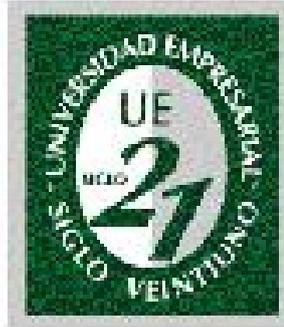


TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN
CONTADOR PÚBLICO



“CRAMDOWN”
UN PROCEDIMIENTO DE RESCATE
DE EMPRESAS EN CRISIS

BORRI, Brenda – CPB 190

Año 2006

Índice

<u>Concepto</u>	<u>Página</u>
Introducción	4
Objetivo General	6
Objetivos Específicos	6
Marco Teórico	7
Metodología	24
Capítulo I: El Cramdown en el ordenamiento jurídico argentino	25
I.1. Incorporación legislativa	25
I.2. La finalidad del instituto	25
I.3. Terminología y antecedentes	28
Capítulo II: El sistema de aplicación	30
II.1. Sistema de aplicación	30
II.2. Casos de procedencia	33
II.3. Aspecto Subjetivo del Cramdown	33
II.3.1 Sujetos Pasivos	33
II.3.1.1. Limitación subjetiva	33
II.3.1.2. Limitación objetiva	36
II.3.2. Sujetos Activos	40
II.3.2.1. Acreedores y terceros interesados	40
II.3.2.2. La sociedad concursada	41
II.4. Aspectos Generales	42
II.5. Aspectos Particulares. Secuencia Procedimental	44
Capítulo III: La metodología de valuación	47
III.1 La metodología de valuación originaria	51
III.1.1. La falta de conocimientos apropiados del Juez para valorar	53
III.1.2. El papel de la contabilidad en la determinación del valor de la empresa	55
III.1.3. Los conflictos concebidos efecto de la expresión “empresa	

en marcha”, hoy eliminada	64
III.2. La metodología de valuación actual	67
III.2.1. El valor real de mercado	70
III.2.2. La abstracta inclusión de los pasivos postconcursoales en la determinación del valor de la empresa	74
III.2.3. Los criterios de valuación aplicables	77
III.2.4. La consideración de los activos intangibles: el valor llave	82
III.2.5. El enfoque financiero y los obstáculos para su utilización	84
III.2.6. El menú de tasas de actualización	87
III.2.7. La inexistencia de plazos	89
III.2.8. Los intentos frustrados en busca de mejoras	91
Capítulo IV: La figura del evaluador	94
IV.1. El evaluador y sus funciones	94
IV.2. La metodología de designación	95
IV.2.1. Las condiciones de los sujetos designados	95
IV.3. La capacidad del síndico	98
IV.4. El contador público en las empresas en crisis	102
Capítulo V: Las negociaciones	107
V.1. Las confusas reglas y variables pautadas para la determinación del precio	107
V.2. La administración de la empresa durante el Cramdown	118
V.3. Un concepto inexistente: el plan de conservación de la empresa como garantía de su continuación	121
Capítulo VI: Ejemplos de análisis práctico	123
VI.1. Metodología de cálculo	123
VI.2. Caso Práctico sobre aplicación del artículo 48 de la ley 24.522	126
VI.3. Informe del Evaluador	131
Conclusiones	137
Bibliografía	140

Introducción

La ley 24.522 es de fundamental importancia institucional y económica dado que su objetivo directo, en una economía de mercado, es intentar distribuir el riesgo entre los distintos participantes del proceso económico, procurando que ella sea previsible, equitativa y transparente, dentro de un marco de neutralidad que los jueces deben tratar de canalizar en un proceso de crisis que vincula a las distintas partes.

El artículo 48 de dicho texto, incorporó como fórmula destinada al salvataje de la empresa, el cramdown, instituto con el que la legislación argentina plasmó su aporte más importante en el ámbito del derecho concursal contemporáneo; como un esfuerzo más para procurar que separando a la empresa en crisis del empresario permitiera la subsistencia de ésta, fuente generadora de trabajo y producción de riqueza, mediante no sólo la reorganización de su pasivo, sino también la posibilidad de la readecuación de su composición accionaria.

De esta manera, el cramdown representaría un medio legal que apunta a que las sociedades deudoras superen la crisis; una herramienta idónea de recuperación empresarial.

De aquí, que la relevancia del estudio exhaustivo de este instituto, en el que opera la transferencia forzosa de la titularidad del capital social a terceros, se justifica en el sentido que constituye una posibilidad cierta de conservación de una unidad productiva en cesación de pagos. Y precisamente, la conservación de la empresa -como principio rector del ordenamiento concursal- se extiende a todos sus factores económicos y elementos que la integran.

Entonces, en este contexto, el cramdown o procedimiento de salvataje empresarial introducido por la ley 24.522, luego modificado por la ley 25.589, y que se encuentra regulado en una sola norma (artículo 48 LCQ), “privilegia no sólo la supervivencia de la empresa en crisis, sino también, la posibilidad cierta de su recuperación a través de un tercero, frente a una realidad que anteriormente disponía de manera directa la quiebra de aquel concursado que no lograra las mayorías exigidas legalmente con miras a la aceptación del acuerdo y su posterior homologación”¹. Este instituto se ha convertido en una alternativa posible frente a la necesidad de tutelar los intereses que convergen en la explotación empresarial, y muy especialmente, como motor de crecimiento de la economía.

Hoy, en Argentina es imprescindible la necesidad de crear nuevas fuentes de trabajo y tutelar las existentes, y en esta línea, “el salvataje representa una herramienta de

¹ Di Tullio, José, Macagno, Ariel, y Chiavassa, Eduardo. “Concursos y Quiebras”. Ed. Lexis Nexis. 2002. Pág. 80.

saneamiento económico que permite “refundar” la empresa manteniendo la unidad productiva”² con todos los beneficios que ello genera a todas las partes intervinientes (Estado, acreedores, trabajadores, consumidores, etcétera).

Como consecuencia lógica de la apertura del procedimiento especial contenido en el artículo 48, se destaca además, el objetivo expreso del legislador de evitar el proceso de desintegración patrimonial que trae aparejado inexorablemente todo proceso de quiebra liquidativa.

Además, el rol del contador público en este esquema es vital y está inmerso en la estrategia empresarial de recuperación económica, y en referencia a este contexto en forma específica, cumple la función múltiple de asesor, consultor, experto y consejero y protagonista directo de la evolución patrimonial de la empresa, incluso como órgano del concurso y formando parte del oficio concursal como síndico, pieza clave en el correcto desenvolvimiento del proceso coadyuvando con la tarea del juez interviniente, con la expectativa de llevar a la empresa hacia la superación de su estado de insolvencia.

Entonces, en el marco del instituto que se analiza, la actuación del contador no limita su accionar a la valuación contable de la empresa en el informe general; por lo que adquiere relevancia su conocimiento en la materia, para volcarlo en las estrategias que desarrolla para ello. También se generan cambios en su accionar, si se alude a las tareas del síndico societario y del auditor externo, considerando la presencia de problemas de supervivencia en la empresa.

² Junyent Bas, Francisco y Chiavassa, Eduardo. “El salvataje de la empresa, el cramdown en la ley 25.589”. Ed. La Ley. 2004. Pág. 40.

Objetivo General

- Analizar el instituto de Cramdown regulado en la Ley de Concursos y Quiebras, como herramienta legal tendiente a la superación del estado de insolvencia de una empresa concursada, evitando el proceso liquidativo de quiebra.

Objetivos Específicos

- Relevar los fundamentos de la incorporación legislativa del Cramdown en el ordenamiento jurídico argentino en la ley 24.522 y sus antecedentes.
- Examinar el sistema, procedimiento y trámite de aplicación.
- Analizar las modificaciones introducidas por las reformas más recientes en el tema específico y las consecuencias derivadas (leyes 25.563 y 25.589).
- Integrar el fondo de casos jurisprudenciales, infiriendo las decisiones de la justicia.
- Indagar sobre las situaciones que presenta la necesidad de valuación de la empresa en crisis en dicho contexto, describir el procedimiento pautado por la ley y corroborar el fehaciente reflejo de su verdadero valor (destacando las diferencias entre valor libros y valor real de mercado).
- Comparar el método de valuación antes y después de la reforma a la ley 24.522 por la ley 25.589.
- Indagar sobre la capacidad de los responsables designados por la Ley de Concursos y Quiebras para realizar la valuación, considerando la posible existencia de sujetos que se encuentren en mejores condiciones al efecto, reflexionando en el agregado de razones de economía procesal y de gastos.
- Investigar las implicancias del rol del contador público como síndico societario y/o concursal y como auditor externo, inmersos en la realidad del cramdown y del proceso concursal.
- Concluir sobre la idoneidad y aptitud del instituto para recuperar empresas en crisis a través de su aplicación.

Marco Teórico

La Empresa

El concepto de empresa se origina en el campo de la economía antes que en el del derecho, designando una determinada forma de organizar los factores de la producción; el trabajo humano, la naturaleza y el capital, con miras a la generación de bienes o a la prestación de servicios. El empresario es la figura que organiza y coordina los factores productivos, pero la empresa no debe ser confundida con el empresario, ya que aquella es la actividad de organización de los factores de producción, es un ejercicio de algo, un hacer inmaterial; esencialmente es despliegue de actividad económica organizada para determinado fin, una fuerza que opera, lo que implica hablar de un concepto dinámico.

La empresa es, entonces, un resultado de la actividad creativa del empresario, y tiene por características fundamentales la organización y la actividad, en la medida que la suma de elementos estáticos y dinámicos que la componen adquieren a través de dicha organización funcional una entidad mayor y un valor superior y distinto al que representan el conjunto de los mismos por su sola suma.

El Código Civil italiano de 1942 define al empresario, pero no a la empresa. Aquel es quien ejerce profesionalmente una actividad económica organizada a los fines de la producción o del cambio de bienes o de servicios (artículo 2.082). De esta definición se obtiene la de empresa, cuyos caracteres son ser una actividad económica, profesionalmente organizada y destinada a la producción o al cambio de bienes y/o servicios para el mercado. “Todos ellos, además, dan la idea de continuidad pues no se la concibe como hecho aislado o efímero”.³

El Código de Comercio Argentino no define la empresa y sólo hace algunas referencias a ella, por ejemplo, en el artículo 8, inciso 5. Jurídicamente aquella es ese quid inmaterial y algo abstracto consistente en la actividad de organización. Junto a ella se encuentra lo que modernamente se denomina la “hacienda”, que es el conjunto de los bienes organizados para la explotación de la empresa. “La hacienda o establecimiento mercantil es su *substratum* material, está constituida por cosas corporales (dinero, mercaderías, inmuebles), derechos (nombre comercial, enseña, marcas), créditos y

³ Fontanarrosa, Rodolfo. “Derecho Comercial Argentino”. Ed. Desalma. 1979. Págs. 173/5 y 178.

deudas... y esa especial aptitud de la hacienda para producir utilidades. Es el conjunto de los bienes organizados por el empresario para el ejercicio de su actividad profesional”.⁴

Los elementos de la empresa de esta forma son tres: uno objetivo, la hacienda, constituida por el conjunto de bienes materiales e inmateriales de que se vale el empresario; otro subjetivo, el empresario, titular de la hacienda que es siempre una persona física o jurídica; y el tercer elemento es inmaterial, apareciendo como término medio entre los anteriores y es generado por el empresario: consiste en su actividad de organización de la hacienda. Poniendo énfasis en estos dos últimos elementos, se ha dicho que no hay empresa hasta que el empresario no la ha organizado.

Sujeto concursado: La Sociedad

La empresa se realiza para algo (producir bienes y servicios) y, fundamentalmente es conducida por alguien. Éste, que coordina y organiza los factores, en última instancia será siempre -por cuanto la empresa es esencialmente organización- una persona que asumiendo los riesgos, apunte a sus beneficios. Quien toma este rol es el empresario, que puede ser una persona física o una persona jurídica. Empresario es, entonces, quien explota la empresa, ya personalmente, ya bajo forma societaria. Si se trata de una persona física, el empresario será su titular; si se trata de una ideal, la sociedad que la activa. Ambos son empresarios pero no son “la empresa” pues ésta es distinta del empresario unipersonal y de la persona jurídica.

El empresario es el titular de la empresa porque ésta pertenece siempre a un sujeto de derecho individual o colectivo, puede ser un individuo o una sociedad. Sujeto de derecho, entonces es el empresario-persona (física o jurídica) que titulariza las relaciones negociales de la empresa, adquiriendo derechos y contrayendo obligaciones. La empresa en cambio, nunca podría tener la calidad de sujeto de derecho. No debe confundirse sociedad con empresa. El empresario puede ser individual o plural (una sociedad). Ésta, entonces, es uno de los empresarios posibles (el empresario social; el otro es la persona física: el empresario individual).

Tradicionalmente han sido sujetos de los procesos concursales las personas en cesación de pagos, ya sean de existencia visible o de existencia ideal, como lo establece la actual normativa (artículo 2, párrafos primero y quinto, LCQ). Salvo excepciones puntuales

⁴ Fontanarrosa, Ob. Cit. Nota N° 3. Págs. 179/80 y 200.

-el patrimonio del fallecido (artículo 2, inciso 1) y el caso de los deudores domiciliados en el extranjero respecto de bienes existentes en el país (artículo 2, inciso 2)-, las que se concursan son las personas físicas o jurídicas, esto es, los sujetos de derecho, y no los patrimonios.

La persona concursada puede ser de existencia visible o de existencia ideal. Sin embargo, el ámbito de aplicación de los *supuestos especiales* descarta totalmente a las primeras y de las segundas sólo incluye algunas: las sociedades. Aún más, limita su aplicación a ciertos tipos. Aquellas en que existe certeza sobre la existencia de la sociedad y la identidad de sus integrantes, limitación de la responsabilidad, división del capital en cuotas y fácil transmisibilidad de las mismas.

Esto así, a los efectos del artículo 48 la persona deudora convocatoria (el deudor concursado) no puede ser entendida sino como la sociedad concursada. Ésta es la que oportunamente solicitó el llamado judicial a los acreedores (artículo 11, LCQ) y fracasó en su intento de conseguir un acuerdo con ellos (artículo 46, LCQ). Este ente ideal, bajo una tipología societaria determinada, es el que desarrolla la actividad empresarial, y si bien en estado de cesación de pagos reunió a sus acreedores y corrió con los avatares de la presentación, el soporte patrimonial sigue siendo la hacienda empresarial y la desventura corresponderá a su titular. Por esto es necesaria la distinción conceptual entre empresa y empresario.

Los titulares del capital

La sociedad concursada es el empresario (social bajo este supuesto) que lleva adelante el emprendimiento. Siendo así, los bienes necesarios para el desarrollo empresarial provienen del conjunto de personas que, reunidas con aquel fin, realizan aportes destinados al fondo común (artículo 1, Ley de Sociedades Comerciales - 19.550), mediante el cual el emprendimiento podrá ser sustentado. Ello así porque “sin aporte no hay patrimonio y sin patrimonio no puede existir sociedad”⁵. El valor del conjunto de los aportes constituye el capital social que, estableciendo la participación de cada socio en el mismo, consecuentemente lo hace respecto de los resultados y de la cuota de cada uno en la liquidación.

Los vínculos económico-políticos del socio con la sociedad que reflejan sus contribuciones, están dados por el capital social. Éste representará proporcionalmente la medida del interés de cada uno conforme a la magnitud del aporte. En los dos tipos

⁵ Nissen, Ricardo. “Ley de Sociedades Comerciales”. Ed. Ábaco. 1993. Pág. 46.

societarios más usuales en Argentina -incluidos además en el artículo 48 de la LCQ-, que son las sociedades de responsabilidad limitada y las sociedades anónimas, el capital se divide en alícuotas de igual valor (artículo 148, y artículos 163 y 207 respectivamente, LSC). Se denominan en el primer caso, cuotas sociales y, en el segundo, acciones. Al representar la correlación económico-jurídica entre el socio o accionista y el patrimonio societario, determinan la participación societaria de cada uno de ellos.

Según el artículo 2 de la ley 19.550, las sociedades comerciales son sujetos de derecho. Como consecuencia de ello, la sociedad constituye una entidad jurídica diferente de los miembros que la componen (artículo 39, Código Civil), con capacidad suficiente para adquirir derechos y contraer obligaciones. Mediante el recurso de dotar a aquella de personalidad jurídica, se le confiere el carácter de sujeto de derecho, con aptitud suficiente para exteriorizarse en el mundo de los negocios con un nombre y domicilio propios, con un patrimonio independiente al de los socios que la integran y con capacidad de adquirir por sí y para sí derechos y obligaciones.

De acuerdo al principio de la personalidad de la sociedad, ésta y sus socios son diferentes. En consecuencia, el patrimonio social pertenece a la sociedad, y el socio tiene un derecho de crédito -su parte social, cuota o acción-, que sólo le autoriza a reclamar sobre esos bienes la cuota final de liquidación. Si bien no hay en el proceso del cramdown argentino liquidación de la sociedad, si hay, en cambio, liquidación de las participaciones de los socios.

La empresa (la actividad) es desarrollada por un empresario colectivo (la sociedad) que es su titular; pero las personas jurídicas son simplemente elementos instrumentales o medios técnicos de que se valen las personas físicas para hacer posible la actuación colectiva en una actividad económica normalmente organizada en forma durable como empresa. Entonces, la personalidad jurídica es una forma de regulación, un procedimiento de unificación, un modo de ser de las cosas, es la vestidura orgánica con la que cierto grupo de hombres se presenta para participar en el comercio. De esta forma, el titular de la empresa, la sociedad, tiene yuxtapuesta a ella la de sus propios titulares, los socios, pues estas acciones o cuotas son bienes particulares de los partícipes.

Ley de Concursos y Quiebras

“Hace más de un siglo la empresa apareció abruptamente en el ámbito de la vida económica y a partir de entonces, constituye un elemento de insoslayable preocupación en el ámbito del derecho. Su presencia la ha constituido en protagonista indiscutible de la economía capitalista; por ello, su crisis y los consecuentes paliativos pasan a ser el objetivo de un denodado esfuerzo doctrinario y legislativo tendiente a preservarla aún a costa del empresario”⁶.

El propósito perseguido es encomiable en cuanto procura tratar el saneamiento de la empresa insolvente evitando las demoras que ocasionan daños irreparables e impiden su reinsertión al tráfico económico.

La Ley de Concursos y Quiebras garantiza al concursado un período de exclusividad para proponer acuerdos y conseguir la conformidad de los acreedores. Transcurrido dicho plazo sin que el deudor obtenga las conformidades necesarias de sus acreedores, se decreta la quiebra o se pone en marcha el mecanismo del Cramdown si se trata de los sujetos tipificados en este régimen, el cual se implementa en el caso de que la empresa concursada sea calificada como un “supuesto especial”.

La ley manifiesta explícitamente que la información plasmada en el informe general del artículo 39 se relaciona con la figura del Cramdown o régimen de salvataje dispuesta por el artículo 48, al igual que el artículo 262, atinente también de manera directa, ya que establece las condiciones de designación del especialista evaluador de la empresa para dicho fin de manera exclusiva.

ARTÍCULO 48

Supuestos especiales: En el caso de sociedades de responsabilidad limitada, sociedades por acciones, sociedades cooperativas, y aquellas sociedades en que el Estado nacional, provincial o municipal sea parte, con exclusión de las personas reguladas por las leyes 20.091, 20.321, 24.241 y las excluidas por leyes especiales, vencido el período de exclusividad sin que el deudor hubiera obtenido las conformidades previstas para el acuerdo preventivo, no se declarará la quiebra, sino que:

1) Apertura de un registro. Dentro de los dos (2) días el juez dispondrá la apertura de un registro en el expediente para que dentro del plazo de cinco (5) días se inscriban los acreedores y terceros interesados en la adquisición de las acciones o cuotas representativas del capital social de la concursada, a efectos de formular propuesta de acuerdo preventivo. Al disponer la apertura del registro el juez determinará un importe para afrontar el pago de los edictos. Al inscribirse en el registro, dicho importe deberá ser depositado por los interesados en formular propuestas de acuerdo.

⁶ Dasso, Ariel. “Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente”. La Ley 1994-E, 1227.

2) *Inexistencia de inscriptos.* Si transcurrido el plazo previsto en el inciso anterior no hubiera ningún inscripto el juez declarará la quiebra.

3) *Valuación de las cuotas o acciones sociales.* Si hubiera inscriptos en el registro previsto en el primer inciso de este artículo, el juez designará el evaluador a que refiere el artículo 262, quien deberá aceptar el cargo ante el actuario. La valuación deberá presentarse en el expediente dentro de los treinta (30) días siguientes.

La valuación establecerá el real valor de mercado, a cuyo efecto, y sin perjuicio de otros elementos que se consideren apropiados, ponderará:

- a) El informe del artículo 39, incisos 2 y 3, sin que esto resulte vinculante para el evaluador;
- b) Altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos;
- c) Incidencia de los pasivos postconcursoales.

La valuación puede ser observada en el plazo de cinco (5) días, sin que ello dé lugar a sustanciación alguna.

Teniendo en cuenta la valuación, sus eventuales observaciones, y un pasivo adicional estimado para gastos del concurso equivalente al cuatro por ciento (4%) del activo, el juez fijará el valor de las cuotas o acciones representativas del capital social de la concursada. La resolución judicial es inapelable.

4) *Negociación y presentación de propuestas de acuerdo preventivo.* Si dentro del plazo previsto en el primer inciso se inscribieran interesados, estos quedarán habilitados para presentar propuestas de acuerdo a los acreedores, a cuyo efecto podrán mantener o modificar la clasificación del período de exclusividad. El deudor recobra la posibilidad de procurar adhesiones a su anterior propuesta o a las nuevas que formulase, en los mismos plazos y compitiendo sin ninguna preferencia con el resto de los interesados oferentes.

Todos los interesados, incluido el deudor, tienen como plazo máximo para obtener las necesarias conformidades de los acreedores el de veinte (20) días posteriores a la fijación judicial del valor de las cuotas o acciones representativas del capital social de la concursada. Los acreedores verificados y declarados admisibles podrán otorgar conformidad a la propuesta de más de un interesado y/o a la del deudor. Rigen iguales mayorías y requisitos de forma que para el acuerdo preventivo del período de exclusividad.

5) *Audiencia informativa.* Cinco (5) días antes del vencimiento del plazo para presentar propuestas, se llevará a cabo una audiencia informativa, cuya fecha, hora y lugar de realización serán fijados por el juez al dictar la resolución que fija el valor de las cuotas o acciones representativas del capital social de la concursada. La audiencia informativa constituye la última oportunidad para exteriorizar la propuesta de acuerdo a los acreedores, la que no podrá modificarse a partir de entonces.

6) *Comunicación de la existencia de conformidades suficientes.* Quien hubiera obtenido las conformidades suficientes para la aprobación del acuerdo, debe hacerlo saber en el expediente antes del vencimiento del plazo legal previsto en el inciso 4. Si el primero que obtuviera esas conformidades fuese el

deudor, se aplican las reglas previstas para el acuerdo preventivo obtenido en el período de exclusividad. Si el primero que obtuviera esas conformidades fuese un tercero, se procederá de acuerdo al inciso 7.

7) Acuerdo obtenido por un tercero. Si el primero en obtener y comunicar las conformidades de los acreedores fuera un tercero:

a) Cuando como resultado de la valuación el juez hubiera determinado la inexistencia de valor positivo de las cuotas o acciones representativas del capital social, el tercero adquiere el derecho a que se le transfiera la titularidad de ellas junto con la homologación del acuerdo y sin otro trámite, pago o exigencia adicionales.

b) En caso de valuación positiva de las cuotas o acciones representativas del capital social, el importe judicialmente determinado se reducirá en la misma proporción en que el juez estime —previo dictamen del evaluador— que se reduce el pasivo quirografario a valor presente y como consecuencia del acuerdo alcanzado por el tercero.

A fin de determinar el referido valor presente, se tomará en consideración la tasa de interés contractual de los créditos, la tasa de interés vigente en el mercado argentino y en el mercado internacional si correspondiera, y la posición relativa de riesgo de la empresa concursada teniendo en cuenta su situación específica. La estimación judicial resultante es irrecurrible.

c) Una vez determinado judicialmente el valor indicado en el precedente párrafo, el tercero puede:

i) Manifiestar que pagará el importe respectivo a los socios, depositando en esa oportunidad el veinticinco por ciento (25%) con carácter de garantía y a cuenta del saldo que deberá efectivizar mediante depósito judicial, dentro de los diez (10) días posteriores a la homologación judicial del acuerdo, oportunidad ésta en la cual se practicará la transferencia definitiva de la titularidad del capital social; o,

ii) Dentro de los veinte (20) días siguientes, acordar la adquisición de la participación societaria por un valor inferior al determinado por el juez, a cuyo efecto deberá obtener la conformidad de socios o accionistas que representen las dos terceras partes del capital social de la concursada. Obtenidas esas conformidades, el tercero deberá comunicarlo al juzgado y, en su caso, efectuar depósito judicial y/o ulterior pago del saldo que pudiera resultar, de la manera y en las oportunidades indicadas en el precedente párrafo (i), cumplido lo cual adquirirá definitivamente la titularidad de la totalidad del capital social.

8) Quiebra. Cuando en esta etapa no se obtuviera acuerdo preventivo, por tercero o por el deudor, o el acuerdo no fuese judicialmente homologado, el juez declarará la quiebra sin más trámite. (Incorporado por ley 25.589, artículo 13).

ARTÍCULO 39

Informe General del Síndico:

Oportunidad y contenido. Treinta (30) días después de presentado el informe individual de los créditos, el síndico debe presentar un informe general, el que contiene:

- 1) El análisis de las causas del desequilibrio económico del deudor.*
- 2) La composición actualizada y detallada del activo, con la estimación de los valores probables de realización de cada rubro, incluyendo intangibles.*
- 3) La composición del pasivo, que incluye también, como previsión, detalle de los créditos que el deudor denunciara en su presentación y que no se hubieren presentado a verificar, así como los demás que resulten de la contabilidad o de otros elementos de juicio verosímiles.*
- 4) Enumeración de los libros de contabilidad, con dictamen sobre la regularidad, las deficiencias que se hubieran observado, y el cumplimiento de los artículos 43, 44 y 51 del Código de Comercio.*
- 5) La referencia sobre las inscripciones del deudor en los registros correspondientes y, en caso de sociedades, sobre las del contrato social y sus modificaciones, indicando el nombre y domicilio de los administradores y socios con responsabilidad ilimitada.*
- 6) La expresión de la época en que se produjo la cesación de pagos, hechos y circunstancias que fundamenten el dictamen.*
- 7) En caso de sociedades, debe informar si los socios realizaron regularmente sus aportes, y si existe responsabilidad patrimonial que se les pueda imputar por su actuación en tal carácter.*
- 8) La enumeración concreta de los actos que se consideren susceptibles de ser revocados, según lo disponen los artículos 118 y 119.*
- 9) Opinión fundada respecto del agrupamiento y clasificación que el deudor hubiere efectuado respecto de los acreedores.*
- 10) Deberá informar, si el deudor resulta pasible del trámite legal prevenido por el Capítulo III de la ley 25.156, por encontrarse comprendido en el artículo 8° de dicha norma.*

ARTÍCULO 262

Evaluadores: La valuación de las acciones o cuotas representativas del capital en el caso del artículo 48, estará a cargo de bancos de inversión, entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, o estudios de auditoría con más de diez (10) años de antigüedad.

Cada cuatro (4) años la Cámara de Apelaciones formará una lista de evaluadores.

De la mencionada lista, el comité de acreedores propondrá una terna de evaluadores, sobre la cual elegirá el juez.

Si no existiese tal lista por falta de inscriptos, el comité de acreedores sugerirá al juez, dos o más evaluadores, que reúnan similares requisitos a los establecidos en el párrafo primero de este artículo, correspondiendo al juez efectuar la designación sobre dicha propuesta.

La remuneración del evaluador la fijará el juez en la misma oportunidad en que regule los honorarios de los demás funcionarios y abogados, y se hará sobre la base del trabajo efectivamente realizado, sin consideración del monto de la valuación. (Incorporado por ley 25.589, artículo 19).

Introducción al Cramdown

El llamado salvataje o rescate de la empresa del artículo 48 de la Ley de Concursos y Quiebras (LCQ), permite por primera vez en el proceso preventivo de la quiebra que terceros ajenos al deudor convocatorio intervengan en el mismo, efectuando propuestas concordatarias a esos fines que, de ser exitosas, podrá culminar en la transferencia forzosa de la titularidad de la sociedad concursada a manos de aquellos. Este instituto acota el principio de conservación de la empresa, sustrayéndose de aquella generosa pero ya superada concepción de favorecerla sin más por considerarla -a priori, intrínsecamente, sin medir costos ni resultados- una actividad socialmente útil a la comunidad, reservándose ahora a preservar solamente aquellos emprendimientos que sean económicamente viables.

Cuando determinados sujetos -sólo sociedades y de estas, algunas- no obtuvieran las conformidades de los acreedores, el juez no puede declarar su quiebra sino que debe dar paso a un módulo o mini proceso peculiar, insertado dentro del proceso concursal: es el período del artículo 48 de la LCQ.

Más específicamente, el artículo 48 de la LCQ incorpora a la normativa concursal “un instituto inspirado en el derecho norteamericano, pero legislado con rasgos propios”⁷. Consiste en que fracasado el intento concordatario preventivo de ciertos deudores, no se declarará la quiebra y, en cambio, se abrirá una segunda ronda concursal. En su transcurso, terceros o acreedores podrán formular propuestas de acuerdo preventivo a los acreedores, que de ser conformada por éstos y homologada judicialmente, dará derecho al proponente exitoso a adquirir las participaciones de capital de los titulares del ente societario concursado. Si todo anda bien, el proceso culmina “salvándose la empresa” con la transferencia obligada de las cuotas de capital de los anteriores integrantes quienes, además, compartirán el sacrificio económico de los acreedores. Todo ello para evitar la falencia, “rescatando al emprendimiento”⁸. Sin embargo, los terceros o acreedores compiten con la sociedad concursada en el intento de conformar propuestas.

⁷ Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2. Pág. 12.

⁸ Mosso, Guillermo. “El cramdown y otras novedades concursales”. Ed. Rubinzal – Culzoni. 1998. Pág. 22.

La verdadera importancia del salvataje radica en ser la última alternativa de solución preventiva frente a la inminente liquidación forzosa, plasmando la ley concursal una vez más el principio de conservación de la empresa. Esta solución preventiva puede llegar de la mano de la renovación interna del grupo de decisión social que llevó a la concursada al grave estado de crisis económica y que conspiraron en contra del definitivo acuerdo concordatario.

Es decir, que debe tenerse muy presente que lo que se evalúa al momento del salvataje, es privilegiar el mantenimiento de la empresa -si bien con dificultades financieras transitorias pero con posibilidades económicas-, frente a la declaración inminente de la quiebra, procurando así facilitar el reemplazo del empresario cesante por un nuevo inversor y administrador que lleve adelante la explotación de la empresa viable.

