, Jorge, NAVEIRA, Gustavo Adolfo y TRUFFAT, Edgardo Daniel: "Algunas notas sobre el artículo 48 de la ley 24.522. Ejemplo práctico", Revista EL Derecho, Año XXXIII, número 8844 del 28 de septiembre de 1995.
- Anales de Legislación Argentina, Tomo LV-D.  
- Tomo 1984.
- Antecedentes Parlamentarios, Ley 24.522, N° 7, La Ley, Buenos Aires, Año 1995.
- DASSO, Ariel A.: "Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente", La Ley, T. 1994-E, págs 1227 y ss.  
- "Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente", La Ley, T. 1994-E, págs 1227 y ss.  
- "La ecuación del artículo 48, inciso 1, para determinar el precio de la transferencia", Revista El Derecho del 26 de noviembre de 1997.  
- "El Proyecto de Reformas de la Ley de Concursos y Quiebras. Principales Contenidos y el Nuevo "Cramdown", La Ley, T. 1998-E, Sección Doctrina.  
- "La transferencia forzosa de las participaciones en el "cramdown" del artículo 48 de la ley 24.522. Reformas sugeridas", Derecho Societario Argentino e Iberoamericano, Editorial Ad-Hoc, Buenos Aires, Tomo III.
- FASSI, Santiago C., GEBHARDT, Marcelo: "Concursos y Quiebras", 5° edición actualizada, Editorial Astrea, Buenos Aires, Año 1996.
- HURTADO, Emilio R.: "La ley de concursos y quiebras número 24.522. Cramdown - Salvataje", Revista EL Derecho, Año XXXV, número 9238 del 23 de abril de 1997.
- LA LEY, T.1999-B, págs. 362 y ss. (Caso Franinno Industrias Metalúrgicas S.A.).
- MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan: "Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas", Segunda Edición, Editorial McGraw-Hill, Año 1996.
- MOSSO, Guillermo G.: "Ambito Subjetivo del "Cramdown" argentino", Revista El Derecho, Año XXXV, número 9283 del 30 de junio de 1997.  
- "El Cramdown y otras novedades concursales", Editorial Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, Año 1998.  
- "En torno a la valuación de la empresa en el "Cramdown"; Revista El Derecho, Año XXXV, número 9388 del 26 de noviembre de 1997.
- Resolución Técnica n° 10, Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas - RT10; Normas particulares, punto B 3.15.  
- RT10, Normas Particulares, punto B 25.
- RAZZETTO, Daniel J., "Ley 24.522, Art. 48: Un enfoque de Valuación", JA 1996-III, Sección Doctrina, páginas 935 y ss.
- ROTMAN, Patricio: Apuntes personales tomados de la clase "Fusiones y Adquisiciones", 2° Trimestre 1999.  
- "Importancia de la valuación en un proceso de venta de una compañía", apuntes del curso "Fusiones y Adquisiciones", Universidad de Palermo, 2° Trimestre 1999.
- SANTANDREU, Eliseo, SANTANDREU, Pol, "Valoración, venta y adquisición de empresas", Ediciones Gestión 2000, Barcelona, Octubre 1998.  
- U.S. Bankruptcy Code (www.law.cornell.edu).  
- VITOLLO, Daniel R.; "Iniciación en el estudio del Nuevo Régimen Legal de Concursos y Quiebras. Ley 24.522", Editorial Ad-Hoc, Buenos Aires, Año 1995.