Efectos del Cramdown

“La empresa tendrá o no interesados que postulen por ella según su específico posicionamiento en el ramo de actividad respectivo, su armadura tecnológica, las expectativas futuras, el cálculo del riesgo a tomar, en fin, un complejo de variables tanto endógenas cuanto exógenas que harán atractiva o no la inversión”.⁹

Podrá, entonces, tener interesados una empresa que por circunstancias derivadas de su estado de cesación de pagos no funcione o, por el contrario, no tenerlos por inviable aún estando activa. Lo esencial es la capacidad de aquel complejo funcional y dinámico de seguir operando o, al menos, de tener posibilidades para hacerlo. De allí que sea técnicamente incorrecto hablar de “transferencia de la empresa”; por el contrario, para que el rescate funcione, la empresa -en tanto emprendimiento actual o potencial-, debe subsistir. Si así no fuera, si lo que aquella hace no tuviera horizonte, no habría interesados ni salvataje sino sólo quiebra liquidativa que es, precisamente, lo que se procura evitar.

No hay transferencia de empresa, ésta subsiste, el emprendimiento continúa, la actividad prosigue o es potencialmente capaz de todo ello. No hay compra de la empresa y se realiza con total prescindencia de que esté en marcha o no. Tanto no se transfiere la empresa que, precisamente, su permanencia actual o virtual es la razón del interés para preservarla, continuándola. “La *mens legis* es la conservación de la empresa, en tanto y en cuanto un tercero “desde afuera” advierta su viabilidad”.¹⁰

⁹ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Pág. 39.

¹⁰ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Pág. 39.

También continúa el ente ideal que actúa y explota la empresa. Ella seguirá siendo la misma porque no cambia el deudor concursado, ni hay transferencia de establecimiento. Externamente la sociedad seguirá tal cual era: se mantendrán las relaciones jurídicas preexistentes, porque el proceso supone a ésta como una continuación. No hay desaparición de la sociedad anterior y creación de una nueva. Es la misma persona jurídica que continúa. De acuerdo a esto, por ejemplo, las inscripciones registrables de los inmuebles se mantendrán, seguirán teniendo los mismos números de contribuyente ante el Fisco, si está acogida a alguna moratoria impositiva o previsional continuará pagando sus cuotas, si está inscrita en ciertos registros así continúa, y no hay ruptura de los contratos de trabajo.

Todo lo que ocurre es el reemplazo de los accionistas de la sociedad en concurso. Tampoco hay transferencia de activos (como en el caso del artículo 205 de la LCQ, de venta de la empresa fallida); lo que se adquiere no son los activos físicos sino las cuotas o acciones representativas del capital social de la concursada, los activos vendrán con ellas.

Al no haber transferencia del establecimiento, no hay necesidad de efectuar nuevas inscripciones de los bienes registrables ni publicaciones edictales. Con respecto a los bienes de cambio, como no hay venta o traspaso de ellos a otro titular ni se da ninguno de los otros hechos imposables, no habrá que tributar el Impuesto al Valor Agregado. Se evitan entonces, importantes costos.

Donde sí se producen modificaciones es en el elenco de los propietarios del capital. En virtud del acuerdo logrado con los acreedores, los antiguos socios dejarán su lugar a los nuevos. La persona jurídica que explota la empresa será operada por personas físicas diferentes. El resultado de este proceso entonces, es como un “cambio de manos” o “toma de la empresa por terceros”.

Presupuestos

Para que proceda el instituto del rescate o salvataje de la empresa es necesaria la existencia de dos presupuestos, uno negativo y otro positivo.

El primero, también llamado presupuesto objetivo, consiste en la frustración o no consecución del acuerdo preventivo entre la sociedad concursada y sus acreedores, que a su vez puede darse, entre otros casos, por la no presentación de la respectiva propuesta en tiempo y forma (artículo 43, penúltimo párrafo, LCQ) o por no haber conseguido las conformidades necesarias (artículo 46), ambas dentro del período de exclusividad referido

al deudor. O también, luego de la homologación del acuerdo, cuando fuera admitida una impugnación al arreglo conseguido (artículo 51, primer párrafo) por uno de los sujetos enumerados por el artículo 48, debiéndose tener en cuenta también las soluciones finales que dé la alzada (caso de homologación revocada por aquella).

El presupuesto positivo, o subjetivo, alude a que debe ineludiblemente el deudor ser una sociedad que esté comprendida en el referido artículo 48, pues no todos los sujetos concursales (artículo 2, LCQ) son, a su vez, pasibles de este procedimiento especial. Están excluidas las personas físicas o de existencia visible, pudiendo acceder al salvataje únicamente las personas jurídicas y, aun dentro de éstas, sólo algunas de sus especies. El citado artículo enmarca dentro de este amplio espectro a los siguientes sujetos:

- Sociedades de responsabilidad limitada.
- Sociedades por acciones.
- Sociedades cooperativas.
- Sociedades donde el Estado nacional, provincial o municipal sea parte, cualquiera sea el grado y alcance de esa participación.

“En este orden de ideas se ha dicho que en ciertos supuestos de fracaso del acuerdo preventivo de ciertas personas jurídicas, antes de declarar su quiebra es posible todavía arribar a una solución no falencial. Pero esta, ahora, ya no depende exclusivamente de que la concursada logre concertar acuerdo con sus acreedores (chance agotada en el período de exclusividad) sino que éstos acuerden con ella o con terceros, acreedores a su vez o no, de la concursada”.¹¹

Consideraciones generales sobre un proceso de valuación

La valuación de los bienes es un tema difícil tanto por la variedad de criterios aplicables cuanto por el enfoque con el que quien evalúa los aplica. La complejidad se acrecienta cuando se trata de efectuar la valuación de un organismo funcional y dinámico como la empresa.

El proceso de valuación de empresas consiste en la aplicación de diversas técnicas que permiten el análisis de la información entendiendo el contexto dentro del cual debe enmarcarse dicha valuación y teniendo presente que el objetivo es la maximización del valor para los propietarios y la medición satisfactoria del valor real de la organización; lo cual posibilitará cuantificar diversos aspectos de éstas, como son, la composición de sus

¹¹ Rouillon, Adolfo. “Régimen de concursos y quiebras. Ley 24.522”. Ed. Astrea. 1995. Pág. 100.

activos y pasivos, la evolución de sus ingresos y sus costos, la participación de sus productos en el mercado, los sistemas de producción, el nivel de la clientela, los activos fijos que utiliza, entre otros. Por lo tanto, una correcta valuación debe proporcionar bases de comparación en términos financieros y operativos con la competencia y el sector de la empresa, valores de adquisición a los terceros interesados, entre otra información.

La valuación de las cuotas o acciones, constituye uno de los elementos más importantes no sólo en el ámbito del cramdown sino en el derecho mercantil moderno. Con este sentido, el tema en el marco del artículo 48 adquiere relevancia fundamental. Entonces, es importante apreciar que al hablar del cálculo del valor de una empresa, específicamente en el seno de un proceso concursal, se adicionan mayores obstáculos. La valuación de acciones en el marco del artículo 48 presenta características diferenciales respecto a otros casos, como por ejemplo, la valuación de acciones en contexto de la emisión y su colocación en mercados bursátiles, en fusiones y adquisiciones empresarias o en el marco de la resolución de condiciones contractuales entre accionistas. “Las principales áreas de diferenciación a tener en cuenta en el proceso de valuación como problemas esperables, consecuencia del marco concursal, son entre otras, las siguientes:

- la posible ausencia de colaboración de la dirección y la gerencia de la empresa concursada para con el evaluador y equipo profesional, que dificulta el entendimiento del potencial de la empresa en un contexto de superación de la crisis empresarial;

- la potencial necesidad de obtener información en forma indirecta, ya sea a través de la sindicatura, o de otros profesionales intervinientes, haciendo entonces más lento y complejo el proceso de recopilación de antecedentes;

- la dificultad de determinación de los pasivos o contingencias postconcursoales, basados en la fecha de los estados financieros que presente la empresa o la información complementaria provista por la sindicatura;

- la incertidumbre del marco de negocios (clientes, proveedores, personal, etcétera) debido a la potencial quiebra de la empresa en el corto plazo, de fracasar el salvataje previsto en la ley.”¹²

El salvataje pretende la venta de las partes representativas del capital, acciones o cuotas, para lo que requiere una previa valuación del ente, destinada a este único fin, y de este modo obtener el valor de transferencia del capital.

¹² Rotman, Patricio. “Valuación del capital accionario de sociedades en el marco del artículo 48 de la ley de concursos. Revisión conceptual. Consideraciones prácticas”. La Ley 2003-F, 1264.

Los supuestos a tener en cuenta relativos a la empresa a valorar, son los siguientes:

- Se trata de una empresa concursada, con un concurso preventivo que acaba de fracasar, por no haber efectuado la sociedad deudora una propuesta de pago a sus acreedores, o por no haber obtenido la aprobación de ellos en el período de exclusividad.

- Por las características del proceso concursal que transita la empresa, y por los tipos societarios admitidos al cramdown, se trata de una empresa todavía en manos de sus dueños, accionistas o cuotapartistas, con ninguna posibilidad de seguir estando en esa situación, ya que, si no ingresa a la etapa de salvataje, el remedio legal previsto es la declaración de quiebra indirecta con la consiguiente liquidación de sus bienes.

- Por estar concursada es una empresa insolvente o empresa en crisis, con una efectiva cesación de pagos de su pasivo exigible, presupuesto de la apertura del concurso preventivo previamente declarado.

- La valuación requerida por el instituto es la que debe realizar el evaluador por una disposición expresa de ley, contenida en el inciso 3° del actual artículo 48 de la ley 24.522.

- Esta valuación establecerá el real valor de mercado de la empresa, ponderando: el Informe General del Síndico del artículo 39, más específicamente, sus incisos 2 y 3, los que abordan respectivamente, la composición actualizada y detallada del activo, con la estimación de los valores probables de realización de cada rubro, incluyendo intangibles; y la composición del pasivo, que incluye también como previsión, detalle de los créditos que el deudor denunciara en su presentación y que no se hubieren presentado a verificar, así como los demás que resulten de la contabilidad o de otros elementos de juicio verosímiles; altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos; y la incidencia de los pasivos postconcursoales.

Hablar de criterios de valuación de una empresa concursada, no es una cuestión meramente teórica, sino de indudable importancia práctica. Interesa a los síndicos, para conocer el criterio con el cual proceder en su extensa tarea; a los evaluadores también, en la operativa específica del cramdown; a los anteriores socios o accionistas, porque según una u otra interpretación, diferentes podrán ser los resultados; y finalmente también a los terceros inscriptos cuya oferta está fuertemente relacionada a los valores iniciales.

Esta importancia práctica fundamenta las críticas doctrinarias al hecho de que la ley cristalice un sistema de valuación, ya que esta es una de las cosas más dinámicas que existen en la economía de las empresas; y esto se sustenta en *factores fundamentales para el desarrollo de un proceso de valuación profesional*, los cuáles, desde un enfoque metodológico general, deberán

ajustarse en cada caso de acuerdo con el criterio del evaluador. Los principales a considerar, si es dable en cada caso particular, son:

“1. elaboración de proyecciones macroeconómicas nacionales y sectoriales (y regionales si fuera el caso por la actividad propia de la empresa) para establecer los supuestos generales aplicables a las proyecciones económico-financieras de la empresa a valuar;

2. obtención de información histórica sobre la gestión comercial, operativa, económica, financiera y patrimonial, a los fines de contar con una completa perspectiva sobre el desempeño histórico de la empresa y su situación actual;

3. entendimiento de la realidad presente de la empresa, particularmente en comparación con sus niveles de actividad y rentabilidad antes de presentarse en concurso, a través de una completa evaluación de la información actual de gestión y de entrevistas con el directorio (o socios gerentes) y responsables gerenciales de la sociedad;

4. formulación de un modelo de ingresos (venta de bienes y/o servicios) esperados para la empresa a mediano plazo, considerando la historia, la situación actual, el deterioro de los niveles de actividad como consecuencia del concurso preventivo y los plazos de una potencial recuperación parcial o total;

5. determinación de las necesidades futuras de inversión en activos fijos y en capital de trabajo en función del modelo de ingresos de mediano plazo;

6. elaboración de una proyección de resultados y flujo de fondos operativo libre esperados de mediano plazo, en base a las pautas de ingresos y la evaluación de los costos y gastos correspondientes a los niveles de actividad proyectados;

7. determinación de la tasa de descuento relevante a partir de una evaluación de los rendimientos de los activos en el mercado internacional y local, las primas de riesgo observadas en el mercado y los riesgos propios de la actividad;

8. identificación y evaluación de casos comparables, abarcando empresas con cotización en mercados de valores nacionales, regionales e internacionales, y transacciones de compraventa de empresas, que presenten características comparables en términos de actividad, a los fines de considerar y ponderar los valores observados en los respectivos mercados;

9. evaluación y aplicación de metodologías y factores específicos adicionales a los fines de considerar su ponderación o marco de referencia en la determinación de valor;

10. fundamentación y determinación del valor del capital accionario de la sociedad en base a los resultados obtenidos por las metodologías aplicadas y a la ponderación de los elementos previstos en la ley.”¹³

Esto demuestra que una valoración correcta es aquella que está bien realizada técnicamente pero que también se fundamenta en supuestos razonables o correctos, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva bajo la que se lleva a cabo; dado que valorar es emitir una opinión, un juicio de valor, que siempre es subjetivo, y que como toda opinión puede o no estar suficientemente fundamentada. En consecuencia, no existe un valor absoluto y único para una realidad económica, aunque sí existe un valor razonable si el mismo está fundamentado. Por esto, se puede inferir en que ese “componente subjetivo de cualquier valoración económica se articula a través del análisis de cuatro aspectos: qué va a ser valuado, cuál es el propósito de la valuación, para quién se realiza, y bajo qué circunstancias”¹⁴. El fundamento de estos aspectos emerge, por un lado, de la relevancia que rodea al concepto a valorar, dado en que no es lo mismo valorar activos, patrimonios, acciones, participaciones societarias parciales, paquetes accionarios totales, empresas en marcha, un negocio grande o uno pequeño, de capital o de industria, una estructura, una sociedad cerrada o una sociedad cotizada; de igual manera resulta necesario conocer el fin con que se lleva a cabo la valuación, ya que no es equivalente valorar un activo para ser liquidado, que para ser vendido o reformado y reutilizado, del mismo modo tampoco es lo mismo valorar una empresa para comprarla, venderla, cerrarla, fusionarla con otra u otras, o escindirla. El análisis del destinatario de la valuación es también importante porque hay diferencias entre las perspectivas del comprador y las del vendedor, o las del accionista minoritario y por ejemplo, las de la entidad financiera que aporta el crédito que corresponde a la deuda que con ella mantiene el deudor a los efectos de capitalizar la empresa; y también hay que analizar las circunstancias, es decir, en qué momento del ciclo económico, en qué sector y con qué tipo de negocio, porque son aspectos que influyen y pueden tener implicancias en los resultados de la valoración.

Si hay disímiles compradores potenciales para una empresa determinada, existirán diferentes ideas acerca de lo que dicho negocio vale para cada uno de ellos: unos pretenderán adquirirlo completamente y continuar con su explotación, a otros sólo les interesarán parte de sus activos, otros preferirán liquidarlos para eliminar tal vez una

¹³ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

¹⁴ Vítolo, Daniel. “Valuación de la empresa y precio de transferencia en el nuevo salvataje empresario. (artículo 48 de la ley 24.522 contrarreformada)”. La Ley, 2003-C, 1001.

probable competencia. Entonces, toda valoración es en realidad, una estimación; no se puede pretender calcular el valor verdadero y definitivo. Por lo tanto, la valoración persigue determinar de la forma más aproximada posible el valor objetivo o valor de la empresa en circunstancias normales dentro de su contexto e independientemente de los intereses del sujeto evaluador, que servirá de base para la negociación entre las partes, de la que surgirá el precio definitivo a pagar por la empresa. El especialista evaluador deberá calcular el valor objetivo de la empresa a valorar, apoyándose en las normas teóricas existentes como en las legales. “Dicho valor objetivo será utilizado como referencia y estará situado entre los valores subjetivos del comprador y del vendedor.”¹⁵

Entonces, “la valoración de una empresa es un proceso; nunca la simple aplicación de una fórmula matemática, y en cualquier caso, los factores a manejar deben estar claramente definidos”¹⁶.

¹⁵ Camaño, Rosa. “Sindicatura concursal. La actuación profesional y las empresas en crisis”. CPCE de Córdoba. www.quiebras-concursos.com.ar. 2006.

¹⁶ Pérez, Iñigo. “Fusiones y adquisiciones de empresas”. Ed. Mc Graw Hill, citado por Camaño. Ob. Cit. Nota N° 33.

Metodología

1. Indagación de la legislación concursal argentina en orden a los artículos bajo estudio, incluyendo leyes modificatorias.
2. Relevamiento de material bibliográfico.
3. Análisis de los antecedentes legislativos del instituto de Cramdown y de los fundamentos de su incorporación en el ordenamiento jurídico argentino.
4. Examen del sistema de aplicación, etapas y secuencia procedimental del instituto.
5. Relevamiento de jurisprudencia de los Tribunales Nacionales y Provinciales, y observación de los casos que transitaron por el Cramdown y culminaron con éxito.
6. Descripción de los aspectos de la resolución de valuación.
7. Investigación de las implicancias presentes en una empresa con problemas de supervivencia.
8. Exploración de la figura del evaluador, funcionario encargado del trámite, y explicación de los fundamentos que avalan la hipótesis de su posible reemplazo o prescindencia.

Capítulo I: El Cramdown en el ordenamiento jurídico argentino

I.1. Incorporación legislativa

Una de las innovaciones más trascendentes que trajo consigo la reforma de la legislación concursal producida en 1995, fue la incorporación al derecho falimentario nacional del procedimiento de transferencia forzosa de participaciones societarias, o salvataje de empresas o más comúnmente denominado cramdown.

Las bondades de este mecanismo se resaltaron en el mensaje de elevación del Poder Ejecutivo Nacional al Congreso en el capítulo II.4 del proyecto que luego se convertiría en la ley 24.522, al expresar que permitía la constante obstinación de la reconversión, reestructuración o salvataje del negocio; resultando de esta manera, el criterio de sacrificio compartido, esto es, que la cesación de pagos no conlleve sacrificios patrimoniales únicamente para los acreedores, sino que también sean los accionistas los que, y en mayor medida aún, estén obligados a soportar la insolvencia.

Además, a los fines de respetar la dinámica en la que se desarrolla el movimiento económico en el actual sistema de producción capitalista, una solución de carácter preventivo como es el salvataje de la empresa, significa en realidad la última alternativa previa a la declaración de quiebra, esto es, a la desaparición de sujetos productores y generadores de bienes y servicios colectivamente útiles; con el serio efecto cascada que produce la quiebra, en el sentido que esa insolvencia se trasladará irremediamente sobre el patrimonio de los acreedores involucrados. Se plasma así uno de los principios rectores del moderno derecho concursal: *el principio de conservación de la empresa*.

El particular objetivo del legislador de 1995, prioritario de la reforma, fue la necesidad de habilitar la intervención de terceros para adquirir la empresa en el proceso concordatario y así evitar su liquidación. Era fundamental incorporar al sistema legal de la Argentina un procedimiento preventivo que constituyera la última alternativa frente a la liquidación coactiva de la empresa, evitando su desaparición jurídica.

I.2. La finalidad del instituto

Este procedimiento constituye un medio alternativo más que propone la ley concursal, ampliando de esta manera el espectro de opciones y de soluciones preventivas, y su inclusión en nuestro ordenamiento concursal tuvo como finalidad:

a) la supervivencia de la empresa, por ende de las expectativas del personal en cuanto al mantenimiento de sus fuentes de trabajo;

b) evitar el proceso de desintegración patrimonial que significa la instancia extrema de la quiebra;

c) otorgar el protagonismo a los propios acreedores o terceros interesados, que se tradujo en muchos casos, en acuerdos más beneficiosos a los acreedores de la concursada;

d) actuar como mecanismo sancionatorio de aquellos deudores inescrupulosos que, utilizando la vía del concurso preventivo, ofrecen propuestas notoriamente desventajosas, que sus acreedores debían aceptar para evitar el proceso liquidativo. La sanción se materializa con la pérdida de las participaciones societarias de las acciones o cuotas que forman el capital social, transfiriéndose las mismas a aquel acreedor o tercero que hubiese obtenido primero las conformidades previstas, a cambio de un precio cierto en dinero calculado a partir de una compleja fórmula de valuación de la empresa;

e) la eventualidad de la apertura del cramdown implica que el deudor, al solicitar su concurso preventivo, extreme las precauciones relativas a la presentación y a la oferta de acuerdo, cuidándose de negociar con los acreedores bajo principios de razonabilidad y coherencia, teniendo siempre presente la posibilidad de la pérdida de la titularidad de la empresa. La sola presencia del instituto y la probabilidad de aplicación del salvataje exigió un cambio de actitud del deudor frente a su solicitud de concurso preventivo, obligándolo a elaborar una estrategia concursal coherente y responsable, tendiente a ofrecer una propuesta razonable a cada clase de acreedores, para que ésta satisfaga a los mismos dando cuenta de la seriedad de la presentación y de la manifiesta voluntad de proseguir con el funcionamiento de la empresa una vez logradas las conformidades, obtenido el acuerdo y superado el estado crítico económico-financiero que provocara la utilización de esta vía legal;

f) proponer una segunda ronda de acuerdos, esta vez conducidos por los propios acreedores o terceros interesados, quienes, asumiendo un protagonismo real, concurren a negociar un acuerdo preventivo más favorable, que de concretarse, contribuye al rescate de la empresa y la consecuente subsistencia de los puestos de trabajo;

g) con la introducción del cramdown, la ley intentó tutelar los legítimos intereses de los acreedores, siempre postergados con la puesta en marcha de un concurso. “El salvataje

demonstró su utilidad (la experiencia judicial lo ha ratificado), en tanto procuraba restablecer el equilibrio negocial que debe existir en un procedimiento que pretende satisfacer todos los intereses en juego.”¹⁷

“Lo que pretende el cramdown es evitar la necesidad de liquidar la empresa a los efectos de cancelar el pasivo concurrente; de él se hará cargo la concursada en los términos del acuerdo logrado por ella misma o por el tercero ganador y a cambio de lo cual este último sustituirá a los primitivos socios, adquiriendo la totalidad de las cuotas o acciones que integran el capital social”.¹⁸ Concreta un objetivo de difícil consecución cual es la separación de la empresa viable, del empresario infortunado o incapaz bajo cuyo timón la empresa no pudo superar su cesación de pagos.

Durante el período de vigencia desde 1995 hasta el 2002, más de 50 casos de cramdown expusieron la eficiencia del sistema, y las revistas especializadas dieron frecuente cuenta de casos de transferencia de la empresa por vía de cramdown.

Debe tenerse presente que el cramdown es un instituto que por definición no puede aplicarse en forma masiva, ni siquiera frecuente, pues tiene una triple limitación en sus presupuestos objetivos, ya que debe tratarse de concursos de empresas que por su importancia estén excluidos de la calificación de pequeños concursos, es decir que alcancen como mínimo a 20 empleados, 20 acreedores y cuyo pasivo denunciado no sea inferior a los \$ 100.000; en sus presupuestos subjetivos, porque está constreñido a determinados tipos de sociedades; y a esto se le adiciona, lo cual es un dato económico relevante, el hecho de que la empresa sometida al procedimiento debe ofrecer algún incentivo que lleve al interesado a reputarla viable.

En fin, el objetivo del cramdown, es la transferencia de la totalidad de las cuotas o acciones representativas del capital de la sociedad concursada al sujeto que obtuviere la condición de adquirente cumpliendo los requisitos establecidos por la ley, o de manera más explícita, es el cambio de empresario. “No se trata de la transferencia de la empresa en bloque lo cual es prácticamente imposible, pues sería necesario completarla por pasos sucesivos que comprendan los distintos elementos heterogéneos que la componen con respeto de las normas en particular referidas a los bienes registrables, y el elevado coste tributario.”¹⁹

¹⁷ Di Tullio, Macagno y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 1. Págs. 80/1.

¹⁸ “Trigo Hnos. SA s/ concurso preventivo”. CNCom. Sala B. 24-09-99.

¹⁹ Dasso, Ariel. “El salvataje de la empresa o cramdown del artículo 48 según ley 25.589”. Capítulo IV. Enviado por e-mail por el autor.

I.3. Terminología y antecedentes

A la figura del mentado artículo 48 se la denomina comúnmente como “cramdown”, vocablo al que se le atribuye origen norteamericano, ya que en el mensaje de elevación por parte del Poder Ejecutivo al Congreso, se afirmó que con la incorporación del salvataje de empresas se trataba de reformular el sistema legal (ley 19.551), respecto del sistema de cramdown de la legislación norteamericana. Pero también se lo relacionó con un proyecto anterior de reformas al régimen concursal, en el que se preveía una institución similar al cramdown del Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de Estados Unidos, al cual se lo denominaba de la misma manera. Sin embargo, éste consiste en la facultad que se otorga al juez al homologar el acuerdo, quien puede imponerlo a los acreedores disidentes, siempre que se verifiquen determinados supuestos legales. Éste, es “el llamado cramdown power, que se incorporó a nuestra normativa, pero en el artículo 52”²⁰, y quiere expresar el “aplastamiento de una categoría de acreedores”²¹; por lo que no debe confundirse con el artículo 48 bajo estudio, porque este cramdown, salvataje, o venta o cesión forzosa de participaciones societarias, como prefiera llamarse, refleja una evidente diferencia de significación con relación a dicha traducción, ya que lo que regula es la intervención de terceros en el concurso preventivo, es decir, la posibilidad de que terceras personas distintas al deudor concursado ofrezcan una solución preventiva para la crisis de la empresa en cesación de pagos.

Por su parte, Roullion justifica el uso de tal término en el ámbito del derecho nacional, entendiendo que cuando la valuación patrimonial de la empresa arroje resultado positivo, este debe ser reducido en la misma proporción en que se reduce el pasivo a valor actual. Entonces, la expresión cramdown significaría esta operación: “apretar hacia abajo”.²² Esto, dado a que se puso de manifiesto que el procedimiento resultaba consecuente con el criterio de sacrificio compartido, de tal modo que, si la cesación de pagos de la empresa obliga a esfuerzos por parte de los acreedores, también los accionistas deben realizarlos; y con un concepto dinámico de la actividad económica de producción de bienes y servicios que facilite la incorporación de nuevos accionistas e inversores a las empresas en dificultades, aspecto ligado a la renovación tecnológica y al incremento de la productividad.

²⁰ Artículo 52, LCQ, Homologación del acuerdo, inciso 2, punto b) imposición forzosa: “si no se hubieran logrado las mayorías necesarias en todas las categorías, el juez puede homologar el acuerdo, e imponerlo a la totalidad de los acreedores quirografarios, siempre que resulte reunida la totalidad de los siguientes requisitos...”

²¹ Di Tullio, Macagno y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 1. Pág. 81.

²² Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2. Pág. 7.

La ley 24.522²³, que reformó la ley 19.551, incorporó a la legislación concursal el régimen del salvataje de empresas. El artículo 21 de la ley 25.563²⁴ lo suprimió, y el artículo 13 de la ley 25.589²⁵ reincorporó el procedimiento, pero con modificaciones.

El artículo 48 de la ley 24.522 fue la norma más polémica del legislador concursal del año 1995, la cual se dirigía a preservar las empresas de capitales nacionales. Pese a ello, siete años después de su sanción, gracias al enorme y sumado esfuerzo intelectual de jueces y autores, los secretos del precepto estaban prácticamente revelados y sus frutos se habían comenzado a cosechar en sonadas sentencias de tribunales de distintas instancias. En ese estado de cosas, y sin que existiera un claro consenso para ello, el artículo 48 de la ley 24.522 fue derogado por el artículo 21 de la ley 25.563. Esta ley de emergencia productiva y crediticia incluía un régimen de capitalización coactiva de los pasivos, ya que “el temor era que el cramdown fuera utilizado para que capitales extranjeros adquirieran activos nacionales, argumentado en que debido a la particular circunstancia económica de devaluación monetaria, las empresas nacionales quedarán a merced de capitales buitres que estuvieran buscando adquirirlas por su bajo precio como consecuencia de la desvalorización de nuestra moneda”²⁶.

Esto refleja que los móviles que condujeron a dicha derogación dieron lugar a un estado de cosas efímero, y muy pocos meses después, el artículo 13 de la ley 25.589 derogó el artículo 21 de la ley 25.563 y reimplantó el artículo 48, aunque dándole otra redacción. Esto manifiesta, que “la reseñada sucesión normativa mostró por sí misma la dificultad que tuvo el legislador para encontrar la solución que más conviniese a los intereses nacionales, en un contexto de profunda crisis económica en el que se repitieron las recomendaciones de gobiernos extranjeros y organismos multilaterales de crédito con vista a la renegociación de la deuda pública externa que tiene asumida el país”²⁷.

²³ Cobró vigencia a partir del 18-08-1995.

²⁴ B.O. del 15-02-2002.

²⁵ B.O. del 16-05-2002.

²⁶ Di Tullio, Macagno y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 1. Pág. 88.

²⁷ Heredia, Pablo. “El salvataje empresario en el concurso preventivo, artículo 48, LCQ, según la reforma introducida por la ley 25.589”. Revista de Derecho Privado y Comunitario. 2003 - 1, Ed. Rubinzal-Culzoni, 2003. Pág. 55.

Capítulo II: El sistema de aplicación

II.1. Sistema de aplicación

Antes de indagar en el sistema de aplicación del instituto, es importante dejar expuesto algunas cuestiones:

- El deudor que se presenta ante el órgano jurisdiccional solicitando la formación de su concurso preventivo, está haciendo uso de una opción libre y conciente del régimen legal al que se somete voluntariamente. Esta elección lo inhibe de reclamar la inconstitucionalidad del ordenamiento escogido. La jurisprudencia ha considerado en esta línea, que el concurso implica el sometimiento por voluntad del órgano de gobierno de la sociedad a una especie de procedimiento que resulta obligatorio para los socios y para la misma sociedad.

- La supuesta expropiación que se produciría en desmedro del derecho constitucional de propiedad del deudor no es tal, si se tiene en cuenta que de no existir el procedimiento del artículo 48, y en caso de que el concursado no lograra la aprobación de su propuesta de acuerdo, inexorablemente se ordenaría su quiebra, que implica lisa y llanamente la realización de los bienes del deudor, por consiguiente la desintegración del patrimonio de la empresa. Restándole de esta manera a los titulares de la empresa sólo una expectativa de cobro de sus participaciones societarias en el caso de que se produzca algún remanente luego de liquidados los activos de la quiebra, habiendo pagados los gastos y costas del proceso y a los acreedores de mejor rango.

- El artículo 1.324 del Código Civil regula los supuestos en los cuales una persona puede verse forzada a vender una cosa, cuando se encuentre sometida a una necesidad jurídica de hacerlo. “La transferencia forzada de las acciones o cuotas que deban realizar los titulares de la empresa, en virtud de la aplicación del artículo 48, encuadra perfectamente en el mencionado artículo 1.324, agregándose como un caso más de venta forzada.”²⁸

- El deudor conoce al momento de presentarse en concurso la eventualidad de la apertura de este procedimiento de salvataje; y la decisión de la continuación del trámite del concurso preventivo, otorgada por el órgano de gobierno de la sociedad, ratifica la

²⁸ Di Tullio, Macagno y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 1. Págs. 83/4.

presentación en todos sus términos aceptando expresamente el sometimiento voluntario de la sociedad al régimen de la ley 24.522 con todos sus efectos y consecuencias.

Por esto, en el caso “Pino Camby SA”, como consecuencia del conocimiento de la normativa por parte del deudor, prevaleció el cramdown sobre el pedido de propia quiebra, solución concordante con lo anteriormente expuesto. Los fundamentos del fallo en tal sentido se resumen seguidamente. “Pino Camby SA” con fecha 14-02-2003 pretendió se decretara su propia quiebra, fundado en su actual situación económica que relataba en el escrito de inicio. Sin embargo, fuera de la particular situación que se encontrara atravesando la deudora, esta presentación se produjo diez días hábiles anteriores al vencimiento del período de exclusividad encontrándose por lo tanto el proceso concursal de la deudora en pleno trámite. Ello condujo, ante la confesa imposibilidad de obtener las mayorías necesarias, y tratándose de un gran concurso, a proceder a abrir el proceso de cramdown.

Una solución contraria implicaría sujetar a la voluntad del deudor la interrupción de un procedimiento, utilizando otro (el liquidatorio de la quiebra), que tiene claramente una finalidad distinta a la perseguida por la ley. El artículo 43 prevé que se abre el procedimiento del cramdown en el caso de que no se hubiere presentado la propuesta de acuerdo preventivo por parte del deudor, lo cual puede asimilarse al caso, en tanto en ambas circunstancias el deudor expresó directa o tácitamente su voluntad de no continuar con el concurso, y la solución legal no es la quiebra para el caso del gran concurso, sino justamente el cramdown, como medio de saneamiento de la cesación de pagos y la continuación de la empresa.

Asimismo, la situación creada, debe ser analizada en relación a los fines que tuvo el legislador al establecer un procedimiento que prevé el instituto del cramdown como medio de salvataje de la empresa, y que da preeminencia al interés de los acreedores y al social por encima del interés del deudor, lo cual llevó a rechazar el pedido en tutela de dichos intereses, debiendo estarse a las consecuencia que la denuncia formulada por el deudor acarrea en su proceso concursal.

Con estos fundamentos se rechazó el pedido de propia quiebra.

Sin embargo, con fecha 8-03-2004, se alzó la concursada contra la resolución dictada, que ante el pedido de propia quiebra formulado por la deudora dispuso la apertura del registro de interesados para la adquisición de la empresa.

La recurrente solicitó oportunamente la apertura de su concurso preventivo, admitiéndose la misma; además, el trámite del proceso concursal avanzó hasta pleno período de

exclusividad, habiendo la deudora presentado incluso propuestas de acuerdo preventivo y mejora respecto de una de ellas. Sin embargo, con ulterioridad, diez días antes del vencimiento del período de exclusividad y tres días antes de la fecha designada para la celebración de la audiencia informativa, la concursada solicitó la declaración de su propia quiebra invocando una situación de ahogo financiero, la inviabilidad de la empresa y la competencia desleal que atribuyó a un tercero.

En este contexto, la pretensión recursiva luce inequívocamente dirigida a frustrar el mecanismo de salvataje que el juez de grado puso en marcha con la apertura del registro de interesados en la adquisición de la empresa, que contó con varios inscriptos.

Por lo demás, quien se somete voluntariamente y sin reservas a un régimen legal no puede luego agravarse de las consecuencias de su aplicación. En consecuencia, si la deudora recurrió al proceso concursal con la pretensión de superar el estado de cesación de pagos que afectaba a su patrimonio, no puede considerarse imprevisible la configuración de la hipótesis que dio lugar al pronunciamiento atacado, ni la apertura del registro, que resulta ser una mera consecuencia de aquélla contemplada por el ordenamiento concursal vigente.

Acceder al pretendido reconocimiento a favor de la deudora de la potestad de frustrar por su sola voluntad el mecanismo de salvataje importaría en el caso tanto como infringir normativa legal expresamente aplicable, soslayar los fundamentos que determinaron su previsión que resultan ajenos al interés particular de los integrantes de la sociedad concursada, y autorizar un ejercicio disfuncional del derecho de estos últimos o de la propia sociedad en desmedro del interés legítimo de los potenciales adquirentes de la empresa y de los demás intereses en juego.

Por lo expuesto se rechazó la pretensión recursiva, con lo que se ratificó la apertura del proceso.

El nuevo artículo 48 constituye una norma destinada a suministrar un último y subsidiario recurso tendiente a evitar la liquidación patrimonial que sigue a la declaración de quiebra. Fracasado el concurso preventivo, se separa al empresario de la empresa y se intenta preservar a esta última, con independencia de aquél, estableciendo un procedimiento que facilita su adquisición por un tercero, supuesto este último que pone en juego una compraventa forzosa a favor del adquirente, y cuyo objeto son las acciones o cuotas representativas del capital social de la concursada. Esto último, por cierto, sin perjuicio de conferirse al deudor una nueva oportunidad de lograr adhesiones suficientes a

su propuesta de acuerdo preventivo, a lo que resulta ajena toda idea de compraventa forzosa.

II.2. Casos de procedencia

El procedimiento de cramdown se abre:

- a) cuando al vencimiento del periodo de exclusividad el deudor no presentó las conformidades con las mayorías en cada una de las categorías (mayoría simple de personas y dos tercios del capital comprendidos en la propuesta), artículo 46;
- b) cuando el deudor no hubiere presentado en el expediente su propuesta de acuerdo 20 días antes del vencimiento del plazo de exclusividad, artículo 43;
- c) cuando prospera una impugnación deducida contra la propuesta conformada, artículo 51 párrafo 1º;
- d) cuando el juez decidiera no homologar una propuesta debidamente conformada por los acreedores por reputarla abusiva o en fraude a la ley, artículo 52 inciso 4.

II.3. Aspecto Subjetivo del Cramdown

II.3.1. Sujetos Pasivos

II.3.1.1 Limitación subjetiva

El artículo 2 de la LCQ determina cuales son los sujetos pasibles de concursamiento. Sin embargo, de ese amplio espectro, la ley admite un *numerus clausus* de sujetos susceptibles de aplicárseles el procedimiento de salvataje de empresas.

El criterio de selección más importante que utilizó el legislador para crear este número cerrado de sujetos pasivos de cramdown, fue sin dudas, el de la *limitación de responsabilidad*, por cuanto al seleccionar aquellas sociedades en las cuales esta plasmado por ley la limitación de responsabilidad al aporte realizado por el socio, fácil es deducir la total independencia entre el patrimonio de los socios y el de la sociedad; logrando de esta manera “una transmisibilidad factible, posible y asequible”²⁹. Este motivo lleva como lógica consecuencia la exclusión de las sociedades de carácter personalista y de las personas físicas.

²⁹ Di Tullio, Macagno y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 1. Pág. 96.

Con dicho fundamento, el texto vigente alude a las sociedades de responsabilidad limitada, a las sociedades por acciones, a las sociedades cooperativas y, a aquellas sociedades en que el Estado nacional, provincial o municipal tuviera parte, con exclusión de las personas reguladas por las leyes 20.091, 20.321, 24.241 y las excluidas por leyes especiales.

Se trata de una enumeración taxativa, que merece ciertas consideraciones:

La referencia a las sociedades de responsabilidad limitada no ofrece dificultad, pues se entiende que se trata de las reguladas por los artículos 146 y siguientes de la ley 19.550 (LSC); pero la mención de las sociedades por acciones obliga a considerar tanto a las sociedades anónimas (artículos 163 y siguientes, LSC), como igualmente a las sociedades en comandita por acciones (artículos 315 y siguientes, LSC); aunque sobre estas últimas la doctrina ha advertido acerca de la dificultad de su aplicación considerando la situación del socio comanditado, en razón de la ilimitación de su responsabilidad y de que el artículo 48 supone en su operatividad un régimen limitado de responsabilidad.

En cuanto a las cooperativas, cabe observar, ante todo, el hecho de que se las califique como “sociedades”, cuando ello no aparece así ni siquiera en la propia ley 20.337. Pero independientemente de esto, es discutible la posibilidad misma de que las cooperativas puedan ser beneficiarias del procedimiento, ya que la objeción formulada a la incorporación de las cooperativas, está fundada en la imposibilidad de su transformación en una sociedad comercial (artículo 6 de la ley 20.337) y puede notarse que el procedimiento de marras no implica transformación alguna, sino únicamente transmisión de la propiedad de las participaciones societarias.

En cambio, no ofrece dificultad interpretativa la referencia a las sociedades en que el Estado nacional, provincial o municipal tenga participación. En tal sentido, se incluyen las sociedades de economía mixta (decreto ley 15.349/46, ratificado por ley 12.962), las sociedades anónimas con participación estatal mayoritaria (ley 19.550, capítulo II, sección VI), y las sociedades del Estado regidas por la ley 20.705.

La ley excluye expresamente a las personas reguladas por las leyes 20.091 (entidades aseguradoras), 20.321 (entidades mutuales (*)), y 24.241 (administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones ó AFJP), así como a las excluidas por leyes especiales (entre ellas, entidades financieras (ley 21.526), administradoras de riesgo de trabajo ó ART (ley 24.557), etcétera).

(*) Es de notar que la referencia a la ley 20.321 constituiría un error, porque la ley 25.374 sustituyó al artículo 37 de la primera, el que disponía que a las asociaciones mutuales

no le serían aplicables las disposiciones de la ley de concursos, por lo que quedan comprendidas en el régimen de la ley 24.522; de manera que ninguna razón de ser tiene su exclusión a los fines del procedimiento establecido por el artículo 48. Sin embargo, se tiene en el nuevo artículo 48, una exclusión explícita que conduce a un extraño resultado: las asociaciones mutuales (salvo que su objeto sea la actividad aseguradora, en cuyo caso rige lo dispuesto por el artículo 2, LCQ, y su remisión a la ley 20.091), pueden ser declaradas en concurso (artículo 37 de la ley 20.321, texto según ley 25.374), pero no pueden ser objeto de “salvataje”.

Dejando atrás los casos que aparecen excluidos explícitamente, corresponde hacer mención de aquellos que resultan excluidos por implicancia, o por aplicación de otras normas. En tal orden de ideas, “no pueden ser sujetos pasivos del procedimiento:

- a) las sociedades irregulares y de hecho;
- b) las sociedades regulares en las que la responsabilidad de los socios es ilimitada, es decir, las sociedades de tipo personal, e igualmente las personas de existencia física;
- c) las sociedades por acciones, de responsabilidad limitada o cooperativas, sujetas al trámite propio de los pequeños concursos, habida cuenta de lo dispuesto por el artículo 289, LCQ;
- d) las sociedades civiles, las asociaciones civiles con personería jurídica y las fundaciones.”³⁰

Sobre este tópico, es importante considerar, que en la actualidad se está permitiendo disociar la suerte que corre el empresario en el ejercicio de sus negocios, de la suerte que corre la empresa en sí misma; de esta manera, comienza a objetivarse la noción de empresa desvinculándola de las vicisitudes de sus titulares, y así se tiende a conservar la empresa económicamente útil y viable, tratando de mantener un cierto equilibrio entre los intereses de los titulares del capital y los de los acreedores, constituyendo esto precisamente, la finalidad del artículo 48.

Sin embargo, puede observarse, que al no haberse contemplado la posibilidad de abrir este sistema para todos los sujetos concursables, no se les permite de manera igualitaria tener una segunda oportunidad para lograr el saneamiento de su empresa continuando con su actividad y manteniendo las fuentes de trabajo como paso previo al momento de decretarse la quiebra, y posiblemente evitar su declaración.

³⁰ Heredia. Ob. Cit. Nota N° 27. Pág. 55.

Entonces, este procedimiento debería establecerse para todos los sujetos comprendidos en el artículo 2, ya que si todos ellos según el ordenamiento legal son sujetos concursables y por ende pueden ofrecer propuesta de acuerdo preventivo a sus acreedores, frente al rechazo de la misma no existirían razones jurídicas para reservar este procedimiento especial de excepción a fin de evitar la quiebra sólo a algunos sujetos. De esta manera, se configura una diferenciación inequitativa, porque no solamente las sociedades a las que se refiere el artículo 48 son fuente creadora de empleo; los demás sujetos también lo son, pero al verse imposibilitados de acceder a dicho sistema como última instancia para evitar la declaración de quiebra, ésta se le decretará directamente viéndose perjudicados no sólo la fallida sino todos sus acreedores, las fuentes de trabajo y la economía en general.

Respecto al criterio selectivo sobre los sujetos pasivos, el fundamento radica entonces, en que en los casos de sociedades de personas la determinación del patrimonio de la empresa y su diferenciación con el empresario es compleja, lo que tornaría de difícil concreción el tramo con que culmina el salvataje, o sea, la transferencia de la empresa al nuevo propietario; y la exclusión de las personas físicas encuentra justificativo por la imposibilidad material de diferenciar en su patrimonio aquellos bienes que están afectados al giro empresario o de la actividad y aquellos otros que constituyen bienes personales, no dándose entonces, la condición de que la participación que adquiriera el tercero sea de fácil transmisibilidad.

II.3.1.2. Limitación objetiva

En relación a la limitación de la aplicación del instituto al pequeño concurso, comportaría una discriminación carente de sentido, dado que el presupuesto subjetivo tiene además del límite significado por el tipo societario, ya que se habla solamente de sociedades de capital, el de su entidad económica, al contemplar un pasivo no inferior a \$100.000, o como mínimo, 20 acreedores quirografarios o 20 trabajadores en relación de dependencia; teniendo presente que con la presencia de una de estas características ya se configura al concurso como pequeño.

Sobre las limitaciones al tipo social, son válidos los fundamentos expuestos anteriormente; en cambio, si se hace referencia a las limitaciones de tipo económico, éstas constituirían un arbitrio del legislador, ya que tales parámetros carecen de elasticidad ante la variación del marco social y económico en el que se desarrolla la actividad de la empresa.

Este punto presenta gran relevancia, dado que la posibilidad del cramdown sólo respecto de empresas de cierta envergadura, concretada en parámetros diferidos al factor ocupacional, en el caso de 20 trabajadores en relación de dependencia, puede aparecer como un criterio valioso cuando se trate de zonas en las que la cantidad de empresas de esas características torne irrelevante su extinción y consecuentemente no incida en la economía del lugar o de la región. En cambio, el parámetro determinado por la ley pasa a tener otra característica cuando se trata de poblaciones pequeñas, zonas alejadas de los centros de mayor población o actividad económica en las que el pequeño empresario es el protagonista del pequeño concurso y de la economía local; ya que en las ciudades o pueblos del interior del país, las empresas, aún cuando no lleguen al factor ocupacional de 20 trabajadores en relación de dependencia son, dentro de otro marco relativo, grandes empresas porque de ellas depende la supervivencia de una comunidad.

Existen precedentes jurisprudenciales de los que se puede deducir que los pequeños concursos también admitirían el proceso de cramdown. Se pueden mencionar, entre otros, el fallo de “El Aguaray SRL s/ concurso preventivo” del 13-05-1998, 3º Juzgado de Procesos Concursales de Mendoza, en el que se dispuso la apertura del registro del cramdown con declaración de inconstitucionalidad de la norma impeditiva del artículo 289; y el de “Nueva Unión Díaz y Alacid SRL s/ concurso preventivo” del 05-08-1997, Juzgado Nacional Civil y Comercial N° 1 de Azul, en el que el Tribunal de Primera Instancia interpretó que al excluir la ley a los pequeños concursos del artículo 48, consagra un beneficio a favor del concursado, y dado que todo beneficio es renunciabile mientras no afecte el orden público, se admite la posibilidad de apertura del cramdown en el pequeño concurso, condicionada a la ratificación de los socios en asamblea extraordinaria con la mayoría necesaria para los supuestos especiales del artículo 244 de la ley de Sociedades.

“Esto da una pauta de que la realidad social - comercial está un paso más allá de la ley, es decir, que la realidad supera al legislador, y cuando esto deja de ser un caso aislado para convertirse en una realidad social es que el legislador debe plantearse la necesidad de un cambio en la letra de la ley, ya que cada vez son más los casos de pequeños concursos presentados, sobre todo en el interior del país”.³¹

Otro de los casos de tratamiento similar fue el de “Correo Argentino SA”, en el que prima facie se juzgó inaplicable el procedimiento de salvataje en orden a que el presente proceso debía ser recalificado como de pequeño concurso sobre la base de que la totalidad del personal había pasado al Estado nacional con motivo de la rescisión del contrato de

³¹ Defrancesco, Lorena y López, María. “Concursos y quiebras. ¿Por qué excluir el cramdown para los pequeños concursos?. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.

concesión, por lo que se configuraba a la fecha la tipificación del artículo 288 inciso 3: no poseer más de 20 trabajadores en relación de dependencia. La concursada, como consecuencia del desapoderamiento administrativo derivado de la rescisión de la concesión, carecía a la fecha de hacienda, esto es, de los bienes materiales e inmateriales organizados para la explotación de la empresa y no obstante, la deudora no acreditó el cambio de objeto social ni tampoco el aporte de bienes que pudieran, al menos parcialmente, reemplazar a los desapoderados por el Estado nacional. Entonces, sobre tal base, no existía empresa susceptible de salvataje, en tanto la hacienda constituye su elemento objetivo sin el cual no se configura.

De este modo, no se cumple la razón de ser del procedimiento, que radica en el salvataje de una empresa, actual o futura, en vistas a su efecto generador de empleo y de riqueza para la economía nacional.

Los institutos regulados por la ley de quiebras no son meros mecanismos de tutela de los derechos de los acreedores, por el contrario, constituyen mecanismos legales de distribución, sea del poder de negociación en el concurso preventivo, sea de los daños derivados de la insolvencia en la quiebra, y dicha distribución tiene por fundamento el orden público económico que es el que armoniza y fija los grados de tutela de los diversos intereses particulares en juego (deudora, acreedores comerciales, acreedores financieros, trabajadores, fisco) y de la conservación de la empresa. Por ello, en el marco constitucional argentino, el procedimiento no puede tener otro sentido que el salvataje de una empresa, en marcha o inactiva pero con potencialidad de reactivación. Contra la apelación, el a quo fundó la decisión resistida en que el proceso debía ser recalificado como pequeño concurso por los argumentos sostenidos en la resolución, sumando que el activo de la concursada, estaría conformado principalmente por créditos contra el Estado nacional, mayormente litigiosos, derivados del funcionamiento de la concesión y de la rescisión de la misma.

Sin embargo, la oportunidad para determinar las categorías de pequeño o gran concurso es la de la apertura del mismo teniendo en cuenta los elementos de juicio proporcionados por el deudor en su presentación; por lo tanto, como línea de principio, no procede volver a evaluar la situación por la existencia de nuevos datos que modifiquen los existentes al tiempo de la presentación, ello debería ceder cuando ha transcurrido un tiempo considerable entre esa presentación y la apertura, verificándose cambios relevantes en lo concerniente a las circunstancias previstas en el artículo 288, y éste reexamen de la cuestión se realiza sin un grado de avance en el trámite que torne antifuncional su retroacción, tal como sucedería en la especie. Ello así pues en el momento de la

presentación en concurso la deudora contaba con todas las exigencias de la ley para excluir la calificación de pequeño concurso, ya que existían más de veinte acreedores, más de veinte trabajadores en relación de dependencia (12.000 en el momento en que el Estado revocó la concesión), el pasivo excedía ampliamente el indicado por el precepto citado, y la recalificación no puede presentarse de manera sorpresiva.

Por lo demás, el objetivo del cramdown no es transferir la empresa en marcha sino el capital social (totalidad de las cuotas o acciones) de la sociedad concursada.

En tal sentido, se puede colegir en que el cramdown debería constituir un instrumento útil para la situación concreta, pero trasladada al medio en que la empresa desarrolla su actividad; sin embargo, esto implicaría no respetar la normativa legal, aunque es imprescindible meditar que sobre esto en la doctrina del más alto tribunal de la Nación (CSJN), se ha resuelto en reiteradas oportunidades que “la ley no debe interpretarse sólo conforme a la literalidad de sus vocablos, sino con arreglo jurídico profundo, ya que por encima de lo que parece decir debe indagarse en lo que verdaderamente dicen en conexión con el resto del ordenamiento jurídico”. Por esto, la constitucionalidad del texto legal debe juzgarse en el caso concreto, en tanto que en casos determinados, la privación de la vía del artículo 48 a una empresa cuya actividad es relevante en función de su posición socioeconómica en una determinada región, debe conceptuarse violentada la garantía constitucional de igualdad ante la ley porque el sistema está permitido a otros en las mismas condiciones relativas, ya que el factor que constituye el denominador común es la relevancia de la actividad en la economía regional.

Si lo que se buscó era un sistema que por vía de flexibilizar requisitos e introducir figuras como el cramdown permitieran preservar la empresa a costa de sacrificar al empresario, no se entiende por qué se legisló fijando la excepción como regla y no al revés. “Se supone por mera inferencia práctica, que habrá muchos más pequeños concursos que no podrán recurrir al cramdown que grandes que si lo hagan”.³² Esto, porque en el marco de un pequeño o gran concurso, si la empresa es viable, sea pequeña, mediana o grande, vale la pena intentar el salvataje, porque si no lo fuera, los propios interesados lo decidirían y no se producirían las inscripciones en el registro, y ante esa ausencia la sociedad iría a la quiebra.

³² Acuña, Marta; Basile, Jorge; Naviera, Gustavo; y Truffat, Edgardo. “Algunas notas sobre el artículo 48 de la ley 24.522. Ejemplo práctico”. ED. T. 164. Pág. 1143.

Otro de los principios rectores del derecho concursal es el *principio de igualdad de todos los acreedores intervinientes*, por lo tanto, todos deberían encontrarse en un plano jurídico similar; sin embargo, se estaría vulnerando dicho principio, ya que sólo los acreedores de las sociedades tipificadas en el artículo 48 tienen la posibilidad de poder cobrar sus créditos mediante este procedimiento, y no así los acreedores del resto de los sujetos excluidos que serán declarados inevitablemente en quiebra. Otro beneficio adicional se manifiesta en el hecho de que tales acreedores tendrán una nueva oportunidad de cobrar sus créditos y hasta en mayor porcentaje, luego de haber votado desfavorablemente al acuerdo preventivo ofrecido por la concursada en el período de exclusividad.

Desde la óptica del deudor, la limitación de sujetos también tiene implicancias. Hay que considerar que éste es el principal interesado en continuar con el ejercicio de sus actividades comerciales, y aunque las circunstancias económicas llevaron a que la empresa cayera en estado de cesación de pagos, la presentación en concurso preventivo es voluntaria, lo que permite inferir que el propósito es lograr la conformidad de sus acreedores mediante un acuerdo preventivo y poner fin a sus problemas de orden financiero. De esta manera resultaría injusto privar sólo a un grupo de deudores de este interesante procedimiento como instancia intermedia entre el concurso preventivo y la quiebra, dado que configura un importante recurso de salvataje.

II.3.2. Sujetos Activos

Corresponde distinguir la situación de los acreedores y terceros interesados por un lado, y la de la sociedad concursada por el otro.

II. 3.2.1. Acreedores y terceros interesados

El artículo 48 legitima para participar activamente en el salvataje de la sociedad concursada a sus acreedores y a terceros interesados.

Si es acreedor, no importa que sea privilegiado o quirografario, verificado, admisible o inadmisibles; cualquier interesado, en suma. “Quedan comprendidos inclusive los acreedores laborales quienes, como ha sido destacado, por la vía del artículo 48, podrían acceder al gobierno de la sociedad y a la gestión de la empresa, sin riesgo alguno más allá de la pérdida de sus derechos patrimoniales, ya que el acreedor o tercero que formula una propuesta no se obliga por el pasivo de la concursada y pasa a ser socio de ella; en este

sentido, el contenido de la propuesta puede ser la capitalización de los pasivos proponiendo que los acreedores laborales tornen su crédito en participación societaria”³³.

No debe dejar de considerarse que, según la propia ley, los socios o accionistas son especialmente llamados a conformar la propuesta de adquisición de la participación societaria que fuera por un valor inferior al determinado por el juez (artículo 48, inciso 7, apartado b, ii, LCQ), lo cual demuestra que los socios y accionistas deben ser lógicamente ajenos a la posibilidad de participar en el procedimiento.

Respecto a la actuación de una sociedad anónima, ésta puede participar en el salvataje de otra sociedad anónima concursada, pero no en el de una sociedad de responsabilidad limitada o de una sociedad en comandita por acciones, pues a ello se opone lo dispuesto por el artículo 30 de la ley 19.550, ya que tal sociedad anónima no podría tener participación en estos tipos de sociedades. También puede participar en el de una cooperativa, pero con la condición de que reúna los requisitos establecidos por el estatuto de la cooperativa.

II.3.2.2. La sociedad concursada

Bajo la vigencia del texto originario del artículo 48, se negó la posibilidad de que la propia sociedad concursada participara en el procedimiento. La ley 25.589 modificó ese panorama al legitimar expresamente a la sociedad deudora.

En los antecedentes parlamentarios, el diputado Dumont expuso, aludiendo a la discusión del proyecto de ley, que “la sociedad concursada debía participar del procedimiento de cramdown con la posibilidad de mejorar o equiparar la oferta hecha en el período de exclusividad, otorgándole un derecho de preferencia”³⁴

Sin embargo puede notarse, recordando que el texto originario no habilitaba a la sociedad deudora a participar en esta segunda ronda, que la ley 25.589 la incorporó como sujeto activo pero sin otorgarle ninguna preferencia. El inciso 4 establece precisamente que “el deudor recobra la posibilidad de procurar adhesiones a su anterior propuesta o a las nuevas que formulase en los mismos plazos y compitiendo sin ninguna preferencia con el resto de los interesados oferentes”.

Dicha participación que ahora se confiere a la sociedad concursada no tiene la misma naturaleza ni persigue la misma finalidad que la conferida a los acreedores o terceros interesados. En efecto, estos últimos, según se expuso, harán ofertas para provocar una

³³ Heredia. Ob. Cit. Nota N° 27.

³⁴ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 19.

compraventa forzosa en su favor; en cambio, la sociedad deudora lo hace no en calidad de oferente para la adquisición de sus propias participaciones sociales o accionarias, sino como concursada para el arreglo de la deuda. Solamente se exige una condición para esta segunda vuelta u oportunidad que tiene la sociedad deudora, a saber, que algún tercero se hubiese inscrito con intención de participar en el salvataje. “Faltando tal inscripción, la sociedad concursada debe ser declarada en quiebra”.³⁵

Por un lado, resulta valioso que la sociedad concursada pueda continuar por una instancia más luchando por salvarse, teniendo en cuenta también, que deberá mejorar su propuesta rechazada en el período de exclusividad, no sólo por la no conformidad en este lapso sino además porque deberá resultar más atractiva que la de los terceros. Y por otro lado, es justo que no se le brinde preferencias por ley, dado que tuvo su oportunidad exclusiva y porque el propósito del instituto al fin y al cabo, es rescatar la empresa y no al empresario, y lo que no es de menor importancia es el derecho de los acreedores de hacer efectivos sus créditos.

II.4. Aspectos Generales

Entre los aspectos generales del régimen de salvataje pueden señalarse los siguientes:

- Es un proceso en el cual el salvataje está dirigido a la empresa.

Lo que persigue el sistema es que se pueda conservar la unidad empresarial, desvinculando la suerte de la misma de la figura de quienes resultan titulares de las acciones o cuotas representativas del capital social del deudor concursado.

- No se produce una sustitución del deudor concursado.

En efecto, el deudor concursado sigue siendo el mismo sujeto de derecho: la sociedad concursada. No hay una novación subjetiva de las obligaciones derivadas del acuerdo preventivo que se celebra como consecuencia del proceso de salvataje. Lo único que cambiará será el elenco de socios (accionistas o titulares de cuotas sociales) pero el deudor concursado mantiene su identidad.

- Los socios y accionistas asumen “ministerio legis” su verdadero carácter de acreedores subordinados.

Los socios, en las sociedades, son acreedores subordinados a los acreedores de la sociedad. Su crédito está representado socialmente –en la contabilidad– dentro de la cuenta Capital

³⁵ Heredia. Ob. Cit. Nota N° 27.

Social, la cual expresa en forma indubitable que existe un valor sobre los derechos del o los titulares del capital social sobre el activo, y un derecho a percibir, el valor liquidatorio a la finalización de la sociedad. Por ello es que la cuenta de Capital Social –que es una cuenta del Patrimonio Neto– para aumentar su saldo se debe acreditar (abonar). Es decir que existe coincidencia entre la variación que se opera en el saldo de la cuenta Capital y la variación de los saldos de las cuentas de activo y pasivo. El saldo de la cuenta Capital regularmente es acreedor, pues si así no fuere, habrían desaparecido todos los derechos del o de los titulares del capital social sobre el activo de la empresa. El Patrimonio Neto resulta del exceso del activo sobre el pasivo y representa la participación de los titulares del capital social y sus derechos sobre los recursos económicos. Ha sido clasificado en: a) capital suscrito –que es el que reúne las condiciones requeridas por la ley 19.550 de acuerdo con la tipicidad de la sociedad (acciones, capital comanditado, etcétera); b) ajuste de capital –que está configurado por el resultado de correcciones a la expresión monetaria del capital social y de los aportes no capitalizados–; c) aportes no capitalizados –que son aquellos aportes al patrimonio por los que no se ha incrementado el capital social–; d) ganancias reservadas –que son aquellas retenidas por la sociedad por expresa voluntad social o por disposición legal o estatutaria–; y e) resultados no asignados –que son aquellas ganancias o pérdidas acumuladas sin asignación determinada–.

Entonces, la contrapartida de la titularidad del capital social de una sociedad, por parte de los socios, representa un crédito contra la sociedad, el que debe ser satisfecho en oportunidad de la liquidación de la misma, luego de realizado el activo y cancelado la totalidad del pasivo social. De esta manera, el socio tiene un derecho patrimonial de crédito sobre el remanente liquidatorio de la sociedad, el cual es exigible sólo cuando han sido satisfechos todos los acreedores sociales. El crédito de los socios está subordinado a la percepción de los créditos por parte de los acreedores sociales. De allí que la ley 24.522 en el procedimiento de salvataje imponga a los socios compartir el sacrificio con los acreedores, ya que la resignación por parte de los acreedores de la sociedad de un porcentaje de sus acreencias harían crecer el valor del patrimonio neto, dándose el no querido efecto de que el acreedor subordinado quede en mejores condiciones de percepción de su crédito que los acreedores principales, cuando la subordinación está dispuesta por la ley 19.550 en beneficio de los acreedores sociales o principales.

● No hay transferencia de fondo de comercio, hacienda o establecimiento.

El procedimiento que dispone la ley 24.522 a través del artículo 48 ha sido delineado para mantener la figura del deudor concursado, con la integridad de su patrimonio.

- Los acreedores son los que otorgan el crédito.

Éste es un punto fundamental para la evaluación del salvataje. La decisión se encuentra en manos de los acreedores del concursado, quienes evaluarán la conveniencia de aceptar la propuesta de acuerdo proveniente de los terceros o la del deudor –al igual que pudieron evaluarla durante el período de exclusividad– u optar por no acompañar ninguna de ellas y permitir la declaración en quiebra del deudor en orden a una liquidación coactiva de sus bienes, con el objeto de que con su producido sean satisfechos sus créditos, íntegramente si el monto resultante fuera suficiente, o a prorrata de los mismos –respetando las preferencias y privilegios– si no alcanzaran.

II.5. Aspectos Particulares. Secuencia Procedimental

El procedimiento también contiene ciertas particularidades:

- La necesaria apertura del registro.

El régimen de registro fijado por la ley 24.522 para el sistema de salvataje tiene dos efectos principales:

- 1- importa el comienzo del procedimiento de salvataje, toda vez que sin la apertura del registro el salvataje no queda iniciado, y
- 2- habilita a los inscriptos para formular propuestas de acuerdo a los acreedores y negociar un acuerdo preventivo.

Por otra parte, la falta de inscriptos, vencido el plazo fijado por la ley, importará la clausura del sistema de salvataje y la declaración en quiebra del deudor.

- La designación del evaluador que procederá al cálculo del valor real de mercado de las cuotas o acciones sociales.

- La fijación del valor de las cuotas o acciones sociales por el juez.

- La legitimación por parte de los inscriptos temporáneamente en el registro habilitado en el juzgado para formular propuestas de acuerdo a los acreedores.

Sólo los inscriptos en el registro dentro de los plazos establecidos, se encuentran legitimados para formular propuestas de acuerdo a los acreedores y éste es el único alcance que debe darse a su intervención. En lo que se refiere a la propuesta, la misma no tiene limitaciones en cuanto al espectro de los acreedores involucrados en ella. De este modo, los interesados podrán efectuar propuesta sólo a los acreedores quirografarios, o también a los privilegiados, independientemente de que el concursado durante el período de exclusividad haya ofrecido propuesta a todos ellos o sólo a los quirografarios.

- La facultad de los inscriptos en el registro de mantener las categorías de acreedores establecidas por resolución judicial o proponer modificaciones.

El fundamento de la norma radica en la distinta naturaleza existente entre la propuesta del deudor originario (concurado), quien contaba con un procedimiento exclusivo para acceder a un acuerdo preventivo con sus acreedores, y lo que es un procedimiento posterior. Por ello es que los terceros, en orden al plan de recuperación u objetivos fijados para la reconversión, pueden variar la categorización de acreedores efectuada para el período de exclusividad.

- La posibilidad de modificar las propuestas a los acreedores.

Dicha posibilidad es restringida a los presupuestos dispuestos por la ley. No puede el proponente, vencido el plazo dispuesto por la ley, efectuar nuevas modificaciones a las propuestas. Esta posibilidad se vincula con la flexibilidad que pretende otorgarse al procedimiento, de modo que el interesado tenga un período donde pueda ir modificando su posición, y de allí la posibilidad de alterar las propuestas; aunque la limitación temporal de dichas modificaciones se relaciona con el necesario cálculo del valor de las cuotas o acciones sociales, el cual debe efectuarse con anterioridad al vencimiento del plazo fijado para que los acreedores o terceros inscriptos acompañen las conformidades bajo el régimen previsto.

- Respeto del principio de publicidad mediante la celebración de una audiencia informativa.

El nuevo régimen legal respeta el principio de publicidad y transparencia que debe regir toda negociación concursal, a través de la exigencia del registro habilitante, la presentación en el expediente de las propuestas de acuerdo y la celebración de una junta informativa. Ello permite que los acreedores conozcan a los habilitados que efectivamente han formulado propuestas, porque puede ocurrir que no todos los inscriptos en definitiva formulen posteriormente propuestas de acuerdo; las diversas propuestas que dichos habilitados hubieran formulado a los acreedores; y el avance de las negociaciones.

- Un régimen de garantía para el pago de las costas generadas por el concurso, adicionando a los pasivos computables, a los efectos del cálculo del precio, un porcentual para hacer frente a los gastos y costas.

- Un sistema de garantía de oferta y plazos perentorios de cumplimiento del pago de la adquisición, el cual, indefectiblemente, deberá ser materializado al contado y mediante depósito en el expediente.

El sistema dispuesto por la ley impone tanto plazos perentorios como la exigencia de que, juntamente con las conformidades, el legitimado debe depositar en el banco de depósitos judiciales, a la orden del juzgado, un importe equivalente al 25% del valor de la oferta con carácter de garantía de propuesta.

- La posibilidad de adquirir las cuotas sociales o acciones por un valor inferior al determinado por el juez y reducido posteriormente en proporción al sacrificio efectuado por los acreedores, en los casos en que el interesado acredite, juntamente con las conformidades de los acreedores, la conformidad de socios o accionistas que representen las dos terceras partes del capital social de la sociedad deudora.

Capítulo III: La metodología de valuación

Teniendo en cuenta las consideraciones expuestas en el marco teórico como introducción a nivel general respecto a todo proceso de valoración de empresas, este capítulo intentará profundizar en sus cuestiones pero inmerso particularmente en el sistema de salvataje previsto en el artículo 48 de la ley de Concursos y Quiebras, indagando en las modificaciones que sufrió el originario texto mediante ley 25.589 en lo referente a los incisos relacionados a la metodología de valuación de la empresa en crisis y concursada, por lo que es menester también, tomar en consideración las reformas a los artículos 39 y 262 de la misma ley.

Dado que el propósito de este capítulo, como ya se manifestó, es explorar la metodología de valuación y sus implicancias de manera específica, se analizarán los incisos y puntos referentes a ello.

El artículo 13 de la ley 25.589 derogó el artículo 21 de la ley 25.563, que a su vez había suprimido de la legislación el Cramdown. Sobre la base del artículo 48 anterior, la reposición del procedimiento especial de cramdown incluye reformas de importancia recogidas de la experiencia judicial, los debates doctrinarios y algunos proyectos de reformas anteriores. Se ha simplificado la redacción del texto con la incorporación de subtítulos que facilitan su lectura y comprensión. Además, se desgranaron los cinco incisos originarios en ocho, ganando el texto en claridad en cuanto a su tésis.

A fin de un mejor reflejo de las modificaciones, se exponen de manera comparativa los puntos reformados de los artículos bajo estudio según las leyes acordes, es decir, la originaria ley 24.522 y su modificatoria, ley 25.589.

ARTÍCULO 48: Supuestos Especiales

Ley 25.589	Ley 24.522
Inciso 1) Apertura de un registro para la inscripción de interesados en la adquisición	Inciso 1) Apertura de un registro para la inscripción de interesados en la adquisición

de las acciones o cuotas representativas del capital social de la concursada.	de la empresa en marcha, a través de la adquisición de las acciones o cuotas representativas del capital social de la concursada.
Inciso 1) Determinación de un importe para afrontar el pago de los edictos en la resolución de apertura.	<i>No se prevé.</i>
Inciso 3) En caso de existencia de inscriptos se designa el evaluador, quien deberá establecer el valor real de mercado de la empresa ponderando el informe general del síndico, incisos 2 y 3; altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos; e incidencia de los pasivos postconcursoales. Dicha valuación puede ser observada en el plazo de cinco días.	Inciso 1) El juez fijará el valor patrimonial de la empresa según registros contables en la resolución de apertura, tomando en cuenta el informe general del síndico y las observaciones que hubiere merecido. <i>La valuación no puede ser observada.</i>
<i>El mismo evaluador realiza dicho cálculo.</i>	Inciso 1) Designación en la resolución de apertura, de la institución o experto que procederá al cálculo del valor presente de los créditos.
Inciso 3) El pasivo adicional para gastos del concurso se estima en el 4% del activo.	Inciso 4) El pasivo adicional para gastos del concurso se estima en el 2,5% del pasivo computable.
Inciso 4) El deudor recobra la posibilidad de procurar adhesiones a su anterior propuesta o a las nuevas que formulase en los mismos plazos y compitiendo sin ninguna preferencia con el resto de los interesados oferentes.	<i>La sociedad deudora no tiene la posibilidad de competir en esta segunda ronda.</i>
Inciso 5) Audiencia informativa: la establece el juez al dictar la resolución que fija el valor de las cuotas o acciones, y constituye la última oportunidad para exteriorizar y/o modificar las propuestas.	Inciso 1) Audiencia informativa: la fija el juez en la resolución de apertura.

<p>Inciso 6) Comunicación de la existencia de conformidades suficientes: el primero debe hacerlo saber en el expediente. Si fuese el deudor, se aplican las reglas previstas para el acuerdo preventivo en el período de exclusividad. Si fuese un tercero, se aplican las del inciso 7.</p>	<p>Inciso 4) El primero de los registrados que obteniendo las conformidades documentadas en forma escrita, con firmas certificadas por escribano público, autoridad judicial o administrativa, y lo comunicara al juzgado con el acompañamiento del texto de las propuestas, adquiere el derecho de transferencia de las participaciones en caso de homologación.</p>
<p>Inciso 7) En caso de inexistencia de valor positivo de las cuotas o acciones, el tercero adquiere el derecho a la transferencia de la titularidad de ellas sin pago alguno a los socios o accionistas. En caso de valuación positiva, el importe judicial determinado se reducirá en la misma proporción en que el juez estime, previo dictamen del evaluador, que se reduce el pasivo quirografario a valor presente y como consecuencia del acuerdo.</p>	<p>Inciso 4) El valor fijado por el juez en la resolución de apertura, se reducirá en la misma proporción en que lo fuere el pasivo verificado y admisible tomado a valor presente considerando las modalidades del acuerdo.</p>
<p>Inciso 7) punto c) ii) En caso de acordar la adquisición de la participación societaria por un valor inferior al determinado por el juez, deberá obtener la conformidad de los socios o accionistas que representen las 2/3 partes del capital de la concursada.</p>	<p>Inciso 4) Para el caso en que la propuesta de adquisición de la participación societaria fuera inferior al valor determinado por el juez una vez reducido, se requerirá acreditar junto con las conformidades de los acreedores, la de los socios o acciones que representen la mayoría absoluta de socios o accionistas y las 2/3 partes del capital social de la sociedad deudora.</p>

ARTÍCULO 39: Informe General

	Ley 25.589	Ley 24.522
--	------------	------------

Inciso 2)	La composición actualizada y detallada del activo, con la estimación de los valores probables de realización de cada rubro, incluyendo intangibles.	La composición detallada del activo y del pasivo, debiendo estimarse los valores probables de realización de cada rubro del primero.
Inciso 3)	<i>Incorporado.</i> La composición del pasivo, que incluye también, como previsión, detalle de los créditos que el deudor denunciara en su presentación y que no se hubieren presentado a verificar, así como los demás que resulten de la contabilidad o de otros elementos de juicio verosímiles.	
Inciso 9)	<i>Eliminado.</i>	Valuación patrimonial de la empresa, según registros contables.
Inciso 10)	<i>Incorporado.</i> Deberá informar, si el deudor resulta pasible del trámite legal prevenido por el Capítulo III de la ley 25.156, por encontrarse comprendido en el artículo 8 de dicha norma.	

ARTÍCULO 262

	Ley 25.589 Evaluadores	Ley 24.522 Estimadores
Función	Valuación de las acciones o cuotas representativas del capital en el caso del artículo 48.	Cálculo del valor presente de los créditos en los casos previstos por el artículo 48 inciso 4.
Sujeto	Bancos de inversión, entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina o	Bancos comerciales o de inversión, instituciones financieras o expertos en materia

	estudios de auditoría con más de diez años de antigüedad.	financiera.
Lista	Cada cuatro años la Cámara de Apelaciones formará una lista de evaluadores.	Cada cuatro años la Cámara de Apelaciones abrirá un registro para que se inscriban los interesados.
Designación	De la lista, el Comité de Acreedores propondrá una lista de evaluadores sobre la que elegirá el juez.	<i>No se prevé la intervención del Comité de acreedores.</i>
Inexistencia de lista	Si no existiese tal lista por falta de inscriptos, el Comité de Acreedores sugerirá al juez dos o más evaluadores que reúnan similares requisitos.	En caso de ausencia o insuficiencia de inscriptos, el juez puede designar al Banco de la Nación Argentina.
Remoción	<i>No se prevé.</i>	Se regirá por las disposiciones del artículo 255.
Remuneración	La fijará el juez en la misma oportunidad en que regule los honorarios de los demás funcionarios, sobre la base del trabajo efectivamente realizado sin consideración del monto de la valuación.	Se fijará entre el 0,3% y el 0,5% del valor resultante de su actuación, no pudiendo ser inferior a uno ni superior a cinco sueldos del secretario de juzgado de primera instancia.

III.1. La metodología de valuación originaria

Puede observarse que bajo el régimen anterior a la reforma del año 2002, un único inciso abarcaba el procedimiento de conformación del valor de la empresa. La fijación del valor patrimonial de la empresa se determinaba al abrirse el módulo del cramdown, tal como lo ordenaba el inciso 1 del artículo 48, y era de fundamental importancia ya que constituía uno de los dos grandes rubros de los cuales debían surgir las cifras finales, siendo

el otro, el valor presente de los pasivos. Eran determinados por sujetos y en momentos procesales distintos.

Entonces, al primer rubro lo fijaba el juez según registros contables sobre la base del informe general del síndico y sus posibles observaciones, en el inicio mismo del mini proceso. El segundo era calculado por el estimador durante su transcurso, ya que es un requisito contar con las propuestas efectuadas a los acreedores, que sólo el desarrollo procesal puede aportar.

Para comenzar el análisis es importante conocer que el informe sindical plasmado en el originario artículo 39, constituía el principal antecedente de la valuación, y se refería a valores en dos oportunidades. En el inciso 2 ordenaba como contenido la composición detallada del activo y del pasivo, estimando los valores probables de realización de cada rubro del primero; y en el inciso 9, la valuación patrimonial de la empresa según registros contables.

De esto se infiere que la ley preveía dos formas básicas de valuación de una empresa, con dos objetivos distintos; configurado en que el inciso 2 reflejaba el valor de realización para el supuesto de una quiebra liquidativa; mientras que el inciso 9 se refería al valor de empresa en marcha para las hipótesis de cramdown, lo que resulta razonable si se considera que lo perseguido es la transferencia de las participaciones sociales.

El inciso 2 consideraba al patrimonio del deudor desagregado, es decir, rubro por rubro, tratándose de una posición estática proporcionando posibles valores de venta dentro de la liquidación en la quiebra, lo cual no tiene significado en el proceso concursal tendiente a la continuación de la empresa. En cambio el inciso 9 miraba aquel patrimonio globalmente, como unidad, como algo integrado apuntando a un futuro salvataje visualizando la empresa como un organismo dinámico y funcional.

Como expresa Mosso³⁶, “el inciso 2 indicaba lo que se podía conseguir en la quiebra, y el inciso 9 lo que valía la empresa al salvarla de aquella mediante el cramdown”.

Esto evidencia que un ente tiene otro valor que el de realización de sus propios activos singulares, porque la organización de sus bienes enderezados a la producción implica un plus que es propiamente un bien.

Es de ponderar, que cuando los terceros toman conocimiento de que la empresa ha entrado en un proceso concursal, se vuelven reacios a pagar las cuentas que le deben, deciden cambiar de proveedor, y todo esto redundando en la inmediata subvaluación de la

³⁶ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8.

empresa. Más aún cuando la decisión es el cierre. En consecuencia el más grave daño, se verifica en los activos intangibles, los cuales en determinados casos tienen más valor que los mismos tangibles y pueden constituir el punto de partida de una posible negociación de salvamento o de recuperación de las inversiones en tecnología, know how, goodwill, marcas auto generadas, etcétera. Por lo expuesto, si los métodos de valuación se realizan para las empresas en marcha, el valor se acrecienta, especialmente por los activos intangibles, por las reservas ocultas y por las expectativas del negocio cuando se está generando valor, lo que implica el enfrentamiento a un fenómeno difícil de estimar en términos numéricos. Contrariamente en las empresas en liquidación, los distintos métodos apuntan más a la subvaluación, ya que no se estaría hablando de valuación propiamente, sino de un valor de liquidación en un proceso ordenado.

Entonces, en los casos de empresas en procesos de salvataje, es lógico que su valuación se debería realizar respetando la óptica de la empresa en marcha, ya que la propia ley exige la ponderación del valor de los intangibles; considerando las dificultades por las cuales atraviesa, el nivel de inversión requerido para superar la crisis y las posibilidades de éxito del proyecto de inversión referido a una tasa de retorno determinada.

III.1.1. La falta de conocimientos apropiados del Juez para valorar

Es importante tener en cuenta, que la falta de conocimientos contables por parte del juez para efectuar una estimación propia y el limitado tiempo que disponía para fijar ese valor patrimonial de la empresa ha implicado que dicho magistrado se apoyara en las conclusiones del informe general y fijara tal valor directamente en la cifra que el órgano concursal hubiera determinado como el patrimonio neto de la concursada. Uno de los casos jurisprudenciales que recepta esta situación es el de “José y Pedro Martín SA”: “para la fijación del valor de la empresa se ha tomado el llamado patrimonio neto según libros, teniendo en cuenta que: a) el informe general de la sindicatura no ha merecido observaciones ni del deudor ni de los acreedores; y b) la valuación sindical se basa, a su vez, en estados contables realizados según las normas respectivas para su confección. Resultando razonable el criterio utilizado por la sindicatura para establecerlo, tomamos el mismo para fijar el valor patrimonial de la empresa según registros contables”.

La compleja fórmula destinada a fijar el valor base en el cramdown era una norma imperativa a cargo del juez, quien tenía libertad de criterio, y para realizar la determinación contaba como antecedentes con el informe general del síndico y las observaciones que los

interesados pudieren haberle formulado. A pesar de disponer de un plazo relativamente amplio para hacer los propios cálculos, que iba desde el informe general hasta el momento de apertura del registro (entre 60 y 90 días hábiles), lo cierto es que el juez no podía aplicarse inmediatamente a las complicadas operaciones que sólo tenían utilidad si el deudor no obtenía las conformidades en el período de exclusividad, ya que implicaba embarcarse en difíciles determinaciones económicas que sólo eran de aplicación eventual. Por ello, en casi todos los casos de cramdown, los jueces aceptaron la evaluación que el síndico debía practicar para su inclusión en el Informe General. Bajo el régimen anterior, era notable que en la medida que no existieran observaciones al valor patrimonial determinado por el síndico en oportunidad de presentar su informe general y el juez lo considerara procedente, sería el mismo que luego se emplearía para el procedimiento del salvataje varios meses después. “Siguiendo esta línea de razonamiento, con bastante antelación se llegaba a la conclusión que se sabía cuál sería, al menos en forma aproximada, el valor patrimonial que se emplearía en el procedimiento de cramdown”.³⁷

En el auto de apertura del registro de “Canga SA” para la inscripción de interesados, el juez determinó como valor de la empresa la cantidad de \$ 800.000, fijado por el síndico en el Informe General.

Por otra parte, el valor patrimonial negativo acontece por primera vez, en el caso “Frannino Industrias Metalúrgicas SA”, fallo del cual se extraen varias interpretaciones: los criterios de valuación se deben efectuar teniendo en cuenta los activos intangibles, flujos de caja pasados y presentes, margen de utilidades en el proceso de producción o comercialización, etcétera; no es un valor simplemente estático sobre la base de la comparación del activo realizable y el pasivo contraído, como tampoco es un balance de liquidación; es una verdadera valuación patrimonial de la empresa. Pero la práctica demostró que los jueces no tenían tiempo para realizar los complejíssimos cálculos de valuación de una empresa en estado de concurso preventivo, con pasivos pendientes de verificación y otros en estado de difícil determinación, como los denunciados y no insinuados, sin pensar en las determinaciones impositivas de oficio y menos aún los activos intangibles. Por ello, precisamente, en los cramdown producidos, la determinación del primer componente de la fórmula en la resolución de apertura, fue realizada por el juez tomando los valores contenidos en el informe del síndico del artículo 39 inciso 9. En el caso “Frannino”, el informe del síndico estableció un valor negativo de \$ - 2.330.000 que el juez reputó correcto.

³⁷ Turco, Graciela. “El cálculo financiero en el salvataje del artículo 48 de la ley de concursos N° 24.522”. II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia. IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Pág. 532.

“Obviamente, al no tener la empresa valor positivo, es decir, sin valor económico, se prescinde de la función del estimador del valor presente, ya que en estas circunstancias no puede técnicamente practicarse reducción de ninguna naturaleza”.³⁸

Puede notarse por lo expuesto, que bajo este régimen era relevante examinar, a los fines de la valuación, el papel que la contabilidad de la sociedad concursada desempeñaba para corroborar si el sistema establecido era idóneo para reflejar el valor real; en otras palabras, para confirmar si sus registros contables suministrarían los datos necesarios para determinar el valor de la empresa.

III.1.2. El papel de la contabilidad en la determinación del valor de la empresa

Es notable entonces que bajo esta regulación originaria, los registros contables fueran de fundamental trascendencia, y más aún, dado que la contabilidad muchas veces, como se ha reflejado en varios casos jurisprudenciales (el más reconocido es el de “Ferroviaria SA”), puede ser descalificada por defectuosa o insuficiente. De este modo se configuraría una inconsistencia en el valor determinado, siendo una ficción por el hecho de que la ley obligaba a considerarla. De aquí la importancia de analizar los aspectos de la contabilidad en el ámbito específico del cramdown, ya que justamente, éste fue uno de los temas que generó innumerables debates doctrinarios al dudar de la suficiencia de la contabilidad como base del valor de la empresa.

De esta manera es importante indagar en los conceptos que rodean una contabilidad regular. A saber, la contabilidad se ocupa de la recopilación, registración e interpretación de los datos numéricos referidos a la actividad de entes económicos; se encuadra necesariamente dentro de la economía del mercado, dado que analiza la actividad de los entes cuya finalidad es fundamentalmente económica para brindar información.

Entonces, entre las finalidades más importantes de la misma, está la de brindar información sobre la vida económica de los entes o empresas, actuando como medio para ofrecer e interpretar información acerca de hechos que están registrados en libros específicos. En este sentido es importante destacar la existencia de un código de transmisión, en función del cual se elaboran los datos para ser interpretados por quien los

³⁸ Dasso, Ariel. “La cooperativa cramdista de la empresa sin valor residual”. La Ley 1999-B, 362.

recibe; y estos códigos, se refieren tanto a las definiciones o principios contables tenidos en cuenta para la elaboración de las reglas a aplicar, como a las normas contables, que son las reglas mismas.

La información contable es la captación y sistematización de datos obtenidos a partir de la contabilidad del ente, referidos a su patrimonio y evolución en el tiempo, los bienes de propiedad de terceros en su poder y ciertas contingencias. Las formas de presentar o exponer estos datos se hace a través de estados contables, que son modos de organizar la información obtenida a partir de la contabilidad, cuando ésta se destina a brindar informes a terceros ajenos a la empresa. Los estados contables básicos son: el balance o estado de situación patrimonial, el estado de resultados, el estado de evolución del patrimonio neto, y el estado de flujo de efectivo.

Conforme a la Resolución Técnica N° 16 emanada de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE), el objetivo de los estados contables es proveer información sobre el patrimonio del ente emisor a una fecha y su evolución económica y financiera en el período que abarcan, para facilitar la toma de decisiones económicas.

La situación y evolución patrimonial de un ente interesa a diversas personas que tienen necesidades de información no totalmente coincidentes. Entre otras, puede citarse a los inversores actuales y potenciales, interesados en el riesgo inherente a su inversión, en la probabilidad de que la empresa pague dividendos y en otros datos necesarios para tomar decisiones de comprar, retener o vender sus participaciones.

Para cumplir con su finalidad, la información contenida en los estados contables debe reunir requisitos, los que deben ser considerados en su conjunto y buscando un equilibrio entre ellos, mediante la aplicación del criterio profesional. Éstos son: pertinencia; confiabilidad (que incluye: aproximación a la realidad -que implica a su vez esencialidad, neutralidad e integridad-; y verificabilidad); sistematicidad; comparabilidad; claridad; oportunidad; y equilibrio entre costos y beneficios.

Las normas contables de valuación, son las que tratan la medición y valoración del patrimonio, teniendo en cuenta su evolución en el tiempo. Se aplican tanto a los activos como a los pasivos de la empresa. “Son activos los recursos económicos del ente. Para éste, un bien es un activo si se cumplen estas condiciones: a) debe tener utilidad económica (es decir, un valor de cambio o de uso sin que la existencia de un costo sea un requisito); b) el acceso a los beneficios que produce debe estar bajo el control del ente; c) el derecho del ente sobre el bien o el control de los beneficios debe tener su origen en una transacción u

otro hecho ocurrido con anterioridad. Son pasivos las obligaciones de entregar dinero o bienes o prestar servicios. Un pasivo tiene tres características esenciales: a) engloba una obligación hacia otro(s) ente(s) que debe ser cancelada mediante un sacrificio de recursos a una fecha determinada o determinable o debido a la ocurrencia de cierto hecho o a requerimiento del acreedor; b) la posibilidad de evitar dicho sacrificio no está sujeta al albedrío del ente obligado; c) el hecho o transacción que obliga al ente ya ha ocurrido.

Para reconocer contablemente a un activo o un pasivo deben cumplirse las condiciones indicadas y ser “factible su medición sobre bases objetivas y verificables”. Por esta razón, es normal que los estados contables de las empresas excluyan a los intangibles no identificables autogenerados, como el valor llave y sus componentes, cuya valuación y medición de costos son dificultosos.”³⁹

Las Resoluciones Técnicas en vigencia en materia de valuación, son las RT N° 17 y N° 18, las que en su aplicación tienen el alcance que les dieron las respectivas jurisdicciones (Capital Federal y Provincias). Éstas clasifican a su vez, las normas de valuación en generales y particulares respectivamente.

Las normas generales de valuación y medición, proporcionan definiciones fundamentales a seguir en materia contable relativas al patrimonio neto a mantener, que es el capital financiero o cantidad de pesos invertidos en la empresa; la unidad de medida a utilizar, que es la monetaria, y dentro de ella, la de moneda constante u homogénea; y el criterio de medición o valuación, que es el de valores corrientes o de mercado, tomados al momento de cada medición.

Las normas generales de valuación comentadas, pretenden que los valores contables que se asignen a los bienes, tanto activos como pasivos, sean los valores que los mismos tienen en el mercado, teniendo en cuenta que se está valuando una empresa en marcha con un desarrollo normal de sus negocios, o empresa in bonis. Si por las características particulares del bien a valorar no existe un valor de mercado y deben tomarse los valores de incorporación al patrimonio o valores históricos, estos deberán estar expresados en moneda homogénea, esto es, actualizados al momento de la formulación de los estados contables.

Las normas particulares de valuación y medición del patrimonio definen los valores que pueden asignarse a los distintos rubros del activo, pasivo y patrimonio neto, en particular.

³⁹ Fowler Newton, Enrique. “Contabilidad Superior”. Capítulo 1: Cuestiones contables fundamentales. Pág. 7.

Es apropiado no dejar de considerar las normas contables legales, que son las contenidas en las reglas de Derecho positivo que obligatoriamente deben aplicar los emisores de estados contables. Pueden emanar del Código de Comercio o de la Ley de Sociedades Comerciales, o regular alguna actividad específica como la intermediación financiera, o estar dirigidas a empresas que cotizan sus acciones en Bolsas o Mercados de Valores.

Por lo expuesto, se puede inferir que frente a una contabilidad regular y cálculos efectuados según las normas habitualmente aceptadas, el tema no hubiera generado mayores dificultades prácticas. Ahora bien, el conflicto se presentaba, si por ejemplo la concursada no tenía su contabilidad al día, o si su último ejercicio vencido no estaba aprobado. Sin embargo, no puede excusarse que el artículo 39 en su inciso 3 (ahora en el inciso 4), establece que el síndico debe expedirse también sobre los libros de contabilidad y dictaminar sobre la regularidad y/o deficiencias, para determinar si se ha llevado una contabilidad con arreglo a derecho. Como exponen Fassi y Gebhardt⁴⁰, “este dictamen era valioso a los fines del inciso 9 del mismo artículo; ya que se entiende que la actividad de auditoría que se debe practicar al efecto, permitiría evaluar la consistencia de los registros contables de la concursada y de los balances que resultaran de la misma”. Esto sustentaría la validez del régimen contable.

Entonces, los planteos giraban en relación a que los registros contables podían estar desactualizados respecto de los valores de mercado ya que se dejan de lado otros factores, lo que implicaría acusar valores inferiores a aquellos. No se consideran incidencias inmateriales como la situación competitiva de la empresa, su importancia en el ramo de actividad, la clientela; los cuales son elementos que forman su valor y que pueden tener un importante valor de mercado. Los registros no aprehenden estos factores dinámicos, y aunque es cierto que se tiende a que la información contable sea lo más próxima posible a valores corrientes, las propias normas para la confección de estados lo impiden, por ejemplo en el caso de los intangibles autogenerados. No obstante, es una visión realista el advertir que “el valor real de los activos no puede suponerse igual al valor contable, ya que debe tenerse en cuenta, mínimamente, que: 1) la inmovilización de capital invertido en maquinarias, bienes de uso e inmuebles, no refleja la realidad fidedigna de su valor de mercado; asimismo la ausencia de un mercado para ciertos bienes de capital que por su antigüedad son más difíciles de disponer para su venta, complica aún más la situación; 2)

⁴⁰ Fassi, Santiago y Gebhardt, Marcelo. “Concursos y quiebras”. Ed. Astrea. 1998.

los estados contables, en virtud de su atributo de mensurabilidad, sólo pueden brindar información que se preste a una cuantificación en unidades monetarias, dejando fuera hechos significativos relacionados con la empresa que no se prestan a esta forma de medida; 3) la estructura de financiación de los activos que dependerá de la participación propia o ajena para poder determinar lo más o menos riesgoso de participar en la empresa; 4) la posibilidad de que no se reflejen activos intangibles de gran valor y que son el motor fundamental para la generación de ingresos de la empresa; 5) el criterio personal en la preparación de los estados contables; 6) la inestabilidad de la moneda, etcétera”⁴¹.

La contabilidad si bien en principio, refleja la verdad patrimonial de la empresa a un momento determinado, no exterioriza la verdadera situación económica de la misma representada en la capacidad de ésta en generar flujos futuros. Ello en razón de que según sean los criterios de amortización, de valuación de activos tangibles o intangibles que se aplique, serán distintos los valores que ésta arrojará. Así, también es práctica generalizada la confección de balances a los efectos impositivos, es decir, balances que no reflejan la realidad de la empresa porque tienden a minimizar el impacto fiscal; y de manera contraria, también se confeccionan balances inflados con el objeto de mostrar una situación financiera menos perjudicial a los fines de transformarse en sujetos de créditos, o para no perjudicar el valor de cotización de sus acciones para el caso de que éstas coticen en bolsa.

“La contabilidad se ha vuelto cada vez más irrelevante, en el sentido que el sistema creado por Luca Pacioli hace 500 años no se adapta a los cambios profundos que han provocado las economías globalizadas y la mundialización de los mercados, no puede captar la nueva economía en la que el valor se crea a través de activos intangibles. Partiendo del supuesto que los balances sean conformados objetivamente y en un todo, de acuerdo a las normas contables generalmente aceptadas, se considera que el principal punto de cuestionamiento ya no es la referencia a los distintos criterios de valuación de activos tangibles o intangibles, sino más bien, que tales criterios no tienen en cuenta los métodos de valuación de empresas basados en la realidad económica tenidos en cuenta por los agentes económicos en oportunidad de realizar o no una inversión”.⁴²

Actualmente la decisión de inversión adquiriendo una empresa comienza por visualizar a esta misma como si fuera otro activo dentro de las distintas posibilidades de inversión en activos financieros, es decir, que la inversión comprando una empresa es “una” de las opciones que tiene quien desea aplicar recursos, por lo tanto, a aquella debería

⁴¹ Razzetto, Daniel. “Ley 24.522, artículo 48: un enfoque de valuación”. JA 1996 – III – 935.

⁴² Villar, Sebastián y Santamaría Suárez Lago, Gilberto. “El valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso y la valuación de empresas por parte de los agentes económicos”. La Ley Online.

mirársela desde un enfoque financiero de valuación de activos, tratándola como un activo financiero más. Desde esta óptica no serviría el valor libros porque elude toda consideración económica y financiera, y justamente, lo que todo inversor tiene en cuenta, es la capacidad de generación de flujos de fondos que tienen los activos que adquiere. Por esto, todo negocio que no genere rentabilidad o que no tenga compradores interesados, no tendría valor, con independencia del patrimonio que figure en los libros.

El valor contable, que en otros tiempos era una variable importante en la toma de decisiones sobre inversiones, ha ido perdiendo importancia. La razón fundamental de ello, es que “en el análisis de inversiones se hace hincapié en la rentabilidad y ya no en la magnitud de los activos”⁴³. Esto refleja otro motivo que adiciona al criterio de descartar la valuación contable en este proceso específico.

Igualmente lo sustenta Rotman⁴⁴ en su exposición al expresar que “debido a que los procedimientos de salvataje previstos en la ley vigente pueden implicar el cambio de propiedad empresaria a través de una transferencia forzosa de acciones, y la reforma de mayo del año 2002 consideró que tales transferencias se basen en valores reales de mercado estimados por especialistas, en lugar de valores contables y/o intangibles determinados por la sindicatura concursal; de esta manera, se evitaría que eventuales distorsiones contables y de interpretación financiera pudieran afectar el derecho de los accionistas de recibir el real valor de sus acciones, sin abusos, con idéntico descuento que los acreedores, en la instancia que conduciría de otro modo a la quiebra y liquidación”.⁴⁵

La contabilidad es algo estático, fijo, muestra a un momento determinado hechos del pasado, lo que fue. Contrario sensu, el análisis económico y financiero, si bien parte de la información que aporta la contabilidad, tiene en cuenta también otros factores tanto macro como microeconómicos que hacen a la determinación de las posibilidades ciertas de existencia de ganancias.

A modo de ejemplo se cita “el índice de las 500 empresas de Standard & Poor; 500 de las mayores empresas de los Estados Unidos, muchas de las cuales no son del sector de alta tecnología, en las que la relación entre el valor libros y la capitalización de mercado de ellas, es decir, la ratio entre el valor activo neto de la empresa (el número que aparece en el balance, que es lo que la contabilidad tradicional mide) y el valor de mercado de esas compañías representa sólo entre el 10% y el 15% del valor de esas empresas”.⁴⁶

⁴³ Razzetto. Ob. Cit. Nota N° 41. Pág. 935.

⁴⁴ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

⁴⁵ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

⁴⁶ Villar y Santamaría Suárez Lago. Ob. Cit. Nota N° 42.

Se puede inferir de los antecedentes parlamentarios, que la ley fijó el valor dado por el deudor a la empresa en su contabilidad. Sin embargo los redactores explicaron que el criterio “según registros contables” no significaba que el valor de la empresa fuera igual al valor libros sino sólo un punto de partida, porque el síndico debía valorar la empresa como estaba, considerando las críticas dificultades por las que atravesaba.

No obstante se advierte, que los criterios utilizados por las normas contables profesionales en vigencia, para valorar los rubros activos y pasivos, tratan de: acercarse lo más posible a los valores corrientes o de mercado, por lo que siempre que se pueda determinar razonablemente el valor de mercado del bien, es éste el que se debe utilizar; considerar que los bienes del activo deben tener utilidad económica para que el ente en cuestión los incluya en su patrimonio, es decir, que deben ser aptos para brindarles beneficios futuros; utilizar como unidad de medida la monetaria, y dentro de ella, la de moneda constante u homogénea, para evitar la distorsión de las mediciones por efecto de la inflación; y contemplar los hechos futuros de probable ocurrencia, tanto activos (futuras ganancias) como pasivos (futuras pérdidas). De allí, que el valor de libros, si estuviera correctamente expresado, no sólo no representaría un valor histórico, sino tampoco un valor estático o estado de situación fijo de la riqueza a un momento determinado del tiempo. Si bien es cierto que, como toda valuación, debe estar necesariamente referida a un determinado momento, no por ello deja de contemplar los valores futuros a obtener (contingencias futuras).

Tampoco puede desconocerse que las normas profesionales fueron elaboradas para las empresas sin dificultades económicas, las llamadas *in bonis*, más precisamente las resoluciones técnicas son aplicables siempre y cuando esté presente el concepto de empresa en marcha; y en la actualidad no se han dictado normas profesionales para valorar patrimonios de empresas en crisis, las que pueden estar además, concursadas como son las comprendidas en el salvataje. Por ello, las normas contables profesionales, deberían ser interpretadas y aplicadas para el fin previsto en las mismas, esto es registrar y valorar las transacciones de los entes con una actividad regular y solvente. Pero si la empresa es insolvente, y más aún, si se encuentra en estado de cesación de pagos y éste se ha exteriorizado abriéndose un concurso, las normas contables deberían adecuarse para que su aplicación refleje una determinada finalidad perseguida por el legislador, como son las valuaciones requeridas por la ley de Concursos y Quiebras.

Al respecto se ha dicho que es importante también tener presente para cuál finalidad se van a usar los datos contables, para sobre esa base, elaborar los datos o las

informaciones de que se dispone, de una forma que sea comprensible y útil para aquel que recibe la información. Uno de los grandes daños que se ha hecho en el campo contable, es el de creer que los datos sirven para cualquier cosa, y no es así, ya que para cada finalidad, para cada objetivo, se hace necesaria una elaboración de datos contables específicos.

Teniendo en cuenta además, que “las normas contables regulan la presentación de estados contables para todo tipo de entes y sirven de marco de referencia para la elaboración de normas particulares para las actividades especiales que lo requieran, ante la carencia de normas contables particulares para empresas en crisis se deberían aplicar las normas contables de las empresas in bonis, pero como marco referencial, adecuándolas a las finalidades requeridas por la ley de Concursos y Quiebras”⁴⁷.

También desde el lado del pasivo pueden surgir algunos desajustes entre registros y realidad en caso de deudas mal contabilizadas o directamente ignoradas de incorporar; pero como se forma judicialmente a través de la etapa verifcatoria, con posibilidades de intervención de todos los interesados, las dificultades serán normalmente menores que con la determinación de los activos.

Entonces, las reglas que permiten medir a los activos según registros contables resultan del conjunto de normas legales y del cuerpo de resoluciones técnicas vigentes en materia de preparación de estados contables; y el pasivo de la empresa concursada es objeto de un tratamiento especial, ya que deberá someterse al proceso verifcatorio con el fin de tener reconocimiento; por lo tanto, el pasivo insinuado durante el concurso tiene un mecanismo de auditoría fijado por la propia ley en el que participan todas las partes involucradas.

Algo original de la mecánica del instituto es que se transfieren tanto los activos como los pasivos en virtud de diferentes actos jurídicos pero dentro de una sola operatoria, vehiculizada en la sentencia de homologación. Los activos llegarán a través de la transferencia de las participaciones societarias, por tanto no por compra directa de los bienes singularmente considerados, sino indirectamente a través de la adquisición del capital. Los pasivos son adquiridos no en forma personal por el tercero, sino a mérito del acuerdo preventivo celebrado con los acreedores, lo que constituye la condición imprescindible para el salvataje.

La metodología de cálculo que exigía el artículo 48 bajo este régimen implicaba partir del total nominal del pasivo concursal y cuantificar el valor presente de los créditos.

⁴⁷ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Págs. 496/499.

Comparándolos, se obtenía el porcentaje de reducción que sufrían los acreedores en sus acreencias, el cual se aplicaba trasladándolo sobre el valor patrimonial inicial fijado en la apertura, según el inciso 1. Con ello se obtenía el valor patrimonial final ya castigado por el perjuicio anterior.

El fundamento de la fórmula de la quita porcentual es que permite el rescate de la unidad productiva, a la vez que impone un principio de equidad en virtud del cual los titulares del capital social de la sociedad concursada (socios o accionistas), comparten el sacrificio común de los acreedores.

Algunas opiniones que han planteado divergencias respecto a la utilidad de esta normativa y con relación a los perjuicios que para el deudor podrían derivarse al ser empleada en el supuesto del régimen de salvataje, son las siguientes:

Rivera, Roitman, y Vítolo manifestaron que “la fijación del valor patrimonial por parte del juez no era una nueva determinación de lo que se denomina valor libros de la empresa, sino que por el contrario, para la ponderación del valor debían tomarse en cuenta dos aspectos: el informe general del síndico y las observaciones que ese informe hubiera merecido. Luego de la ponderación de ambos antecedentes, se procedía a fijar el valor según registros contables. Esto implicaba disponer la determinación de un valor utilizando todos los elementos que le suministraban dichos registros contables (punto de partida o de referencia para la evaluación), pero no necesariamente el valor asignado a los bienes por la contabilidad del concursado. De allí la importancia que tenía el informe general del síndico y el fundamento que este debía otorgar a su valuación para permitir que el juez cotejara dichos fundamentos con las observaciones que los interesados formularan al informe, y con sus propios elementos de juicio”⁴⁸.

Por otro lado Lorente opinaba que “este mecanismo de valuación de la empresa concursada por el juez ocurría insuficiente y altamente peligroso; ello así por cuanto a una valoración meramente contable o de libros pueden escapar elementos que coadyuvan a un real y efectivo valor de la empresa pero que no figuran en los registros contables. Así por ejemplo, todos aquellos elementos que conforman el inmaterial, pero evidente valor llave de una empresa en marcha. Este valor, meramente contable elude toda consideración económica y aún financiera de esa empresa, tanto la capacidad de esa unidad económica de

⁴⁸ Rivera, Julio; Rotman, Horacio y Vítolo, Daniel. “Concursos y quiebras. Ley 24.522”. Tomo I. Ed. Rubinzal Culzoni. 2002.

generar rentabilidad como la financiera capacidad de la misma de generar flujo de fondos positivos siendo completamente ajenas al valor de la empresa”⁴⁹.

Pucich por su parte, entendía que “al momento de practicar el informe respecto de la determinación de la valuación de la empresa según registros contables, debía realizarse un análisis profundo de su situación, teniendo en cuenta en qué estadio o etapa de su vida se encontraba la empresa concursada y formulando los informes contables que requiriesen los distintos actuantes en el proceso concursal con estricto cumplimiento del conjunto de normas legales y profesionales y que representase de la mejor manera posible la realidad patrimonial y financiera de la empresa en crisis; es decir, que el síndico debería verificar en primer lugar que los balances confeccionados por la entidad concursada se ajustasen a las normas legales y profesionales, y en caso de que se comprobase la existencia de diferencias, realizar los ajustes respectivos, determinando el Informe del inciso 9 del artículo 39 y justificando las diferencias”⁵⁰.

III.1.3. Los conflictos concebidos efecto de la expresión “empresa en marcha”, hoy eliminada

Dicha expresión generó innumerables debates ante la duda de que el concepto “en marcha” constituyera o no requisito fundamental para la apertura del cramdown. Sin embargo, cabe notar que la reforma de la ley 25.589 lo eliminó, aunque la doctrina y la jurisprudencia ya se habían encargado de confirmar la negativa. Los fundamentos se circunscriben a los siguientes análisis.

El sistema del salvataje no se localiza en el mantenimiento directo de la actividad, sino en un juicio de conveniencia respecto de la viabilidad de tal procedimiento a cargo del mercado referido a la presencia de interesados quienes a través de la inscripción en el registro exteriorizan la posibilidad del objetivo final de la ley: evitar la quiebra.

De otro lado, empresa es organización más actividad pero la inexistencia ocasional o temporaria del funcionamiento no significa la exclusión del concepto. En la hipótesis de la empresa que no funciona puede darse, no obstante, la existencia de una cantidad de elementos intangibles no dinámicos integrantes de su patrimonio que despierten el interés

⁴⁹ Lorente, Javier. “Valuación de la empresa en concurso preventivo según el reformado artículo 48 de la ley de concursos y quiebras (ley 25.589)”. AA.VV. Emergencia crediticia y reformas al régimen concursal argentino. Ed. Ad Hoc. Buenos Aires. 2002.

⁵⁰ Pucich, Marisa y Pucich, Aurelio. “Valuación patrimonial según registros contables de empresas concursadas”. XI Jornada de Actuación Judicial. Colegio de Graduados en Ciencias Económicas. Agosto 1999.

de terceros porque su posibilidad de uso o aprovechamiento ulterior, latente, exhibe contenidos susceptibles de mantener interés en el mercado.

Cuando se advierte en la empresa la existencia de contratos en curso de ejecución pendiente aunque paralizados, determinados derechos como pueden ser concesiones de explotación o adjudicaciones en licitaciones de obras que la empresa cesante ha detenido, o lo que es mucho más usual, marcas de fábrica o patentes de invención, es claro que el no funcionamiento actual de la concesión o la paralización de la obra licitada o la no explotación dinámica de la patente, no priva a la empresa de activos. Valdrán más o menos, pero tienen un valor, y ese muchas veces, es independiente de la actividad o el funcionamiento porque por su naturaleza tales activos no dependen en forma exclusiva de un funcionamiento actual. Cuando una empresa aunque esté detenida en su actividad, tiene por ejemplo un importante litigio con derecho fundado y hechos probados *prima facie*, frente a un deudor de cuya solvencia no puede dudarse, se está en presencia de un intangible y la realidad o existencia de su valor no puede ser discutida, aún cuando fuere de difícil cuantificación. Esa empresa podría no funcionar y, no obstante, despertar interés en el mercado porque sus derechos patrimoniales que forman parte de sus activos, suscitarán puja entre quienes postulan adquirirlos.

Desde el punto de vista subjetivo del *cramdista*, la cuestión queda referida a una situación de conveniencia económica de tipo particular, cuya aptitud comercial la ley reputa suficiente para determinar la viabilidad de la apertura y desarrollo del *cramdown*. El juez de la continuación de la empresa es el mercado, un tercero, acreedor o no, tanto en la ley 24.522 como en la hoy vigente 25.589. Desde el otro lado, como la concreción exitosa del procedimiento exige la conformidad de los acreedores a la propuesta que debe realizar el *cramdista*, queda claro que siguen siendo éstos en última instancia, los dueños de la suerte del procedimiento en el período del *cramdown* de la misma manera que lo son en el período de exclusividad.

“El concepto de empresa susceptible de *cramdown* no está supeditado al criterio objetivo de su funcionamiento. Más aún, no interesa al efecto, que la empresa se encuentre detenida o en marcha, lo que es relevante simplemente, es que el juez no puede ejercitar un juicio de conveniencia en torno a la apertura del registro, ya que si se dan los presupuestos objetivos y subjetivos establecidos por la ley debe abrir el registro de interesados y lo demás lo decidirán los protagonistas”.⁵¹

⁵¹ Dasso, Ariel. “Comentario a los casos Automundo y Siap”. La Ley 2004-B, 807.

No obstante, “difícil resulta tener por no escrito un texto, pero la inclusión del mismo en forma incidental en el inciso 1 no debía reputarse condicionante de la apertura del registro de interesados que es la línea de largada de la competencia por el salvataje. La interpretación debe orientarse en el sentido de que el término empresa en marcha no aludía a un concepto temporal sino económico”⁵².

El caso “Canga SA” constituye el primer antecedente jurisprudencial que decide explícitamente la cuestión, determinando que el procedimiento del artículo 48 no requiere una empresa en marcha en sentido literal sino la existencia de interesados. El sistema del cramdown remite el criterio de viabilidad al interés del cramdista.

Una empresa en marcha es aquella que es capaz de generar dividendos hacia el futuro, no necesariamente debe estar generando ganancias en el presente, pero sí debe tener perspectivas de generarlas en un futuro determinado; mientras que en una empresa en liquidación no existen expectativas hacia futuro de generar un flujo de fondos positivos. De esta manera se puede decir, que “si una empresa se encuentra en liquidación es correcto valuarla a través de la metodología contable ya que no tiene flujos futuros de fondos por lo que el valor descontado de los mismos es cero”⁵³.

La empresa despertará en el sistema del cramdown interés para que se inscriba en el registro cualquier interesado que aspire a quedarse con ella, con sus activos incluyendo aquellas cosas corporales, pero también con sus derechos e incluso con sus expectativas, incluidas aquellas que ni siquiera son susceptible de una evaluación concreta y determinada. En el caso “Siap SA” pareciera ser, y ello resulta del dictamen fiscal, que la sociedad concursada había perdido sus maquinarias, liquidadas en una ejecución prendaria y que su personal había cesado; sin embargo esto no significa que la empresa se halla muerto, tampoco que no esté en marcha porque aún así puede despertar interés en el mercado; los componentes de la empresa más allá de aquellas cosas corporales o relaciones laborales cesantes, subsisten; al igual que sus expectativas en función de sus marcas, patentes, créditos fiscales, de todos aquellos valores intangibles, y hasta de una clientela latente.

Entonces, la viabilidad de la transferencia vía cramdown no depende de un concepto objetivo referido a la empresa, sino puramente subjetivo referido al interés que la misma despierte en un determinado interesado, el mercado, aún cuando finalmente no resulte adquirente.

⁵² Dasso, Ariel. “El cramdown y la empresa en marcha”. La Ley 2000-D, 310.

⁵³ Villar y Santamaría Suárez Lago. Ob. Cit Nota N° 42.

III.2. La metodología de valuación actual

Además de la valuación nominal, las acciones son objeto de otro tipo de valuaciones, las cuales dependerán del tipo de enfoque que se les dé y los fines para los cuales las mismas se apliquen. Pueden ser posibles de valuación real, a cuyo resultado se arriba analizando previamente las distintas características económicas y financieras de la sociedad con el fin de obtener una estimación de la rentabilidad que las mismas podrían arrojar a su titular, computando para ello valores activos y contingencias hipotéticas, siempre vinculados a una realidad valorativa. Dicho valor real de las acciones variará en más o en menos, conforme sean las variaciones a las cuales se someta el patrimonio de la sociedad a la que representan.⁵⁴

Zaldívar refiere a que “la acción como título tiene un valor que puede aumentar o disminuir según las fluctuaciones que deriven de la situación patrimonial de la sociedad y de otros diversos factores, internos o externos a su propia operatoria. De ahí que se hace referencia a un valor nominal, a un valor real, a un valor de libros o contable y a un valor de cotización o mercado de la acción. Al valor nominal se refiere el artículo 207 de la ley de Sociedades al prescribir que las acciones serán siempre de igual valor. La cifra representativa de esa suma, consignada en el estatuto, permanece invariable y abstraída de las alteraciones propias de la empresa. El valor real de la acción, en cambio, fluctúa según la marcha de los negocios sociales. En épocas de prosperidad el valor real aumenta; en momentos de crisis disminuye. Asimismo, cuando el valor surge del análisis de los estados contables, se hace referencia al valor contable o de libros de la acción. Finalmente, la acción puede poseer un valor de cotización o de mercado, derivado directamente de la situación patrimonial de la sociedad en un momento determinado y cuya constatación se aprecia en la alta o baja de su cotización en la bolsa, y sobre la cual influyen decididamente factores de índole política, económica, social, gremial, etcétera”.⁵⁵

“Porque su correcta determinación hace a las expectativas de los ex socios obligados a transferir sus tenencias, cuanto también porque siempre las valuaciones han sido materia generalmente muy trabajosa, el análisis de la valuación de la empresa, es de rigor al hablar del salvataje”.⁵⁶

⁵⁴ www.estudioton.com.ar. “La intención especulativa del accionista inversor. El valor de mercado de sus acciones”. Sección Publicaciones. 2006.

⁵⁵ Zaldívar, Enrique y Otros. “Cuadernos de Derecho Societario”. Volumen III, Sociedades por Acciones. Ed. Abeledo – Perrot. Buenos Aires, 1976. Pág. 176.

⁵⁶ Mosso. Ob. Cit Nota N° 8.

Sin embargo, para Mosso “valuar la empresa en el marco del artículo 48 es solo determinar un valor base o de referencia para que el cramdista, en caso de ser un tercero, conozca si puede adquirir la totalidad de las cuotas o acciones de la sociedad concursada pagando la suma resultante de los cálculos establecidos según el procedimiento y fórmulas determinadas por la ley, en cuyo caso es indiferente la actitud de los socios o accionistas quienes no pueden oponerse a la expropiación de sus títulos (cuotas o acciones), o bien ofrecer un precio menor para lo cual sí necesita la conformidad de aquellos titulares de las dos terceras partes del capital social, cuya conformidad por mayoría resulta vinculante a los no conformes. De esta manera, valuar la empresa es un empeño casi inasible; la empresa vale lo que los interesados puedan o quieran pagar por ella. Sin embargo, el objetivo de la ley es determinar un procedimiento del cual resultare el valor más alto a los efectos de impedir que el cramdista adquiriera la empresa sin pagar a los socios o accionistas antiguos, o bien haciéndolo por montos insignificantes”⁵⁷.

A pesar de ello, es importante destacar que la doctrina ha acogido favorablemente el cambio del sistema de valuación, aún cuando desde el punto de vista práctico, se advierte su relativa importancia, ya que la negociación del valor de la empresa entre el cramdista y los socios o accionistas de la sociedad concursada se realiza, en la mayoría de los casos, sin tener en cuenta el resultado de la valuación. En el caso “Trigo Hnos.” si bien el juez determinó el valor patrimonial negativo de la empresa, uno de los cramdistas ofreció sin embargo la suma de \$40.000 en concepto de adquisición de las participaciones accionarias, cuando en tal situación, la transferencia se produce por ley sin pago alguno a los antiguos socios o accionistas, resultando suficiente las conformidades de los acreedores.

La anterior ley establecía que la resolución de apertura del salvataje debía incluir el valor patrimonial de la empresa según registros contables, la designación del estimador y la determinación de la fecha de la audiencia informativa. “Todas decisiones que resultaban inútiles si transcurridos cinco días no hubiera ningún inscripto, en cuyo caso el juez debía declarar la quiebra”.

En la nueva ley no es posible que se produzcan acciones anticipadas que puedan luego resultar estériles, ya que el primer paso es la apertura por cinco días del registro para que se inscriban los interesados; y transcurrido ese plazo si no hubiera inscriptos, el juez debe declarar la quiebra; por el contrario, si los hubiera, designa el evaluador quien en treinta días debe presentar la valuación.

⁵⁷ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 19.

El valor de las acciones o cuotas sociales es distinto al del régimen anterior, consecuentemente a la reforma del método para determinarlo.

“Sin duda, la nueva normativa de valuación representa un gran avance; fundamentalmente porque se parte del valor real de mercado y no de un valor libros que podía presentar múltiples discrepancias con la realidad.”⁵⁸

La secuencia procesal es superior, porque comienza con una valuación del evaluador y termina con una determinación judicial, en tanto que en la ley anterior comenzaba con una valuación judicial y finalizaba en una valuación del estimador.

El reformado artículo 48 prescribe que la valuación puede ser observada en el plazo de cinco días, sin que ello de lugar a sustanciación alguna. La presentación de observaciones no genera contradictorio alguno; se agregan y no se sustancian. Empero pueden ir acompañadas de dictámenes contables o de expertos en la materia que abonen sus conclusiones, y son tenidas en cuenta por el juez para dictar la resolución de valuación.⁵⁹

Aún cuando la valuación no tiene carácter vinculante para el Juez, el apartamiento de sus conclusiones debe encontrar apoyo en razones serias, en fundamentos objetivamente demostrativos de que no se halla reñida con principios lógicos o máximas de experiencia. Resulta preciso invocar razones fundadas, las que a su vez han de reposar sobre elementos de juicio, cuanto menos, de igual jerarquía que los invocados por el experto, que permitan desvirtuar el informe. Sólo cabría apartarse de las conclusiones periciales cuando las mismas no se hallaren fundadas en los conocimientos científicos de la materia de que se trata, o cuando existieren evidentes errores manifiestos.

Valuar una empresa es cuestión compleja; y por cierto, que más allá de la diferencia existente entre empresa en marcha y valor de mercado, lo real y concreto es que este último valor variará en la medida que se considere que la empresa se halla operativa (en marcha) o si contrariamente, la misma no se encuentra produciendo bienes o servicios.

Es acertado distinguir entre valor de la empresa y valor de las acciones. No obstante, el valor del capital accionario de la sociedad acrecerá o disminuirá en la misma medida en que aumente o disminuya aquél correspondiente a la empresa y, de su lado, éste último variará según la empresa se halle en proceso de explotación o improductiva.

En el caso “Pino Camby SA”, el informe producido por el evaluador no desatendió que la empresa en cuestión se encontraba en una virtual paralización de sus actividades, y partiendo de tal premisa aquél fue elaborado.

⁵⁸ Rubín, Miguel. “La nueva reforma al régimen concursal que trajo la ley 25.589”. La Ley 2002-C, 1368.

⁵⁹ Heredia. Ob. Cit. Nota N° 27.

III.2.1. El valor real de mercado

Mediante la incorporación del concepto de valor de mercado en la determinación del valor de la empresa, se avanza hacia un enfoque económico financiero más actualizado.

Entonces, al referenciar la ley al “valor real de mercado” que debe establecer la valuación, permite entender que ha introducido un concepto de valor de empresa dinámico, y no histórico o estático, lo cual lleva a concluir que se reconoce implícitamente que el objeto o bien protegido es la organización económica, la empresa, que tiene vida propia; la que se refleja en su sistema de información histórico, actual y de tendencia del futuro. No obstante, se observa que esta nueva forma de cálculo más compleja, amplia y abarcativa, también apunta a dar un trato justo y equitativo al accionista que pueda ser forzado a transferir su participación accionaria. Entonces, este criterio se entiende también protector de los derechos de los accionistas, ya que al hablar de condiciones de mercado permite establecer un valor teórico asociado a pautas normales de venta de acciones, impidiendo que el precio de la operación esté influenciado o disminuido por las condiciones de crisis empresaria. De esta manera, el accionista que fracasa en alcanzar un acuerdo con sus acreedores, recibirá al menos, con la detracción que hayan sufrido los acreedores en las condiciones del acuerdo conformado al cramdista, un precio equivalente al valor estimado como de mercado por sus acciones.

Si bien el artículo 48 contempla el procedimiento “del salvataje de empresas” para un variado y determinado tipo de organizaciones, con actividades y objetivos diferentes, como también por su “ropaje jurídico”, ello no invalida que se pondere y evalúen las diferencias que las caracteriza a la hora de adoptar el método más adecuado para valuarlas. Estas posibilidades son amplias a la hora de interpretar la norma, más precisamente cuando dice que: “la valuación establecerá el real valor de mercado, a cuyo efecto, y sin perjuicio de otros elementos que se consideren apropiados, ponderará: a) el informe del artículo 39, incisos 2 y 3, sin que esto resulte vinculante para el evaluador; b) altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos; e c) incidencia de los pasivos postconcursoales.”

Como puede observarse, al señalar los elementos a ponderar “sin perjuicio” de otros adicionales, al momento de la valuación deberían ser tenidos en cuenta, entre otros elementos: 1) las distintas observaciones del informe general, 2) la factibilidad y el plazo de retorno que va a tener la inversión a realizar por el interesado, 3) el posicionamiento de la empresa en el mercado empresario, 4) la particular actividad que desarrolle la concursada y

su rentabilidad tomando por ejemplo como parámetro, la comparación con empresas que desarrollan una actividad semejante, 5) la riqueza y capacidad de los recursos humanos con que cuenta, 6) la continuidad del proceso productivo de la empresa sin rotura de la cadena de producción, es decir, si se encuentra en normal funcionamiento, y 7) los registros contables llevados por la concursada.⁶⁰

Como resulta lógico entonces, la técnica a través de la cual se pretende establecer un régimen de valuación para determinar el valor de las cuotas de capital o acciones sociales haciendo referencia al valor real de mercado es dable de merecer algunas consideraciones. El enlace de “mercado” y “valor real” significa el utilizar conceptos de una apertura tal, que no hace precisamente a la técnica de valuación; de este modo parece menester procurar establecer qué es el mercado. “En forma más o menos pacífica se acepta como tal la conjunción de la oferta y la demanda, o el punto de contacto entre el público y las empresas, o con una visión que procura encuadrarlo como institución jurídica, se lo describe como una serie de normas más o menos generales que permiten que los potenciales compradores y vendedores de un bien o servicio se pongan en contacto entre sí para comerciarlo. Con esta concepción limitada de mercado acontece un interrogante: ¿a qué mercado se refiere la norma; al internacional, al nacional, al regional o al local?, y determinado ello: ¿a cuál; al de las computadoras, al del petróleo, al de la carne, al de los cereales, etcétera?. Sorprende que a esta altura de las técnicas de valuación, la legislación se haya buscado una fórmula tan abierta e imprecisa; y a lo dicho, cabe agregar la concepción que de mercado fluye de la ley 25.156 de Defensa de la Competencia, donde se habla de mercado relevante, y de la que resulta que éste presenta dos dimensiones: uno, el mercado del producto, y otro, el mercado geográfico”.⁶¹

Lo del valor real implicaría la posibilidad de que existieran situaciones comparables en plaza respecto de objetos similares. Sin embargo, no resulta fácil que ello se dé en situaciones de aplicación del artículo en cuestión, porque una cosa es comparar el valor de un determinado bien, integrando un complejo productivo, y otra es hacerlo en forma aislada, ya que puede entrar a jugar el criterio del valor de utilización económica.

La modificación del régimen legal sólo está enderezada a establecer el valor real de las participaciones que, en rigor, tienen directa relación con el patrimonio social, o sea, que cuando se habla de valor real de la empresa se está refiriendo al mismo concepto. Así para establecer el valor real de las cuotas o acciones se debe tener en cuenta el patrimonio social de la empresa, el que comprende la masa de bienes en los cuales se invirtió el capital y

⁶⁰ Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2.

⁶¹ Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2. Pág. 153.

también otros recursos sociales que en su conjunto y funcionamiento se definen como hacienda empresarial; en otras palabras, el conjunto de bienes del activo con el cual la sociedad actúa y afronta el pasivo, ya que el capital social constituido inicialmente por los aportes de los socios implicaría una valoración nominal de dichas acciones o cuotas.

El punto central en este tema es, si “puede existir valor real de mercado en una hipótesis como la que pretende solucionar el artículo 48”.

Respecto a este punto de singular importancia, el hecho de que la ley ordene que ese valor real sea el de mercado, implica que haya que tener en cuenta que tratándose de una empresa, concursada o in bonis, cualquiera sea su estado, no hay un precio de equilibrio en el sentido de que no hay un mercado para el traspaso de unas a otras manos en su totalidad, y el precio debe ser negociado en función de las estimaciones subjetivas de valor y la fuerza de ambas partes.

Como expone Heredia en su trabajo⁶², “no hay valor de mercado en rigor, y el valor de la empresa como un todo no puede ser calculado mediante la suma de los valores de sus elementos componentes, lo que determina el valor sustancial de la empresa pero nunca su valor unitario, y dado a que las empresas constituyen una unidad económica, éstas solo pueden valorarse en su totalidad, y el valor global que se determina a través de su capacidad para conseguir beneficios, aunque su base es la sustancia de la empresa, en general se sitúa por encima de ese valor sustancial”. De esta manera, el valor de una empresa se relaciona con esa capacidad para obtener beneficios, por lo que es significativo el beneficio que su propietario puede esperar en el futuro.

Esto permite hablar de métodos de valuación enderezados no solo a tener en cuenta el patrimonio de la empresa, sino también su capacidad para obtener beneficios, y por ello, el valor de una empresa debe tener en cuenta su aptitud para generar recursos. Sin embargo, la distinta situación que se da entre el salvataje de una empresa potencialmente en quiebra y una reorganización quizá sea la explicación posible para que no se haya utilizado como fórmula de valuación la de flujo de fondos descontados, que es el método para determinar el valor de una compañía en el mercado.

En contraste, la determinación que la ley exige, sólo tiende a obtener bases para habilitar la transferencia y/o adquisición de las acciones. Esto significa que “lo que la ley intenta, es determinar el valor de transacción al cual el activo puede cambiar de mano entre un probable comprador y un probable vendedor, teniendo conocimiento razonable de

⁶² Heredia. Ob. Cit. Nota N° 27.

todos los factores relevantes a la fecha de la valuación”⁶³; porque la determinación del valor de una empresa o establecimiento en las condiciones de que se trata no va a depender jamás de condiciones de mercado, porque incluso sencillamente no va a haber mercado en el sentido en que debe ser asumido. Podrá haber varios oferentes pero es completamente distinto del criterio que resulta de las palabras empleadas. Es suposible que, en el caso, se ha querido recurrir a que el precio de transferencia de las cuotas de capital o acciones resulte de la competencia. Sin embargo caben dos observaciones: puede haber varios oferentes pero para que haya competencia tiene que haber libertad, y el mercado en su concepción de formador de precios excede el ámbito de lo jurídico”.⁶⁴

Esto adquiere mayor sustento al tener en cuenta que a nivel internacional, en el ámbito de las valuaciones de bienes en general, con foco sobre negocios, empresas y títulos valores, se considera que “el valor justo o real de mercado es aquella suma en efectivo o equivalente al cual un comprador y un vendedor, de manera voluntaria, ambos informados adecuadamente de los hechos relevantes sobre la empresa, podrían perfeccionar una transacción, no estando ninguna de las partes bajo condiciones compulsivas para llevarla a cabo”. Se entiende que la definición de mercado debe ser interpretada como el conjunto de todos los potenciales compradores y vendedores de una propiedad o negocio de características similares.⁶⁵

Y aunque “las cosas valen lo que el mercado decide según parámetros contingentes y muchas veces transitorios y de un alto contenido de volatilidad”; como se expuso, la imposibilidad que hay de acudir a un valor de mercado por razón de su virtual inexistencia, se muestra con evidencia en el hecho mismo de que el legislador en la práctica no ha podido escapar a la determinación del valor total de la empresa mediante la suma de los valores de sus componentes, con detracción de las del pasivo individualmente considerados; aunque en realidad el precio de la empresa es el resultado de la negociación.⁶⁶

En el mercado las cosas no valen por lo que la sola estimación del propietario fijare, sino más precisamente, por lo que los terceros estén dispuestos a pagar por ellas. Una prueba de esto refleja Dasso en uno de sus trabajos, al citar un caso expuesto en un Congreso de Derecho Concursal Argentino-Uruguayo, el que reseña la experiencia de una empresa en quiebra paralizada que concitó interés en el mercado, cuando determinados interesados compitieron por un programa de computación que registraba el grado de

⁶³ Pereyra, citada por Lauletta. Ob. Cit. Nota N° 76.

⁶⁴ Fargosi, Horacio y Russo, Mariana. “Reforma de la reforma de la ley concursal”. La Ley 2002-D, 967.

⁶⁵ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

⁶⁶ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

cumplimiento de los usuarios de crédito bancario en Uruguay. La empresa no tenía otro activo y sin embargo provocó una interesante puja en orden a su adquisición y fue adquirida por un valor nominal importante.

Considerando los elementos expuestos, el evaluador a través del cumplimiento de sus tareas debe añadir un nuevo valor de activo y pasivo. Respecto al primero, el valor de la empresa provendrá de mediciones financieras y económicas, y tiene como objetivo obtener el real valor de mercado relevante para dentro del cual se mueve: demanda, oferta, competencia, ingresos y costos, el estudio de su organización, el financiero, que comprende capital de trabajo, rentabilidad y financiamiento de las operaciones, la evaluación económica de la inversión, lo que implicaría predecir el comportamiento futuro de la empresa y elegir la tasa de descuento. El evaluador debe considerar información preliminar necesariamente, como el tamaño de la empresa, el contexto global en el que se desenvuelve, el mercado particular en el que actúa, su situación en el mercado, sus aspectos particulares, la existencia de información sistematizada en registros y estados contables para analizar; debe aplicar técnicas que permitan la lectura de los estados contables con el propósito de extraer conclusiones sobre la situación patrimonial, financiera y económica de la empresa, formarse una opinión y hasta corregir, si es necesario, variables para su valuación. En relación al pasivo, se incorpora la consideración de los postconcursoales según la contabilidad u otros elementos de juicio verosímiles. Los problemas presentes en su determinación son la falta de verificación y fijación frente a la insuficiencia de la contabilidad, y los juicios iniciados contra el concursado con posterioridad a la apertura del concurso preventivo.⁶⁷

III.2.2. La abstracta inclusión de los pasivos postconcursoales en la determinación del valor de la empresa

La reforma legislativa plantea la ponderación del pasivo postconcursoal entre los elementos que deben ser tenidos en cuenta por el evaluador. La referencia directa incluida debería haber constituido una obligación más que un elemento de ponderación, ya que desde la óptica de cualquier análisis con fundamento financiero, dos activos operativos idénticos de dos empresas concursadas similares pero con un nivel de pasivos financieros mayor en la segunda (por ejemplo, por haberse incrementado desde la fecha de presentación en concurso, sin contrapartida en una mayor generación de ganancias), hará

⁶⁷ Bauzá de Pina, Dolly. “Nuevo salvataje empresario. Evaluadores”. 2º Jornada de Sindicatura Concursal. CPCE de Córdoba.

que resulte más que evidente que el valor accionario determinado será mayor en el primer caso.⁶⁸

En posición contraria se expresó Vítolo⁶⁹ al considerar que “con la inclusión del pasivo postconcurzal en el cálculo del valor de las acciones, puede disminuir el valor patrimonial que se le adjudique a la empresa, facilitando su toma hostil por el ofertante, pagando a los accionistas o dueños del negocio menos de lo que el concurso vale por el efecto perverso de la reducción de valor que surge de la fórmula (incorrecta a su criterio) de fijación del precio estructurada por la ley 25.589. Su postura descansa en que como lo que está en juego es el futuro de la empresa concursada, el pasivo que debe reestructurarse es el pasivo meramente concursal, ya que el postconcurzal no integra el concurso (hasta tal punto que el ofertante no debe formular propuesta que abarque el pago de estos pasivos) y sólo es un punto que el ofertante debería considerar por sí mismo, independientemente del precio que oferte en el proceso de salvataje como posibilidad cierta de poder afrontarlo o no con el producido de la explotación y decidirse o no a incorporarse al negocio por el precio resultante. Esto permitiría que el empresario que operó prudentemente durante el período de exclusividad fuera el favorecido por un mejor precio a recibir por sus acciones. El pasivo postconcurzal no podría ser tomado nunca en cuenta para la valuación dentro del proceso concursal si es que a partir de esta valuación será afectado el precio en relación con los pasivos”.

La ley ha dejado pendiente el procedimiento a seguir para la determinación del pasivo postconcurzal. Aunque se prevé la ponderación de ellos, no existe un procedimiento legal de determinación, que en consecuencia quedará a cargo del evaluador. Esto implica, que si bien se ha mejorado el sistema de información para los eventuales terceros adquirentes no se ha dotado a los mismos de la suficiente seguridad, ya que no se los exime de los pasivos ocultos que puedan aparecer hasta los dos años de la presentación en concurso; previsión necesaria si se le quiere asegurar al tercero la consistencia de lo que compra y también mejorar el precio.

Por esto, la consideración de los pasivos postconcurzales en el cálculo del valor de la empresa se manifestó como uno de los puntos trascendentales que fue incorporado al artículo por la reforma. “La crítica al sistema del artículo 48 fue prácticamente unánime en cuanto a las dificultades en la determinación de pasivos ocultos, incluyendo dentro de esta categoría a los postconcurzales.”

⁶⁸ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

⁶⁹ Vítolo. Ob. Cit. Nota N° 14.

Son ocultos, los créditos concursales (concurrentes, artículo 32) cuyos titulares deben inexorablemente verificar bajo apercibimiento de prescripción, pero que no han sido denunciados por el deudor ni se presentaron a verificar.

Los pasivos postconcursoales tienen causa o título posterior a la presentación y por ello no deben ser verificados. Por ello el cramdista ignora el carácter fehaciente del pasivo al momento de la transferencia y esta incertidumbre es muy difícil de despejar, lo que impide establecer la realidad económica de la empresa.

Es menester advertir que la ley en su artículo 56, establece el plazo de dos años para verificar bajo pena de prescripción, lo que reduce notoriamente el espectro de sorpresas de los pasivos ocultos, pero los postconcursoales no están alcanzados por esta protección que acota en el tiempo el riesgo. “Tales pasivos postconcursoales, indeterminados y a veces indeterminables, constituyen un factor disuasivo del interés del tercero para la adquisición de la empresa a través del procedimiento del cramdown, y ello se potenciará toda vez que la administración sea deficiente, dado que si se contara con una adecuada registración contable sería posible su control y transparencia. En relación a los pasivos ocultos, se generaron diversas propuestas doctrinarias. Una de ellas establecía que con un régimen de publicidad, la caducidad de los créditos concursales no insinuados hasta el momento de la fijación del precio definitivo, debiera operar de pleno derecho”.⁷⁰

No obstante, resultaría adecuado que el síndico realizara un informe sobre el nivel y composición del pasivo postconcursoal para que los interesados en las acciones de la empresa puedan evaluar hasta donde pueden mejorar sus propuestas de acuerdo a los acreedores, según las proyecciones que realicen para la atención de tales compromisos; flujos necesarios para la continuación de la actividad, atención de la deuda o inversión suplementaria requerida.⁷¹

La continuidad de la empresa por haberse obtenido el acuerdo de los acreedores provoca que sigan vigentes todas las obligaciones latentes que pueda tener la empresa, tales como acciones de daños y perjuicios, laborales, impositivos, etcétera. Cabe preguntarse si el síndico al momento de elaborar el informe general, o el evaluador al realizar la valuación, puede evaluar este pasivo contingente. La actividad profesional puede disminuir los riesgos en este sentido, pero no eliminarlos. Su materialización para la concursada no revestirá un riesgo, ya que se supone que debe conocer su existencia, pero no cuenta con dicha ventaja el comprador en el salvataje exitoso, que deberá esperar al cumplimiento del plazo fijado por el artículo 56. Esto respalda que muchos inversionistas prefieran adquirir el patrimonio

⁷⁰ Dasso, Ariel. “Otro cramdown para el maestro ausente”. La Ley 2002-A, 777.

⁷¹ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

de la fallida en la etapa liquidatoria, ya que allí no deben afrontar obligaciones de la gestión empresarial anterior.

Entonces, el evaluador ahora deberá también tener en cuenta la incidencia del pasivo postconcurzal, aspecto no contemplado por el régimen anterior, y que motivó respuestas dispares en la doctrina y jurisprudencia, como pudo observarse. Bajo el régimen anterior, en el caso “Pedro y José Martín SA”, se resolvió que este pasivo debía ser tenido en cuenta para el cálculo definitivo de la disminución del valor patrimonial de las participaciones sociales. El juzgador dictaminó que “partiendo del principio de la realidad económica, tanto los pasivos concursales como los postconcursoales deberán ser afrontados por el ente que los contrajo, que no es sino la sociedad convocatoria, o para decirlo con otro giro, los pagará el tercero proponente con el respaldo de los bienes de la sociedad concursada. La única diferencia, cuantitativamente importante, es que los anteriores a la presentación serán pagados con la quita ya concedida y los posteriores por su valor nominal, pero ambos pasivos deberán tenerse en cuenta para el cálculo del valor patrimonial final.

En el precedente “Schoeller Cabelma SA” se adoptó la tesis contraria porque el oferente no concretó formulación respecto a la imposición de provisionar los pasivos ocultos. Y en el caso “Ferroviaria SA” se dispuso, ante la falta de registración contable y documental de las distintas operaciones postconcursoales, de un período informativo para que los acreedores postconcursoales comparecieran ante el síndico.⁷²

III.2.3. Los criterios de valuación aplicables

Las reformas incorporadas en la ley de Concursos y Quiebras a partir de la sanción de la ley 25.589 han dado origen a nuevos enfoques financieros aplicables a los procesos de insolvencia.

Ahora, los evaluadores, basados en conocimientos metodológicos, deberán estimar un valor real de mercado para las acciones.

Entonces, en este contexto, resulta de interés analizar ciertos conceptos generales de valor de mercado, enfoques de trabajo y criterios metodológicos aplicables, necesarios para el entendimiento de las tareas de valuación a ser desarrolladas en el marco de lo previsto en la ley vigente.

⁷² Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2.

La valuación de empresas constituye un complejo desafío en el mundo de las finanzas aplicadas. Esta complejidad viene dada por las características únicas de cualquier empresa bajo análisis, que conjugan una combinación particular de elementos económicos, operativos, comerciales, gerenciales y humanos; y si bien las metodologías resultan bien sofisticadas desde el punto de vista técnico, aún más decisivo es el criterio del evaluador para ponderar en forma subjetiva los parámetros, supuestos y visiones empresarias en la adaptación y aplicación de éstas.

La evolución del mercado de capitales a nivel mundial ha demostrado que los enfoques tradicionales contables resultan necesarios para fijar marcos de referencia generales de registración, pero insuficientes para explicar los valores de mercado, que involucran además elementos de carácter macroeconómico, estratégico, financiero, político, tecnológico y de administración empresarial. Tal consideración resulta bien evidente cuando se observa la evolución de los precios de las acciones que cotizan en mercados bursátiles desarrollados, y en particular los amplios márgenes de variación en los índices que relacionan el precio de mercado con el valor patrimonial o de libros.

La modificación introducida al artículo 48 procura que el valor que deba fijar el juez para las cuotas o acciones de la sociedad concursada refleje condiciones generales de mercado, es decir, aquellas que serían pactadas libremente por las partes, como consecuencia de la interacción entre oferta y demanda.

A nivel metodológico, es bien aceptado internacionalmente que el valor de una empresa, o una participación en el capital de una empresa, como toda inversión, depende esencialmente de su capacidad de generación de beneficios futuros. Sin embargo, tal corriente de beneficios esperados deberá ser descontada a valor presente a una tasa de descuento apropiada, es decir aquella que refleje adecuadamente el valor-tiempo del dinero (concepto financiero representado por la idea de que un peso ahora vale más que un peso el año próximo) y el riesgo asociado a la inversión; y si bien hay aceptación general sobre este marco teórico de referencia para la valuación de empresas, llevar esto a la práctica en un mundo incierto constituye uno de los más complejos desafíos de la teoría y práctica económica-financiera. Aún en mayor medida, cuando tales conceptos deben ser empleados en una empresa en crisis y en países de alta volatilidad e inestabilidad económica como Argentina.

Existen numerosos enfoques para la valuación de empresas, acciones y títulos emitidos por una sociedad, por lo tanto, la tarea del evaluador será la de aplicar concurrente e integradamente las metodologías más relevantes en cada caso.

La reforma legislativa ha establecido que el evaluador deberá ponderar en su trabajo los valores informados por la sindicatura en relación a la eventual liquidación de activos. La referencia legislativa sobre valores de realización resultaría positiva, toda vez que estos valores -netos de los pasivos- pueden dar una base conceptual sobre un valor de referencia mínima para la posterior determinación de la valuación de las acciones o cuotas. En posición contraria, Vítolo manifiesta que “el método propuesto por el legislador resulta de por sí confuso, dado que mezcla valores de liquidación de activos individualmente considerados, pasivos, modificaciones en la composición de los activos de la empresa -que si ya no están no pueden ser valuados- y los pasivos postconcursoales; por lo que lejos de acercar claridad o de mejorar la fórmula de valuación de la empresa, la reforma ha incorporado una nueva fuente de incertidumbre”. Sin embargo, esto no constituye una imposición o una incompatibilidad de criterios, ya que la ley le otorga al evaluador la facultad de ponderar tal circunstancia, pero de modo alguno le impone una condición. Entonces, contar con una referencia concreta sobre un valor de realización -de ser estimado correctamente por profesionales idóneos en base a condiciones de mercado- puede dar una pauta correcta del potencial aprovechamiento de ciertos activos por terceros; tal sería el caso de marcas comerciales, maquinarias específicas o plantas industriales que pueden ser absorbidas por competidores o por inversores interesados en ingresar a esa actividad.

La opinión profesional del evaluador respecto al valor de las acciones o cuotas representativas del capital de la sociedad deberá basarse en pautas de valor y en toda la información relevante disponible a la fecha de valuación. La determinación de valor deberá basarse en las estimaciones derivadas de la aplicación de una o más aproximaciones o métodos, que serán considerados o ponderados según el criterio del evaluador y no en base a una fórmula predeterminada. Una o más aproximaciones, metodologías o enfoques pueden o no ser relevantes para valorar una situación particular.

En todos los casos, el evaluador deberá presentar en forma clara y precisa el criterio aplicado ya sea en términos generales o bajo ponderaciones matemáticas, con los fundamentos adecuadamente reflejados en las conclusiones de su informe.

La valuación de empresas implica un conocimiento metodológico amplio y la emisión de una opinión fundada de carácter subjetivo sobre un conjunto de activos y pasivos determinados; y más aún, la aplicación de tales conceptos en un marco de insolvencia y crisis empresarial requerirá de un dominio general de todas las metodologías

disponibles que permitan reducir todos los elementos de incertidumbre presentes en el desarrollo de la valuación.⁷³

Se han esbozado premisas respecto al tema de la valuación de empresas; entre las cuales, la de mayor preponderancia es que para valorar correctamente una realidad económica hay que conocer esa realidad, dado que no existen evaluadores universales de cualquier negocio, de la misma forma que no existen expertos universales sobre cualquier tema. De hecho los grandes bancos de inversión tienen equipos interdisciplinarios y formados en diversas áreas para realizar la labor de valuación. Por consiguiente, para valorar un negocio hay que saber de él. Precisamente, la utilidad de la valoración de un negocio es directamente proporcional al conocimiento que tenga del mismo la persona que la realiza. Esta directriz justificaría la propuesta de que el síndico realice la tarea encargada al evaluador. Además, para valorar correctamente hay que entender también el modelo de valuación que se está aplicando, y esto lleva consigo comprender sus limitaciones conceptuales, los problemas que se derivan de aplicarlo a la realidad que se trata de valorar y la razonabilidad de los supuestos teóricos y prácticos que se emplean. De esta manera, si se trata de valorar una empresa en liquidación, es evidente que el mejor método no es el del descuento de los flujos de caja proyectados; o si se trata de valorar una empresa que opera en un entorno futuro caracterizado por un elevado grado de incertidumbre, muy probablemente, el mejor método no es aceptar lo que en un mercado extranjero estable se está pagando en la actualidad por emprendimientos de ese tipo. Entonces, en el momento de elegir el modelo de valuación a emplear, el foco debería ser el que ayude a entender la realidad del negocio que se pretende valorar. Es importante tener en cuenta, que para una misma realidad económica, establecidos los parámetros requeridos por cada método, el valor económico correcto es único, con independencia del que se emplee.⁷⁴

Vítolo en su trabajo enumera los sistemas clásicos de valuación, analizando su factibilidad de aplicación en el marco del artículo 48.

“El libre valor de mercado, es aquel importe o precio por el cual la empresa puede cambiar de manos entre dos comerciantes (o empresas), un comprador y un vendedor, estando ambos debidamente informados sobre todos los aspectos relevantes del negocio y de la empresa y no estando ninguno de ellos compelido a comprar ni a vender. Evidentemente, no es éste el caso del sistema que debe adoptarse en el salvataje, toda vez que el vendedor está obligado a vender por el régimen de transferencia forzosa, el

⁷³ Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

⁷⁴ Vítolo. Ob. Cit. Nota N° 14.

comprador no está obligado a comprar, salvo que acepte la fijación del precio final de la transacción; y la información no es absoluta, pues hay algunos resquicios de asimetría en la misma.

El valor libros, que en realidad no es una forma de valorar ni tampoco un estándar de valuación. Se trata de un concepto meramente contable, conformado por la suma de los activos, netos de depreciaciones y amortizaciones y deducidos los pasivos tal como se exponen en los estados contables de la compañía. Claramente este tampoco es un supuesto de valuación para el salvataje del artículo 48.

Y el valor intrínseco, que es el valor que se forma con los elementos primarios para la valuación, y desde la óptica de un analista en particular; comprende, los activos físicos y tecnológicos, incluyendo los intangibles; las ganancias futuras esperadas, la eventual posibilidad de una política futura de dividendos; y el eventual crecimiento esperado de la firma saneada en ese sector. Esto se acerca más a lo que puede ser la base del trabajo del evaluador que prevé la ley 25.589.

De lo expuesto se deduce que, con las limitaciones y particularidades que deben tenerse en cuenta en cada caso, dentro de los sistemas de valuación de las empresas para los supuestos de salvataje, reformada por la ley 25.589, lo que el legislador ha denominado incorrectamente “valor real de mercado” parecería que debe interpretarse como “valor intrínseco” (intrinsic value).⁷⁵

Como puede observarse, las opiniones de la doctrina sobre el método más apropiado para obtener el valor real de mercado son diversas. Por un lado, la Dra. Pereyra citada por Lauletta⁷⁶, se pronunció señalando que a su juicio, únicamente serían correctos los métodos basados en los flujos de fondos futuros. Sin embargo, el autor discrepa en este punto, ya que considera que las mecánicas fundadas exclusivamente en los flujos de fondos futuros, al prescindir de toda consideración histórica, por lo general, se hallan cargados de excesiva subjetividad sobre las proyecciones futuras.

Este autor recomienda los métodos desarrollados con base en el fondo de comercio, es decir aquellos que tratan de reunir a todos los activos tanto tangibles como intangibles, positivos y negativos, que forman el valor económico de determinado ente. Así, el real valor de mercado estaría formado por la suma de los activos, tanto físicos como

⁷⁵ Vítolo. Ob. Cit. Nota N° 14.

⁷⁶ Lauletta, Daniel. “La función del evaluador en la ley de quiebras”. Sup. Act. 30/05/2006. Enfoques 2006. La Ley.

intangibles y computando las altas, bajas y modificaciones sustanciales, menos los pasivos pre y postconcursoales, del modo como lo ordena la ley.

Se ha discutido si una compañía en estado de cesación de pagos, como lo es cuando se presenta en convocatoria de acreedores, puede llegar o no a poder gozar de un activo intangible autogenerado, como lo es el valor llave. Un primer y superficial análisis, muy probablemente, llevaría a pronunciarse de manera negativa. Si una empresa llegó a la insolvencia, es de suponer que es debido a que acumuló pérdidas; y si acumuló pérdidas, menos podrá generar superutilidades. Sin embargo, ese razonamiento no constituye una regla que pueda aplicarse de manera general. El hecho de que hayan existido quebrantos en el pasado, no necesariamente descarta la posibilidad de que verdaderamente no pueda existir un negocio rentable para el futuro y que, administrado con mayor eficiencia y prudencia, podría producir adecuados y hasta muy atractivos beneficios. Habría que indagar los motivos de esos resultados negativos, en especial, si sobre su producción tuvo o no incidencia una posible deficiencia habida en la forma de manejar los negocios por la administración anterior.

El autor se pronunció sobre la conveniencia de los llamados sistemas mixtos, vale decir aquellos que consideran tanto la situación patrimonial actual como las expectativas futuras de la empresa, al momento de expedirse sobre el camino más adecuado para determinar el real valor de mercado; ello considerando las especiales características que se presentan en las economías de los países emergentes, como Argentina, que no resultan exactamente comparables con las vigentes en las naciones centrales, de donde proceden los mecanismos basados exclusivamente en los flujos de fondos futuros.

También se planteó la necesidad de que la tarea del evaluador no se limite a la determinación de la cifra del real valor de mercado, sino que también deba pronunciarse sobre la influencia que sobre dicho valor, y más concretamente, el activo intangible en él incluido, haya tenido la actuación de los administradores de la compañía. De esta manera, el cramdista sólo debería proceder al pago de la llave de negocio o fondo de comercio incluido dentro del real valor de mercado, en la exacta proporción en que tal elemento sea producto del mérito de los anteriores administradores del ente; es decir excluyendo la porción de ese activo intangible que pudiera generarse a partir de los cambios que sobre el negocio introducirán los nuevos adquirentes.

III.2.4. La consideración de los activos intangibles: el valor llave

Respecto de la cuantificación del llamado valor llave, por tal ha de entenderse el valor actual de las superutilidades futuras más probables; todo lo que una empresa encierra en cualidades, clientela y aviamiento. O en otros términos, el importe que resulta cuando el valor de venta de una empresa supera el valor usual de plaza de los bienes tangibles, menos sus pasivos; mayor valor que puede estar representado por el de la empresa de generar ganancias por encima de las normales de plaza y depende de las esperanzas de esas ganancias futuras.

Es entonces indudable que la llave no es un valor ya realizado sino dependiente de una condición eventual, esto es, la posible transferencia futura del negocio, entendido como hacienda comercial que resulta de la organización económica con aptitud para producir un rendimiento, con capacidad para crear una riqueza y que sustancialmente representa un capital, con abstracción hecha de la individualidad física del titular o de quien se halle al frente del mismo.

Por ello mismo, por constituir una realidad económica, por representar un valor real, el valor llave debe computarse en las transmisiones, cualquiera sea el título por el que se efectúa. Empero, su determinación es incierta: suele recurrirse al término medio de las ganancias habidas en un período prudencial, todo ello con base en antecedentes y situaciones concretas referidas a la capacidad productiva de la empresa y a su capital.⁷⁷

La valuación que imponía el artículo 48 en su versión original, generó diferentes voces criticando el tratamiento de los intangibles en ese procedimiento. En especial, se advertía que en los libros y en virtud de lo exigido por las propias normas contables vigentes (Resolución Técnica N° 17), no figuraba la llave de negocio, cuando ese activo intangible era autogenerado por el propio ente.

Se expresó que “una entidad en estado cuasifalencial, como lo es el concurso preventivo, en general carece de todo valor para los inversores, y más aún de un activo intangible autogenerado que resulte justificable”. No obstante, “el valor de los intangibles ha significado un fenómeno que ha proyectado sobre el valor de las empresas, contenidos prácticamente inabordables. La forma de plasmar en cifras el valor de una empresa se hace prácticamente improponible de objetivización cuando en sus activos se incluyen estos nuevos componentes. Es menester reconocer que la teoría del valor en sí misma es un concierto de subjetividad cuando se trata de la explosión en el mercado de bienes que no son cosas; y no es que no existieran antes, sino que han irrumpido con estrépito en el

⁷⁷ “Pino Camby SA s/ concurso preventivo”; 19-04-2004. Juzgado Comercial N° 2, Sección N° 3. Expediente N° 82.136. Enviado por e-mail por el Dr. Ariel Dasso.

mundo de la economía sin que la ciencia contable encuentre fórmulas consensuadas para su mensura”.⁷⁸

Conforme a las normas técnicas para la confección de estados contables, no resultan admisibles a los fines de su valuación los bienes intangibles autogenerados, como el valor llave del propio ente; en cambio, si estas marcas hubieran sido adquiridas a terceros, se hubieran registrado por su valor de costo. Entonces, la diferencia puede ser muy amplia entre ambas cifras, según se esté ante marcas propias o adquiridas⁷⁹; y este impacto merecería ser considerado.

III.2.5. El enfoque financiero y los obstáculos para su utilización

“Si quien tenga que hacer una propuesta de compra de una empresa, mira a ésta desde un enfoque financiero de valuación de activos, siempre el filtro final es la capacidad de generación futura de flujo de fondos para el inversor y el riesgo involucrado en el mismo”. De esta manera, “si se le asigna a la empresa la condición de activo financiero, teniendo en cuenta la escasa utilidad del valor contable para este objetivo, el enfoque más acertado para considerar sería el modelo de valuación a través de flujo de fondos descontados, ya que el determinante clave del valor real de mercado de los activos es el valor actual de esos flujos futuros de fondos y la rentabilidad que representan para el potencial interesado”.

El conocimiento del potencial financiero de la empresa, íntimamente ligado a la noción de beneficio a largo plazo, es de gran importancia para la valuación de la empresa como unidad de funcionamiento, ya que estos son factores vitales a tener en cuenta por posibles adquirentes. No obstante, también se debería analizar que el proyecto sea compatible con una estrategia global que prometa retornos superiores al costo del capital usado.

Un factor adicional a considerar en la valuación de una empresa bajo este enfoque, es su período de vida posterior al horizonte de planeamiento para estimar los flujos de fondos. Estos métodos de valuación a través de flujos de fondos funcionan 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. Sin embargo, cuanto más inestable sea la periodicidad de estos flujos de fondos, mayor será la dificultad de valuación por este método, y es evidente que

⁷⁸ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 51.

⁷⁹ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Págs. 452/453, 463.

en las empresas concursadas, el futuro de los flujos de fondos es muy variable, por lo que deberían buscarse otros valores de aproximación, por ejemplo, aplicando la metodología de valuación por múltiplos, donde el valor de un activo es derivado de la valuación de activos comparables cotizantes en bolsa o en otros mercados.

En el caso de las empresas que se encuentran sometidas al proceso de cramdown, generalmente sucede que atraviesan luego de su adquisición, procesos de reestructuración, cambiando tal vez sus estructuras de capital, y cada uno de estos cambios puede dificultar la estimación de los futuros flujos de fondos, afectando esto el riesgo involucrado en la valuación de la empresa. La realidad es que las empresas en concurso mantienen graves dificultades financieras, teniendo generalmente pérdidas y flujos de fondos negativos. Esto obviamente también dificulta la tarea de valuación. Los flujos de fondos deberán calcularse hasta que se hagan positivos, lo cual agrega aún mayor riesgo para el cálculo del valor. Sin embargo no es tarea difícil, siempre y cuando se calcule el riesgo involucrado. Una complicación adicional se agrega si la validez de la información es cuestionada, pues de ella se desprende la validez de las cifras con que se trabaja. Así cuando los controles internos de una empresa no permiten confiar en que el sistema contable va a producir cifras confiables, las proyecciones y cálculos basados en esas cifras tampoco serán confiables. Es muy común en nuestro país encontrar en las contabilidades preconcursales hechos económicos deliberadamente fabricados con diversos objetivos, que distorsionan significativamente los guarismos a analizar.

Razzetto preveía en sus conclusiones que “si el juez pretendiera llevar a cabo este enfoque de valuación, debería optar por exigirle al síndico que desarrolle tales procedimientos de manera previa en su Informe General, o designar una institución o experto que lo hiciera, de la misma forma que la ley lo prevé para tareas mucho menos complejas, como el cálculo del valor presente de los créditos”.

Al otorgarse una segunda oportunidad para que el propio deudor pueje junto con los terceros interesados (acreedores, inversionistas, etcétera) por un acuerdo durante el procedimiento del salvataje de su empresa, resulta válida la propuesta de clasificación en dos tipos de metodologías de valoración, diferenciadas por su naturaleza en: modelos financieros (análisis de los flujos de caja, modelo de gordon, de mercado, de factores y enfoque residual); y modelos económicos o contables (valor de capital económico, valor de rendimiento, método indirecto o valor promedio, método de amortización del goodwill, anglosajón y valuación con el PER); para plantear una metodología integral ponderando dichos métodos, que permiten presumir la consideración de un conjunto importante de

variables pertinentes del valor de una compañía. Mientras los modelos financieros plantean la valoración implícita de la gestión estratégica de los negocios como una más de las inversiones que poseen valor al involucrar en las hipótesis para los cálculos decisiones empresarias, los modelos económicos en cambio, incluyen en su metodología el valor individual de los activos valorados a través del mercado donde se los podría comercializar sin incluir en ellos el valor agregado por el management, la innovación y creatividad de las personas integrantes de la empresa. Ahora bien, a pesar que los modelos financieros reflejan el valor agregado de una buena o mala gestión estratégica a través de los flujos de fondos, cuando se vende una compañía, normalmente no se transfiere la gestión, sí en cambio, los activos y pasivos que poseen un valor individual generalmente conocido en el mercado. La compra de una empresa, habitualmente significa un cambio de gestión con otro control accionario, por lo tanto, el comprador no está muy dispuesto a pagar una gestión que no va a continuar, que sí parece estar dispuesto a hacerlo el actual propietario (deudor concursado). Por ello, la conveniencia del cálculo del valor desde las dos alternativas básicas posibles: continuidad de la propiedad actual (no venta), para el supuesto que el deudor sea el primero en obtener la votación necesaria; y cambio de la misma (venta), metodología que además, permite determinar el margen de negociación entre el propietario de la empresa y el potencial comprador, primero respecto de los resultados arrojados por los métodos financieros, y luego de los métodos económicos; para obtener finalmente el margen de negociación promedio de ambos métodos. De esta manera se estará en mejores condiciones de merituar la razonabilidad y viabilidad de las negociaciones, y en definitiva, del probable real valor de mercado de la empresa (valor objetivo). La doctrina financiera coincide en recomendar como enfoque conveniente el valor actual de los flujos de fondos (método financiero); pero la práctica no siempre lo adopta como método preferido, sino que le otorgan a los valores patrimoniales (modelos económicos) un reconocimiento práctico no inferior, principalmente en Europa y Norteamérica, donde los balances son una base imprescindible en el cálculo del valor empresa, como también las referencias de las rentabilidades y flujos de fondos históricos, base de proyecciones. Al respecto cabe señalar que los auditores españoles prefieren la aplicación de medias ponderadas de varios métodos simples, en función de las circunstancias concretas de cada valoración. Esto permite eliminar riesgos propios de los modelos respecto de una situación particular, dado que acertar con el modelo elegido, implica un riesgo que no es necesario asumir. El modelo integral de ponderación de los métodos financieros y económicos, permite en cada caso en particular, presumir la

consideración de un conjunto importante de variables pertinentes del valor de una empresa, que lleva a reducir el riesgo de la elección de un método en particular.⁸⁰

Toda valuación siempre lleva un componente de error en su resultado final, dada la subjetividad de cada analista implicado en esta tarea. Toda valuación es una estimación y no un valor real o definitivo; busca determinar el valor de una empresa que servirá de base para la negociación entre las partes interesadas. Toda empresa tiene un valor subjetivo, relativo y marginal; y el objetivo principal de la valuación es, al menos, situarse al nivel de un precio racional y justo.⁸¹

Puede observarse entonces, que las opiniones sobre la aplicabilidad de este enfoque son diversas, por lo tanto cada evaluador ponderará la conveniencia de utilizarlo o no en cada caso concreto.

III.2.6. El menú de tasas de actualización

La fórmula matemática de actualización de valores futuros, es una ecuación donde la tasa que actuará como factor de actualización es una variable independiente, de modo que puede asumir cualquier valor. Así, la elección de la tasa de interés que se aplicará a la fórmula resulta relevante para la determinación del valor de transferencia de la concursada rescatada. De aplicarse una tasa demasiado alta, implicará un valor actual de los pasivos demasiado bajo y consecuentemente un valor de transferencia demasiado bajo; mientras que a la inversa ocurrirá con la aplicación de una tasa demasiado baja, habida cuenta que existe una relación inversamente proporcional entre tasa de interés y valor actual.

La propuesta de pago contiene dos puntualizaciones: cuánto se dará en pago y cuándo se pagará. Respecto de lo primero, si por ejemplo, el acuerdo estipulaba una quita del 30%, lo que debe considerarse para actualizar es el saldo del 70% restante, esto es, en los acuerdos remisorios sólo debe actualizarse el valor neto a percibir. Respecto de lo segundo, el capital neto a pagar puede llevar o no intereses. Para llegar al valor presente de los créditos la ley da pautas, indicando que deberán tomarse en consideración la tasa de interés contractual de los créditos, la tasa de interés vigente en el mercado argentino e internacional y la posición de riesgo de la empresa concursada teniendo en cuenta su situación específica. Estrictamente, se trata de tasas de descuento que permitirán traer a valores de presente cifras del futuro. Sin embargo, la ley ha otorgado un menú de tasas que no es tan específico, sino en realidad, sumamente amplio. La tasa contractual de los

⁸⁰ Camaño, Rosa. “Evaluación de empresas concursadas”. Jornadas de Derecho Concursal de Mendoza. 2002.

⁸¹ Razzetto. Ob. Cit. Nota N° 41.

créditos dependerá de la naturaleza de cada crédito y cada acreedor, ya que nunca será igual la tasa aplicable de un préstamo a través de un descubierto en cuenta corriente que la de un mutuo garantizado con hipoteca por ejemplo. Debe distinguirse si el acuerdo ofrecido contiene o no intereses. Si los contiene, la tasa de interés ofrecida, a su vez, puede ser la de plaza financiera o ser menor a ella; si es la de plaza, el interés ofrecido compensa al descuento por el tiempo, por ejemplo, si se ofreciera pagar \$100 a un año con más el 12% de interés que es el del mercado, los \$112 a cobrar entonces equivalen a \$100 de hoy; si el interés ofrecido fuera menor que el del mercado, el diferencial entre ambos debe ser tenido en cuenta al actualizar. Por ejemplo, si en vez del 12% se ofrece pagar el 8%, estos \$108 deben actualizarse a una tasa del 12% y no a la ofrecida, porque los 4 puntos porcentuales los pierde el que cobrará, ya que el valor actual será menor, en el caso sólo \$96,42.

Las tasas de interés vigentes en el mercado argentino y en el internacional comprenden prácticamente el universo de tasas de interés que irán desde el 0% hasta la máxima posible que se permita en el mercado. Respecto de la elección de dichas tasas, debe tenerse presente el negocio en examen para determinar la pertinencia de unas u otras tasas; por ejemplo, cuando la empresa objeto del salvataje desarrolla sus actividades en el mercado interno y sus recursos financieros son de fuentes nacionales, difícilmente encuentre asidero la aplicación de las tasas internacionales.

Pero además, a esa tasa, debe adicionársele la de riesgo aplicable a la particular situación de la concursada, lo cual implica que la tasa de actualización aumentará considerablemente, ya que el riesgo es excesivamente alto en la concursada. Para alguna doctrina, la posición relativa de riesgo de la concursada no constituye un parámetro susceptible de ser ponderado por el experto, porque la posibilidad de pérdidas que puede sufrir una persona en su patrimonio por ejercer actividades lucrativas, constituye una circunstancia que sólo el protagonista puede evaluar. Sin embargo, algunos autores manifiestan que tal riesgo recaería sobre los mismos interesados en adquirir la empresa, lo que implicaría determinar, que en realidad no lo habría para ellos, ya que son los que predisponen las condiciones para la adquisición operando especialmente sobre el pasivo, y como el cramdista es quien fija las bases de la propuesta a través de sus condicionamientos eventuales (quitas y/o esperas), ello disiparía la posibilidad de riesgo.

Sintetizando, de las cuatro pautas de la ley, la primera (el interés contractual de los créditos preconcursales) será, en la generalidad de los casos, imposible de obtener por su enorme dispersión; y la cuarta (el riesgo de la empresa concursada), por su alta dosis de subjetividad, no es recomendable en la materia. Restan así dos, las tasas vigentes en los

mercados nacional e internacional; salvo casos de grandes empresas con acceso a este último mercado, que convocando a sus acreedores provoquen un megaconcurso; en la inmensa mayoría de los casos para obtener el valor actual de la propuesta se recurrirá a las tasas del mercado nacional, específicamente, de la plaza donde opere la concursada, que además, son de pública difusión, lo que permite el control de la corrección de los cálculos.⁸²

De esta manera, la tasa de interés resulta el elemento más difícil de determinar y el resultado de la ecuación de actualización, dependerá finalmente de esta elección, la que debería resultar de aplicación justificable.

III.2.7. La inexistencia de plazos

El procedimiento del artículo 48 contiene la posibilidad de una segunda valuación judicial, la que solamente acontecerá cuando el primero que presentare las conformidades de los acreedores dentro del plazo legal fuere un tercero, y en tanto la primera valuación hubiera arrojado resultado positivo.

Esta segunda resolución judicial de valuación, también debe estar precedida, en caso de su procedencia, por un dictamen del evaluador que consiste en un ajuste de la primera valuación que gravita a su vez, en la reducción que experimente el valor presente del pasivo quirografario en virtud de la propuesta conformada.

Es de notar la diferencia más relevante en materia del valor de las cuotas o acciones que se incorporó con la ley 25.589, ya que ahora no es el juez quien determina el valor patrimonial de la empresa, sino que ésta es función del evaluador, un experto en la materia.⁸³ Éste cuenta con treinta días para establecer el real valor de mercado de la empresa, sin embargo, respecto a la determinación de valor de las acciones se advierte la ausencia de plazo para el magistrado, a fin de que dicte la resolución de valuación, lo cual es el punto de partida a su vez para que los interesados en la adquisición de las acciones o cuotas presenten en el expediente las conformidades de los acreedores; por lo tanto se podría entender que es el de cinco días hábiles judiciales previsto en el inciso 1 del artículo 273.

En el caso de que resulte adquirente el deudor concursado, el juez al declararlo, da curso al procedimiento de los artículos 49 y siguientes relativos a la posibilidad de impugnar el acuerdo. No obstante lo cual, la ley nada dice respecto de esta situación en los casos en que el adquirente de la empresa sea un tercero. Ante tal omisión, se entiende que la

⁸² Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Págs. 509/533.

⁸³ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 19.

homologación en tal hipótesis, deberá necesariamente seguir la secuencia de los artículos 49 a 51 del ordenamiento falencial, toda vez que no es posible la discriminación evidente que surgiría de la posición contraria, ya que si el concursado compite en igualdad de condiciones, éstas deben completarse con el procedimiento impugnatorio previsto en el ordenamiento concursal para todos los interesados.⁸⁴

Entonces, se puede inferir que el nuevo artículo 48 omite la determinación de los plazos tanto para el dictado de la resolución de valuación como para la designación del evaluador; lo cual genera mayor incertidumbre, ya que “todo proceso concursal como el cramdown en general está teñido por las características fundamentales de las negociaciones entre acreedores y deudores, y los plazos constituyen la previsibilidad para todos los interesados del estado de tales negociaciones; sin embargo también se puede considerar que si la finalidad última del instituto es el salvataje de la empresa, resultaría más acorde la posibilidad de un manejo más elástico de los plazos para adecuar los tiempos en consonancia con dicho objetivo”⁸⁵, y esto ha quedado plasmado en la gran mayoría de los casos jurisprudenciales, ya que toda la doctrina se ha encargado de hacer notar que el caso “Ferroviaria SA” ha sido el primero y uno de los excepcionales que ha finalizado en cumplimiento de los plazos legales, el cual demandó cincuenta y nueve días hábiles. El resto, que conforman la generalidad, reflejan requerimientos de prórrogas bastante prolongadas.

No obstante, Junyent Bas⁸⁶ advierte que, según su criterio, el plazo de valuación sería realmente notable, a saber:

a) en primer lugar, está todo el período de designación que carece de plazos ciertos y donde el comité deberá elevar la terna al juez y luego éste proceder al sorteo y/o designación del evaluador, amén del término para aceptar el cargo;

b) en segundo lugar, corre el período de treinta días durante el cual el evaluador realizará el estudio pertinente y elevará la pieza técnica evaluativa del valor de las participaciones societarias;

c) en tercer lugar, sigue el período de observaciones de cinco días, debiéndose tener presente que será necesario hacer conocer a los terceros interesados la presentación de la evaluación, la que no tiene una fecha cierta, más allá de que los cramdistas tengan que concurrir a la oficina martes y viernes para notificarse de las novedades y pueda sostenerse que la presentación del informe técnico se notifica ministerio legis;

⁸⁴ Grispo, Jorge. “Cramdown: el remozado procedimiento de salvataje de la empresa en quiebra (reformado por ley 25.589)”.

⁸⁵ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 19.

⁸⁶ Junyent Bas, Francisco. “El cramdown a la criolla”. La Ley 2003-A, 1049.

d) y por último, el juez debe dictar resolución estableciendo el valor de las cuotas o acciones y obviamente como no existe norma alguna en orden a los plazos puede estarse o al principio general de los cinco días que regla el artículo 273 de la ley 24.522 y/o a los plazos para dictar sentencia reglados en los códigos de rito, de conformidad al artículo 278.

En definitiva, el período evaluatorio insumirá fácilmente un plazo aproximado de cincuenta días, lo que demuestra el alongamiento que tiene el actual cramdown que no se condice para nada con la pretensión de celeridad del procedimiento concursal.

III.2.8. Los intentos frustrados en busca de mejoras

En los debates parlamentarios sobre la eliminación de la expresión “registros contables” se dijo: “si bien puede ser importante la valuación según libros, necesariamente se deberá hacer una valuación más realista”.

La crítica más importante se dirigió a la omisión que contenía la ley respecto de toda referencia a los bienes intangibles. Así, al exigir que la valuación se realizara según valores contables no se contemplaban los bienes inmateriales, salvo que estuvieran en el activo como adquiridos, de lo contrario, la valuación de los mismos como las patentes, marcas, contratos de ejecución o cualquier otro valor llave que pudiera tener la empresa si seguía funcionando, quedaba fuera de toda contemplación.

También se reprochaba el plazo fijado al juez para que éste evaluara la sociedad concursada, ya que en el plazo de cuarenta y ocho horas, prácticamente se lo circunscribía a reproducir el Informe General del síndico.

Es importante tener en cuenta las consideraciones manifiestas de los intentos fallidos por mejorar el sistema. En el anteproyecto de 1997, el inciso 1 disponía: “en la resolución de apertura del registro de interesados, tomando en cuenta el informe general del síndico y las observaciones que hubiere merecido, el juez fija el valor base de venta de la totalidad de los activos, detrayendo del valor probable de realización de los bienes, el monto de todos los créditos verificados y los pendientes de verificación o admisión a esa fecha, los que haya denunciado el deudor aunque no hayan pedido verificación y los que el síndico informe en los términos del artículo 39 inciso 2”. Con posterioridad, el juez fijaba el valor definitivo. La solución proyectada disponía en su inciso 5: “el síndico presenta un informe diez días antes del vencimiento del plazo indicado en el inciso 3, sobre los siguientes temas: a) altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos, b) opinión fundada sobre los créditos postconcursoales, y c) pasivos contraídos por la administración

interina. Teniendo en cuenta el precio base, el informe y sus eventuales observaciones, y los gastos del concurso que se estiman en el 4% del activo, el juez, salvo en caso de resultar la propuesta del deudor la más votada, fija el precio definitivo, sin perjuicio de los ajustes previstos a continuación. El precio definitivo se incrementa por la eventual desestimación por sentencia firme de créditos postconcursoales o en revisión, o por la caducidad de cualquiera que no haya sido objeto de pedido de verificación”.

De esta manera, el valor que determinaba el juez era un valor fijo igual para todos los inscriptos, desapareciendo toda referencia a las conformidades que los socios debían prestar en caso de ofrecimiento de pago del valor de las participaciones sociales en forma reducida al valor estimado.

Entonces, mientras en la normativa vigente el postulante puede ofrecer un precio inferior al resultante de la estimación judicial, en el régimen propuesto no podría hacerlo.

“Así este sistema se presentaría como más sencillo y equitativo que el vigente. Más sencillo, porque evitaría la estimación del valor presente de los créditos según cada propuesta para reducir el valor patrimonial de la empresa en la misma proporción en que aquel valor mengua. Más equitativo, porque brindaría a los socios la posibilidad de percibir un valor equivalente al saldo probable de la liquidación sin reducción alguna”.⁸⁷

También es de consideración el proyecto de ley de reforma de la ley de Concursos y Quiebras que tuvo entrada en el Senado de la Nación el 27 de Marzo de 1998, el cual imponía importantes modificaciones al cramdown. Entre las más relevantes, que su aplicación se extendía a todos los sujetos, se establecía un nuevo sistema de determinación del precio que debe pagar el adquirente con un novedoso mecanismo tendiente a eliminar los pasivos ocultos en forma de estimular el interés por las empresas viables, y como consecuencia directa, el cramdista debía pagar inexorablemente el precio definitivo que fijaba el juez según la nueva fórmula legal y constituir las garantías de su ajuste, sin que la conformidad de la mayoría de los socios o accionistas lo autorizaran a pagar un precio inferior. El precio dejaría de ser un mero valor base relativo para cada cramdista destinado exclusivamente a determinar si el adquirente necesita o no de la conformidad de los socios, para constituir un valor fijo igual para todos los inscriptos que debe pagar el cramdista y que se calcula con la cristalización del pasivo y la garantía del adquirente por eventuales incrementos para diluir los efectos de pasivos ocultos y también de incrementos

⁸⁷ Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2.

postconcursoales. De esta forma, desaparecería la vinculación del precio con el contenido de la propuesta y también toda referencia a la conformidad de los socios.⁸⁸

⁸⁸ Dasso, Ariel. “El proyecto de reformas de la ley de concursos y quiebras. Principales contenidos y el nuevo cramdown”. La Ley 1998-E, 984.

Capítulo IV: La figura del evaluador

IV.1. El evaluador y sus funciones

El originario artículo 262 complementaba al artículo 48 del mismo cuerpo legal estableciendo las condiciones de designación del estimador del valor presente del pasivo verificado y admisible, elemento éste componente de la fórmula de valuación de la empresa. En el actual sistema de la ley 25.589, el estimador es denominado evaluador, y su función no tiene identidad con la del sistema anterior ni tampoco es análoga su relevancia, dado que no se limita a la realización de dicho cálculo, sino que se incorpora la tarea de establecer el valor real de mercado de la empresa en reemplazo de la fijación por el juez del valor patrimonial de la misma según registros contables.

De esta manera, y considerando que dentro del esquema del artículo 48 la determinación del valor de la empresa es uno de los elementos básicos, fundamentales e imprescindibles, el evaluador deberá utilizar las diferentes técnicas de valuación en forma apropiada; deberá inicialmente definir los métodos o la combinación más conveniente para el caso específico, y en base a ellos calcular los valores que servirán de parámetros para proceder a fijar el valor final, el cual dependerá de cada evaluador, toda vez que la metodología a aplicar será la que subjetivamente decida en base a su criterio y experiencia profesional, como se puede inferir del análisis de la norma. Este nuevo rol asignado al evaluador, se circunscribe a un ámbito de importante relevancia en el desarrollo del proceso.

La valuación de empresas requiere de conocimientos profundos de las variables que determinan el valor de un negocio, porque dicha valuación posee innumerables factores que es necesario clarificar en el contexto de la situación del mercado y no solo siguiendo una metodología de valuación determinada, considerando que el fenómeno concursal se inscribe dentro del concepto más amplio de la crisis empresaria; y ello comprende su gestión, gerenciamiento, saneamiento y recuperación. Por ello es importante contar con un experto en la determinación del valor justo de la empresa, quien será el encargado de ponderar todas las variables que caracterizan a la empresa concursada en proceso de salvataje a la hora de adaptar el método de valuación.

Su función es asignar un valor a las acciones o cuotas representativas del capital social de la concursada a fin de que el juez tenga fundamento técnico para resolver sobre dicha valuación.

IV.2. La metodología de designación

Respecto a la designación de los evaluadores, los que cumplen con las condiciones para ser designados deben inscribirse en un registro de la Cámara de Apelaciones de la respectiva Jurisdicción, pero se innova en cuanto al criterio de la elección, ya que entre los inscriptos con las cualidades referidas, la Cámara de cada jurisdicción formará una lista de evaluadores, y el Comité de Acreedores propondrá una terna entre los que elegirá el juez.

“Esta preselección a cargo de los acreedores genera distintas lecturas: se advierte que tienen interés en el resultado, pues cuando aspiren a adquirir las cuotas o acciones por vía de cramdown, les convendrá la determinación de un valor bajo, lo que facilitará su objetivo”. Además, se incrementa la participación de los acreedores si se considera la situación de inexistencia de la lista referida, caso en que el comité, directamente, sugerirá al juez dos o más evaluadores que habrán de reunir las condiciones similares a las requeridas para integrar la lista, entre los que éste elegirá, aunque no sea vinculante.⁸⁹

No se advierte el motivo por el cual deba intervenir el comité de acreedores en la elección de la terna, cuando al existir la lista conformada por el tribunal jurisdiccional, se imponía el sorteo como forma de designación absolutamente objetiva. En efecto, el eventual criterio de elección de la terna será más que discutible y luego el juez tendrá que elegir entre los ternados, también sin tener pautas objetivadas en la norma, todo lo cual desmerece y complica el sistema innecesariamente. Por ello, resultaría fundamental que el juez siguiera utilizando el mecanismo del sorteo para seleccionar finalmente a quien debe elegir para el cargo de evaluador;⁹⁰ de lo contrario se estará dando lugar a alguna suspicacia o preferencia ya que lógicamente los acreedores tratarán de designar a aquellos evaluadores que no contemplan con objetividad o realidad el valor de las empresas.

IV.2.1. Las condiciones de los sujetos designados

⁸⁹ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 19.

⁹⁰ Junyent Bas. Ob. Cit. Nota N° 86.

La tarea de determinar el referido real valor de mercado recayó entonces en un nuevo auxiliar de la justicia, que con el nombre de evaluador, aparece caracterizado en la nueva redacción del artículo 262.

El rol del evaluador, por dicha norma, fue encomendado a bancos de inversión, entidades financieras autorizadas por el Banco Central de la República Argentina, o estudios de auditoría con más de diez años de antigüedad. Siendo los bancos de inversión sólo una especie dentro del género de entidad financiera autorizada, en realidad la gama de variantes se limita a las dos últimas opciones, a saber: entidad financiera autorizada por el Banco Central de la República Argentina, o estudio de auditoría con más de diez años de antigüedad. En una y otra opción, entidad financiera o estudio de auditoría, aparece el nombre de entidades en las que se desempeñan profesionales de ciencias económicas, personas físicas sobre las que en definitiva recaerá la concreta tarea de determinar el real valor de mercado de las tenencias de capital que la ley encomendó al evaluador. En definitiva, se presenta una nueva incumbencia con la sanción de la ley 25.589 para los profesionales en ciencias económicas que debe ser adecuadamente atendida: la función del evaluador. Así aparece una nueva actividad que se adiciona a las ya previstas para el contador público dentro del ámbito forense.⁹¹

Algunos autores proponen que se eliminen a las entidades financieras y a los estudios de auditoría del elenco de los evaluadores y que en su reemplazo la nómina sea integrada directamente por profesionales en ciencias económicas, bregando por la excelencia y el perfeccionamiento profesional; ya que la nueva disposición legal permitiría a dichos profesionales, y en particular a los especialistas en esta técnica, analistas evaluadores de empresas, volcar toda su experiencia y bagaje de conocimientos en esta área de las finanzas y administración de empresas en crisis.

El profesional en ciencias económicas, a partir de su formación curricular, se encuentra ampliamente capacitado para el empleo de una diversidad de técnicas y procedimientos para la valuación de empresas a aplicar selectivamente de acuerdo a la envergadura y complejidad de la empresa a valorar. Tales capacidades se han potenciado a partir de las diversas carreras de especialización que se dictan en la actualidad. Por esto debe fomentarse la idoneidad profesional, la excelencia y la transparencia, garantizando la imparcialidad en la evaluación y la calidad en el proceso de valuación de empresas.

La tarea asignada al evaluador, sujeto de carácter independiente e imparcial, representa un importante desafío profesional para los expertos en economía y finanzas. En

⁹¹ Lauletta. Ob. Cit. Nota N° 76.

condiciones normales de desarrollo empresarial la valuación de empresas constituye una actividad compleja en el ámbito de las finanzas corporativas. El evaluador deberá emitir una opinión o juicio de valor esencialmente de carácter subjetivo, realizando la fundamentación técnica necesaria para la razonabilidad del dictamen, basada en sus conocimientos y experiencia práctica. La aplicación de tales conceptos financieros en un marco de insolvencia y crisis empresarial requiere de un dominio general de todas las metodologías disponibles; y la complejidad involucrada, ha permitido incorporar la consideración posible de la necesidad de integración de un equipo profesional interdisciplinario para alcanzar una opinión profesional debidamente justificada en un contexto empresarial de alta incertidumbre.

De allí, que Rotman⁹² apunta como realidad práctica, que el evaluador designado deberá realizar un trabajo profesional complejo con la debida integración de un equipo interdisciplinario especializado y experimentado, que pueda acreditar experiencia real y concreta en la valuación de acciones y empresas, bajo metodologías aceptadas internacionalmente.

Dicho autor manifiesta que “si la tarea se realiza de manera personal, individual y aislada, sin la debida integración de conocimientos y experiencias que sólo pueden reunir equipos interdisciplinarios, irremediamente los resultados a obtener serán de mayor facilidad de objeción”. Sin embargo, esta opinión se enfrentaría con el supuesto de prescindir del evaluador y designar al síndico como encargado de esta tarea. No obstante, hay que considerar que el respaldo de los fundamentos para una opinión sobre el valor accionario, fuertemente vinculado a la visión a futuro de un negocio, vendrá dada en buena medida por el sustento teórico y práctico de quienes evalúen tales factores y realicen las determinaciones correspondientes. En particular, teniendo en cuenta que las tareas profesionales deberán desarrollarse en un contexto de alta incertidumbre respecto al desempeño futuro de la empresa debido al proceso concursal, el evaluador, deberá enfrentar un desafío profesional de carácter diferente a las opiniones de valor, estimaciones y valuaciones desarrolladas con habitualidad en el mercado financiero y de capitales, en el contexto de transacciones bursátiles o de fusiones y adquisiciones empresariales. La aplicación y adaptación de metodologías y aproximaciones al valor constituyen uno de los factores clave para que el evaluador pueda emitir una opinión profesional adecuada en el marco del valor real de mercado de las acciones.

⁹² Rotman. Ob. Cit. Nota N° 12.

Es cierto que hay profesionales expertos en cada especialidad, y esto fundamentaría la idea de Rotman de que la determinación de valor a partir de la aplicación de los standards, metodologías y enfoques considerados requeriría la conformación de un equipo multidisciplinario que asistiera al evaluador en las diversas tareas específicas que conforman las fases habituales de desarrollo del trabajo, actuando éste como un integrador. De esta manera, en función de los objetivos del trabajo, el equipo profesional que tuviera a su cargo el evaluador, debería estar conformado por equipos especializados estimativamente en las siguientes áreas: 1) análisis macroeconómico y sectorial; 2) investigación de mercado de capitales, mediante un equipo profesional de especialistas de finanzas corporativas; 3) análisis y modelización financiera, para el relevamiento integral de información económica, financiera, patrimonial, comercial, industrial, incluyendo un análisis detallado del informe del artículo 39 elaborado por la sindicatura concursal, entrevistas con la dirección y gerencia de la sociedad a los fines de entender la situación de la empresa en el contexto de crisis, las perspectivas de mediano plazo y las necesidades financieras para una eventual reactivación o crecimiento de actividades, evaluación de las variables críticas generadoras de valor (ventas, márgenes operativos, economías de escala, costos de insumos, etcétera) y desarrollo de los modelos financieros para la determinación de valor; y 4) especialistas externos, en función de ciertas complejidades técnicas que puedan presentarse; el evaluador podrá requerir el aporte profesional de especialistas externos, tal el caso de especialistas para la emisión de informes técnicos sobre aspectos industriales, consideraciones sobre tratamientos impositivos particulares, determinaciones contables complementarias a las realizadas por la sindicatura, etcétera. Ésta situación se dio por ejemplo, en el caso “Pino Camby SA”, en el que el evaluador debió recurrir a un ingeniero agrónomo para obtener las tasaciones de campos forestados.

IV.3. La capacidad del síndico

En forma inmediata a la resolución de apertura del concurso preventivo y pertinente publicación de edictos, se inicia el proceso de verificación, el cual es realizado en las oficinas del síndico, quien adquiere así una función protagónica en este estadio. Además, presenta en el Informe Individual opinión fundada ante el juzgado sobre la procedencia de la verificación de cada crédito insinuado y del privilegio, lo que le permite tener un profundo conocimiento de la operatoria de la empresa; por lo cual, el síndico

debería ser el encargado de realizar la tarea del evaluador, no sólo por razones de economía procesal, sino también por ser el órgano del concurso que ya tiene una opinión aproximada sobre la valoración de la empresa. Desde esta óptica, el síndico se encontraría en mejores condiciones para realizar las tareas requeridas por el artículo 262; por un lado, por su idoneidad técnica, y por el otro, por el conocimiento concreto de la empresa en cada caso. En este sentido, la sindicatura designada en el proceso concursal conoce detalladamente tanto el activo como el pasivo de la concursada, siendo no obstante, totalmente ignorado en el período posterior al de la entrega del Informe General. Se deja de lado a quien está más interiorizado con la situación patrimonial de la sociedad, introduciendo a esta altura del procedimiento a un sujeto extraño al proceso, además de la generación de mayores gastos como consecuencia de su actuación profesional. Sin embargo, resulta de validez considerar que el Informe General permite en gran medida, conocer de antemano la posible valuación en términos relativos, por lo que si se estima que es negativa, el nombramiento del evaluador resultaría estéril, ya que además de no tener sentido en la valuación tampoco sería necesaria su actuación al momento de calcular el valor de los créditos. Respecto a este cálculo, consiste en una simple operación financiera y por ende, se encuentran los síndicos capacitados por su específica formación para llevarlos adelante; lo que implicaría tener en cuenta estas tareas luego, al momento de la homologación del acuerdo cuando se les regulen los honorarios.⁹³

El cálculo del valor actual de los créditos es una operación de matemática financiera relativamente sencilla. Consiste en esencia, en quitar del dinero el efecto tiempo, partiendo de la premisa de que el mero transcurso del tiempo devenga intereses. Así, siempre que exista plazo, habrá intereses implícitos. La fórmula que resulta aplicable para determinar el valor actual es $VA = (S / (1 + i)^n)$; donde VA es el valor actual; S es la suma a pagar, en este caso sería el pasivo; i es la tasa de interés aplicable; y n el número de períodos a transcurrir hasta la fecha de cálculo.

Mosso, como autor relevante en la materia por su experiencia en la intervención como magistrado en el primer cramdown del país, citado por Rodríguez Pardina y Fushimi⁹⁴, ha dicho: “la obtención del valor actual de los pasivos es menos compleja que la determinación del valor patrimonial de la empresa, por lo tanto, para ello no se requerirán cálculos de tipo actuarial sino sólo financieros, para cuyo desarrollo práctico el síndico como contador, profesional en ciencias económicas, posee conocimientos suficientes,

⁹³ Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2.

⁹⁴ Rodríguez Pardina, José y Fushimi, Jorge. “Propuesta de reformulación del artículo 48 (cramdown) y de supresión de la figura del estimador del artículo 262 de la ley 24.522”. II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia. IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Pág. 460.

pudiendo llevar adecuadamente el trabajo previsto”. Y esto encuentra mayor sustento si se tiene en cuenta que antes de la reforma mediante la ley 25.589, el estimador era el encargado de efectuar el cálculo del valor presente de los créditos en el concurso preventivo, y dicho rol podía ser desempeñado por bancos comerciales o de inversión, instituciones financieras o expertos en materia financiera; y justamente, con respecto a estos últimos, la justificación radica en que “en el Reglamento para la inscripción y formación de listas de síndicos, enajenadores y estimadores en procesos concursales, en su artículo 21, apartado b), se refiere como expertos en materia financiera precisamente a los profesionales universitarios en ciencias económicas con incumbencia en finanzas”.⁹⁵

En el Informe General, el síndico debe enunciarse sobre la composición patrimonial del sujeto, expresada con sentido realista, con criterio objetivo y subjetivo a la vez, en mediciones económicas y financieras, en análisis cuantitativo y cualitativo.

Cuando la ley en su artículo 275 expresa que el síndico debe averiguar la situación patrimonial del deudor, se está refiriendo a la investigación integral de todos los rubros patrimoniales, de todos los rubros generadores de resultados, y a los actos mismos de gestión de los administradores.

El síndico se encontrará con un balance o estado que no es más que una fotografía económica y financiera de la empresa, sobre la cual deberá aplicar todos sus conocimientos y desarrollar los principios de la técnica de la investigación, la que dependerá de la organización del mismo deudor, ya que de contar éste con sus controles internos y externos, la labor del síndico será más factible, al igual que la esperanza de lograr aproximaciones más o menos correctas.

En el desarrollo y ejercicio de la sindicatura se encuentra la aplicación de auditorías parcial, por el análisis de cuentas del pasivo en la compulsa que marca el artículo 32 circunscripto a la insinuación crediticia; completa, por el desarrollo investigativo integral de la empresa en cumplimiento al artículo 39, por comprenderse tanto el estudio de las cuentas patrimoniales, como las de resultados, los actos de gestión y su proyección en el tiempo retrospectivo; de pruebas, por la necesidad de ciertos controles o análisis especiales que sirvan de basamento a actos calificadorios como a integraciones de compromisos contractuales y societarios; especial, en lo tocante al análisis de ciertos actos que sirvan de fundamento a revocabilidades en las posturas de los artículos 122 y 123; y externa, en razón

⁹⁵ Turco. Ob. Cit. Nota N° 37. Págs. 527/8.

de que el experto a actuar en análisis no depende de la voluntad de la empresa, que no lo puede designar, sino que viene impuesto en el proceso concursal.

Para poder arribar a todo ello, independientemente a la misma vocación de auditor, el síndico está dotado de los resortes necesarios para la mayor apreciación y para una mejor ponderación. Las condiciones y conocimientos básicos que debe reunir un auditor son también concebibles y necesarias en el comportamiento del síndico, a saber: capacidad técnico contable y científica, de estudio, de investigación, de análisis, experiencia y habilidad constructiva, condiciones de carácter y mentalidad, nociones de derecho, de economía social, estadística y política económica, conocimiento de leyes tributarias, secreto profesional.⁹⁶

De mayor importancia se torna este tema si se considera que con fecha 14 de Abril de 2006 se produjo una nueva reforma a la ley de Concursos y Quiebras. El artículo 1 de la ley 26.086 (reforma el inciso 11 del artículo 14), dispone que en la resolución de apertura del concurso preventivo, el juez deberá *“correr vista al síndico por el plazo de 10 días, el que se computará a partir de la aceptación del cargo, a fin de que se pronuncie sobre:*

- a) los pasivos laborales denunciados por el deudor;*
- b) previa auditoría en la documentación legal y contable, informe sobre la existencia de otros créditos laborales compendidos en el pronto pago;*
- c) la situación futura de los trabajadores en relación de dependencia ante la suspensión del convenio colectivo ordenada por el artículo 20”.*

Entonces, de aquí se desprende que el síndico deberá llevar a cabo una auditoría previa para luego proceder al desarrollo del informe, lo que implica un dictamen de auditoría parcial. En relación a la primera obligación impuesta por el apartado a) del inciso 11 del artículo 14, el síndico debe informar con formato de dictamen al juzgado que la nómina de acreedores laborales denunciada por el deudor, encuentra su correlato o no con algunos registros o documentaciones que obran en poder del deudor.

A los efectos del apartado b), el legislador ha decidido que el síndico se transforme en auditor, cuando dice “previa auditoría en la documentación legal y contable”.

Es importante destacar, que las auditorías que se efectúan a los estados contables son de naturaleza selectiva, o sea que se realiza por muestreo al solo efecto de poder emitir un dictamen profesional respecto de las normas aplicables y la razonabilidad o no de la situación económica, patrimonial y financiera de la empresa. Sin embargo, en apariencia, el

⁹⁶ Torne, Héctor. “Misión indagatoria de la sindicatura”. La Ley 1984-A, 1047.

objetivo del legislador no es una auditoría selectiva, sino que pretende que el síndico designado audite de modo integral toda la documentación legal y contable.

También se incorporó el inciso 12 del artículo 14, que establece que *“el síndico deberá emitir un informe mensual sobre a) la evolución de la empresa, b) si existen fondos líquidos disponibles y, c) el cumplimiento de las normas legales y fiscales”*.

Meritar la evolución de la empresa significa conocer todas y cada una de las operaciones que realice el concursado, conciliar saldos de flujos de fondos, controlar los saldos de inventario de bienes de cambio, verificar que la toma de decisiones en caso de sociedades de capital se efectúen conforme a la ley de Sociedades, controlar el endeudamiento postconcurzal, las conciliaciones de cuentas corrientes por ventas y por compras, verificar el registro de operaciones en los libros de contabilidad exigidos por las normas vigentes, si existen fondos disponibles, si cumplen con las obligaciones fiscales, entre muchas tareas más.

Esta exigencia de informes mensuales no la tienen ni siquiera los auditores externos de sociedades comprendidas en el artículo 299 de la ley de Sociedades, toda vez que la exigencia de presentar estados contables es trimestral.⁹⁷

IV.4. El contador público en las empresas en crisis

Cuando en una empresa aparecen los primeros síntomas de ahogo o problemas financieros se recomienda la intervención de profesionales en ciencias económicas que, apoyado en las distintas herramientas o métodos que brindan las ciencias administrativas o empresariales, pueden aportar una solución oportuna y conveniente para el normal desenvolvimiento y crecimiento de la empresa. Esto refleja la necesidad de que ante tal situación, dichos profesionales deban tomar un rol más activo, protagónico y comprometido con las necesidades en materia de servicios profesionales que demandan las empresas, debido a su preparación y formación curricular o académica y a la experiencia adquirida en el ejercicio de su profesión.

La principal dificultad que el profesional generalmente encuentra en esta etapa es la falta de conciencia de la crítica situación de la empresa y falta de decisión por parte de los empresarios en implementar ese plan o proyecto de solución creativa y personalizada, aplicando las técnicas más adecuadas.

⁹⁷ Arias, Hugo. “El síndico concursal: administrador, auditor y ¿además síndico?”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. Mayo 2006.

Se debe reconocer que la conducta del empresario resulta por demás negativa a la hora de estudiar la posibilidad de acceder a un concurso preventivo y tomar una decisión trascendental para el destino de su empresa recurriendo al ámbito público para resolver su crisis económica-financiera mediante este remedio; a esta natural reticencia y miedo al prejuicio social del empresariado se añade también la falta de visión del profesional de ciencias económicas como asesor de empresas en crisis, para de esa forma hacer conocer con la profesionalidad necesaria el estado en que se encuentra la empresa y su posible encauzamiento a través de soluciones legales.

Si no se aplican las herramientas administrativas adecuadas o se fracasa en la implementación de las mismas, es común observar cómo la empresa que hasta el momento atravesaba sólo dificultades financieras, en el corto plazo camina en forma irreversible al estado de cesación de pagos, el que constituye condición indispensable para la presentación de la empresa en concurso preventivo.

En dicha etapa, o previamente, es importante la labor técnica del contador público ya que la presentación en concurso requiere conocer en forma pormenorizada la normativa de la ley de Concursos y Quiebras, como la doctrina y jurisprudencia creada en torno a ella con el fin de llevar adelante las tareas encomendadas a dicho profesional bajo exigencia legal, y más adelante, el estudio de las alternativas de solución a la crisis, labor profesional que requiere el mayor grado de profesionalidad, solidez técnica, eficacia y eficiencia a los fines de un exitoso proceso concursal.

Es menester recalcar la importancia y amplitud que les otorga la ley 24.522 a los profesionales en ciencias económicas, ya que éstos no solo participan como síndicos o meros liquidadores sino que también pueden participar en los procesos concursales como asesores de empresas en crisis, asesores del comité de acreedores, enajenadores, estimadores, asesores financieros, coadministradores, auditores, mediadores en la búsqueda del acuerdo más conveniente para las múltiples partes intervinientes en el proceso concursal o durante el salvataje de la empresa que concluya con la conformidad necesaria y que sea de posible cumplimiento por parte de la empresa calificada como viable.⁹⁸

Si se analiza la situación particular de una empresa que se encuentra en crisis, resulta que aquella no es espontánea ni se origina de improviso, sino al contrario se anuncia en el tiempo por síntomas diversos. Frente a una situación de falencia, quizás irremediable, se suelen presentar estados contables que no reflejan totalmente la realidad y evolución de su patrimonio y negocios, al efecto de seguir refinanciando sus pasivos y llevar alguna

⁹⁸ Camaño. Ob. Cit. Nota N° 15.

tranquilidad a proveedores y accionistas. Con esa conducta se van dilatando los acontecimientos a la espera de posibles soluciones sin resignar o realizar gran parte del patrimonio. Para la presentación de aquellos estados contables a terceros, como proveedores, financistas o inversores; se necesita la intervención profesional del contador público independiente, ya sea como auditor externo o síndico societario, y en los dictámenes que los acompañan podrían configurarse algunas conductas reprochables, generalmente por omisión y/o incumplimiento de las normas legales y profesionales. También es común que durante la crisis el deudor cometa actos perjudiciales para algunos o todos los acreedores para evitar el agravamiento de la situación o tal vez, para conservar algunos recursos; como la transferencia simulada de bienes, ocultamiento de activos, creación ficticia de pasivos, operaciones ruinosas para hacerse de fondos, o arreglando sólo los juicios que promueven sus acreedores mas diligentes y activos, o tratando de cancelar deudas que considera de honor o de acreedores amigos. En estos casos, parecería ingenuo entender que el auditor y/o el síndico no hayan tenido noticias de alguno o algunos de estos actos, o que no hayan actuado con algún grado de complicidad.

En el concurso preventivo el síndico concursal debería incluir en el Informe General, las deficiencias del control de legalidad de los estados contables del ejercicio, como así también expedirse sobre la regularidad y las deficiencias de la contabilidad. Necesariamente deberá opinar sobre la razonabilidad de los procedimientos realizados por el auditor externo que dictaminó el último balance general cerrado antes de la presentación, ya que debe informar sobre la composición del activo y del pasivo a la fecha del Informe General, deberá controlar la evolución de los distintos rubros del estado patrimonial presentado por el deudor en su petición a ese momento y opinar sobre las diferencias, para lo cual volverá sobre los procedimientos de auditoría utilizados por el contador público que dictaminó aquel estado patrimonial. Debería entenderse que la importancia radica en que los acreedores recibirán una propuesta de acuerdo, para lo cual evaluarán necesariamente el patrimonio presentado y su valor de realización para la conveniencia o no de dar conformidad.

El auditor dictamina sobre la razonabilidad de los estados contables, y por consiguiente la opinión favorable implica que los rubros se encuentran razonablemente valuados y expuestos en relación con las normas contables generalmente aceptadas.

Los informes de los Consejos Profesionales de Ciencias Económicas guían sobre las circunstancias, efectos y conclusiones a tener en cuenta por los auditores externos frente

a empresas con problemas de supervivencia, donde se prescribe que cuando fueran altamente probables las causas, la valuación de los activos y pasivos debe ser a su valor neto de realización, y exponerse en nota la situación planteada. No obstante, se expresa que es posible que una de las principales dificultades sea la adecuada o razonable cuantificación del valor neto de realización de los activos correspondientes a una empresa con problemas de supervivencia. En este caso, corresponderá la emisión de un dictamen con una abstención de opinión o una salvedad indeterminada, según el grado de significatividad. Esto último llevará más incertidumbre o errores en la apreciación que de la situación de crisis hagan los terceros que reciban el informe del auditor, de lo que resulta que la norma profesional sólo serviría para eludir las responsabilidades en tal contingencia.

Definida la crisis empresaria como aquel estado caracterizado por la afectación de la condición de viabilidad, en el que existe un desequilibrio generalizado cuya principal manifestación es la disminución de la capacidad de regenerar ciclos de actividad, se exteriorizan síntomas de este estado que el auditor externo debe llegar a conocer para evaluar la contingencia probable o posible del futuro estado de cesación de pagos.

Entre dichos síntomas se pueden citar: la tendencia declinante del nivel de actividad y/o del margen de contribución, el incremento del gasto de estructura, la menor liquidez y solvencia, el desfase entre los ciclos de cobranzas y pagos, la concentración del pasivo en el corto plazo, el incremento del costo de financiación, el acceso a fuentes forzosas de financiación, etcétera.

Las empresas con problemas de supervivencia son aquellas que están operando y que no están en proceso de liquidación, pero en la que se advierten los síntomas citados y que crean dudas sobre la continuidad de sus operaciones.

Algunos autores opinan que en la empresa en crisis, los criterios de valuación no tendrían que diferir de los aplicables en el caso de empresa en marcha, excepto por aquellos problemas puntuales y de significación que deban considerarse para determinados bienes afectados por la situación especial de la empresa. Se cree que es muy difícil generalizar estableciendo normas obligatorias de valuación para empresas en crisis, ya que la viabilidad o no de superar la situación no depende de cuestiones solamente objetivas; pero no por ello se debería continuar valuando a la empresa con los parámetros aplicables como si estuviera en marcha, cuando las contingencias altamente probables de ocurrir provienen del mismo estado de crisis en que se encuentra, y más aún cuando no se observen ni existan constancias de llevar adelante una estrategia para revertir la pendiente. No obstante, el auditor externo al no estar obligado a hacer mención en su dictamen sobre la crisis de la

empresa ni sobre su situación económica y financiera y su probable evolución, haría insuficientes las normas profesionales de auditoría aplicables en las empresas in bonis, sobre aquellas en las que existen dudas probables sobre su supervivencia.

La normativa concursal exige al deudor que se presenta en concurso preventivo, que acompañe documentación contable (informes, balances, estados patrimoniales), en los cuales es imperativo el dictamen de contador público independiente, siempre y cuando no se tratara de pequeños concursos. Las exigencias formales en tal sentido son estrictas y taxativas, ya que no cualquiera podría presentarse en un concurso preventivo, en el entendimiento que esta facultad debe estar reservada sólo a quienes puedan explicar cabal, detallada y satisfactoriamente el estado de su patrimonio y las causas del desequilibrio en que se encuentran, para que sus acreedores valoren la propuesta de acuerdo mientras el concursado continúa dirigiendo la empresa.

El propósito del dictamen de contador público sobre la valuación de activos y pasivos, es la de otorgar a los acreedores mayor seguridad y transparencia sobre el patrimonio del concursado, evitando la posibilidad del fraude; sin embargo, se observa que en la mayoría de las presentaciones, el contador público cuando llega en su dictamen a opinar sobre esta valuación de activos y pasivos no lo hace, se abstiene.

Sin embargo, no se conoce en la jurisdicción que algún tribunal niegue el acceso a un concurso preventivo por no hacer constar “las normas seguidas para su valuación” tal como lo prescribe la ley, pudiendo facilitarse un uso indebido del recurso preventivo al sólo efecto dilatorio, como así también dar oportunidad para que se produzca el fraude a los acreedores.

Debe tenerse en cuenta, que al hablar de información profesional referente a una empresa en crisis que viene evaluando la solución preventiva, es previsible que se piense que los acreedores de alguna manera fundarán el acuerdo a la propuesta en base a los estados contables de los últimos ejercicios, al estado patrimonial y los legajos de los acreedores al momento de la presentación en el concurso preventivo. No obstante, logrado el acuerdo, posteriormente puede ser declarada la nulidad del mismo por el dolo empleado para exagerar el pasivo, reconocer o aparentar privilegios inexistentes o constituidos ilícitamente, u ocultar y exagerar el activo, según lo establece el artículo 60.

Cabe entonces pensar frente a la nulidad del acuerdo, en la responsabilidad civil del auditor o del síndico societario en tales hechos.

“Las normas de auditoría vigentes no son aplicables cuando la empresa se encuentra en crisis, y la cuestión es preocupante cuando los dictámenes e informes no

advierten la situación, pudiendo causar perjuicios a los acreedores en la quiebra sobreviniente”.⁹⁹

⁹⁹ Marsó, Edgardo. “Las responsabilidades del síndico societario y/o auditor externo en la quiebra sobreviniente”. Primeras Jornadas de Sindicatura Concursal. CPCE de Entre Ríos.

Capítulo V: Las negociaciones

V.1. Las confusas reglas y variables para la determinación del precio

Del análisis de los artículos pueden deducirse las reglas y variables que intervienen en la conformación del precio de transferencia de la empresa. Éste surgía del procedimiento destinado a conformar una ecuación integrada por dos componentes: 1) el valor judicial según registros contables (valor patrimonial), el cual constituía un valor invariable; menos 2) el porcentual de la quita resultante del acuerdo sobre el pasivo verificado y admisible, porcentaje de reducción relativo ya que varía para cada cramdista según el contenido del acuerdo que conformen los acreedores.

De esto resultaba un tercer valor, el valor base, también relativo para cada cramdista, consecuencia del carácter relativo del segundo componente. Y el cuarto lo configuraba el precio final, que era discrecional y voluntario de cada cramdista según quisiera o no superar su valor base.

Es de importancia prever que con la reforma, el primer componente fue reemplazado por el valor real de mercado determinado por el evaluador; y el segundo, hace referencia ahora al pasivo quirografario. No obstante, este último solamente procede cuando el primer componente sea positivo y el acuerdo logrado por un tercero.

Si el primer componente arroja un valor negativo, la empresa nada vale, por lo que no es necesario la continuación de los cálculos y nada debe pagarse a los socios o accionistas. Por el contrario, si fuere positivo y a su vez un tercero quien primero obtiene las conformidades, se torna necesario determinar el segundo componente que arrojará la reducción que debe aplicarse al valor real de mercado y por esta vía llegar al valor base.

El monto de la reducción se obtiene de dos subcomponentes. Uno, es el valor presente del pasivo quirografario, que siempre es el mismo para todas las propuestas; el otro, es el valor presente de la propuesta a los acreedores, que es distinto en cambio, según el contenido de cada una. Por definición, la propuesta a los acreedores tiene un pago diferido, ya que la presentación en concurso impide el pago de las obligaciones en término y produce el vencimiento de las no acontecidas. Si la propuesta de pago no incluye intereses, como está diferida a la época de cumplimiento, éstos deben ser restados del valor nominal por el tiempo que corre desde el vencimiento de la respectiva obligación hasta el momento del pago propuesto. Si por el contrario, incluye los intereses de plaza desde el

vencimiento de la obligación, situación muy excepcional, no corresponde su detracción porque la propuesta ya tiene valor presente.

El cálculo de este coeficiente de reducción sirve para determinar el sacrificio que experimentan los acreedores titulares del pasivo quirografario.

El paso siguiente consiste en multiplicar el valor real de mercado de la empresa por dicho coeficiente para obtener la reducción nominal del pasivo quirografario. Por último, ese valor debe detrarse del valor real de mercado, cálculo del que resultará el valor base o residual de las acciones.

Se debe tener presente que este procedimiento es válido en caso que el valor real de mercado resulte positivo y sea un tercero quien primero obtenga las conformidades, ya que en caso que sea la concursada la primera, el procedimiento no procede y se aplican las reglas previstas para el período de exclusividad.

Ejemplo práctico:

Valor real de mercado	\$35.000
Valor presente del pasivo quirografario	\$155.000
Valor presente de la propuesta a los acreedores	\$52.000
Coeficiente de reducción = $(\$155.000 - \$52.000) / \$155.000 =$	0,66
Reducción nominal del pasivo quirografario = $\$35.000 \times 0,66 =$	\$23.100
Valor base = $\$35.000 - \$23.100 =$	<u>\$11.900</u>

Resulta de validez práctica el precedente jurisprudencial “Pedro y José Martín SA”, en el que se receptó que “siempre que el contenido nominal del primer componente de la fórmula legal, focalizado en el valor patrimonial de la empresa, fuere positivo, el resultado final o valor base será también positivo, ya que el segundo componente no es una cifra sino sólo un porcentual de reducción”. En consecuencia, toda vez que se aplique a un valor positivo una reducción porcentual, el resultado también será positivo.¹⁰⁰

Como se expuso, la reforma reemplazó el segundo componente de la ecuación de conformación del precio de la empresa, refiriéndose ahora al concepto del porcentual de reducción del pasivo “quirografario” en lugar del verificado y admisible según lo disponía la normativa originaria. Tal discrepancia conceptual llevó a que Vítolo¹⁰¹ categorizara como

¹⁰⁰ Dasso, Ariel. “Tomografía del cramdown a los cinco años de praxis”. II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia. IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Pág. 512.

¹⁰¹ Vítolo. Ob. Cit. Nota N° 14.

“injusto” al precio conformado por el método establecido mediante la nueva versión del régimen de la ley 25.589, fundamentando que, para la valuación de la empresa se toma en cuenta la incidencia del pasivo concursal, aún el contingente, y el postconcursal; y que ello indica que ese pasivo total queda conformado por el pasivo concursal quirografario, el concursal privilegiado, el concursal contingente, y el postconcursal, el cual ha sido tomado íntegramente para la fijación del valor de la empresa, y constituye la base para proceder a la fijación del precio de transferencia de las acciones. Pero el porcentaje de resignación de los créditos que se toman en cuenta para medir el sacrificio de los acreedores es sólo el correspondiente a los acreedores quirografarios, y sin embargo, el índice de detracción de ese valor de resignación de pasivos quirografarios se aplica a todo el valor de la empresa que contiene en su conformación, como se dijo, pasivos quirografarios, privilegiados y también postconcursoales.

El autor propone como procedimiento correcto, que en caso de valuación positiva el importe judicialmente determinado se reduzca en la misma proporción en que el juez estime que se ha reducido el pasivo “total” del deudor a valor presente. De no efectuarse el cómputo de esta manera se estaría castigando el valor positivo que se pudiera haber asignado a las acciones en un porcentaje que en nada se relaciona con la reducción porcentual del pasivo.

Mediante un ejemplo práctico se evidencia esta situación:

1) Proceso de cálculo fijado en la ley

- Valor positivo de cuotas o acciones	\$1.000
- Pasivo quirografario concursal	\$300
- Pasivo privilegiado concursal	\$300
- Pasivo postconcursal	<u>\$300</u>
- Pasivo total	\$900
- Valor antes de la reducción legal	\$100

Reducción de valor:

- Valor de los créditos quirografarios concursales a valor presente (acuerdo: 50%, tomando 50% / \$300)	\$150
- Nuevo valor total del pasivo total (\$900 - \$150)	\$750

- Nuevo valor después de la reducción legal (\$1.000 - \$750)	\$250
- Aplicación del % de reducción del pasivo quirografario al precio (\$1000 x 50%)	\$500
- PRECIO a pagar por el cramdista (\$1000 - \$500)	<u>\$500</u>

En este caso los acreedores quirografarios resignan en sus acreencias en conjunto una quita de \$150 que es el equivalente al 50% de dichas acreencias, pero que sólo representan el 33,33% del pasivo total y, como consecuencia del acuerdo homologado, el cramdista se beneficia con una quita en el precio de \$500, que corresponde al 50% del monto del valor asignado (\$1000) por el juez a las cuotas o acciones que adquiere mediante el salvataje; dejando como remanente a los socios o accionistas un valor de sólo \$500.

2) Proceso de cálculo propuesto

- Valor positivo de cuotas o acciones	\$1.000
- Pasivo quirografario concursal ($\$300 / \900 (pasivo total) = 33,33%)	\$300
- Pasivo privilegiado concursal	\$300
- Pasivo postconcursal	<u>\$300</u>
- Pasivo total	\$900

- Valor antes de la reducción legal	\$100
-------------------------------------	-------

Reducción de valor:

- Valor de los créditos quirografarios concursales a valor presente (acuerdo: 50%, tomando 50% / \$300)	\$150
- Nuevo valor total del pasivo total (\$900 - \$150)	\$750
- Nuevo valor después de la reducción legal (\$1.000 - \$750)	\$250
- Aplicación del % de reducción del pasivo quirografario en relación con la participación proporcional de dicho pasivo en la totalidad del pasivo al precio ($\$1000 \times (50\% \times 33,33\% = 16,67\%)$)	\$166,7
- PRECIO a pagar por el cramdista (\$1000 - \$166,7)	<u>\$833,3</u>

Si se analiza esta propuesta, resulta que los acreedores quirografarios resignan en sus acreencias en conjunto una quita de \$150 que es el equivalente al 50% de dichas acreencias, pero que sólo representan el 33,33% del pasivo total y, como consecuencia del acuerdo homologado, el cramdista se beneficia con una quita en el precio de \$166,70, que corresponde al 16,67% del monto del valor asignado (\$1000) por el juez a las cuotas o acciones que adquiere por el salvataje; dejando como remanente a los socios o accionistas un valor de \$833,30.

Entonces, se puede inferir de esta comparación, que la ley 25.589 al reformular el sistema de valuación patrimonial de la empresa e incorporar los pasivos postconcursoales, no tomó en cuenta la incidencia de ellos en la afectación del cálculo de reducción del valor empresa para llegar a la formación del precio; y ello no es algo menor, en la medida en que a raíz de los nuevos plazos concursales que llevan al proceso, desde el inicio hasta la finalización del salvataje, a un período de más de un año y medio, los pasivos postconcursoales resultan sumamente significativos en relación con el pasivo total del deudor.

El quantum a desembolsar por parte del cramdista a favor de los tenedores del paquete accionario del ente concursado, depende de tres variables que se aplican al importe del valor positivo de las cuotas o acciones representativas del capital determinado judicialmente. Dichas variables son: 1) la propuesta que sea aceptada por los acreedores, 2) la tasa de descuento empleada por el evaluador, y 3) el ofrecimiento concreto que efectúe el cramdista a los accionistas o socios.

Resulta dable considerar que en las propuestas que pueden formular los interesados inscriptos, aspirantes a cramdista, no existen límites mínimos, y también que las incompatibilidades para la votación se pueden ver modificadas con respecto a las existentes en el período de exclusividad.

El mentado artículo 48 se refiere en reiteradas oportunidades a conceptos que pertenecen al ámbito de la matemática financiera, incumbencia propia de los profesionales en ciencias económicas. Entre ellos, si se hace referencia al monto de una suma de dinero, éste es un capital acrecido por sus intereses. Se parte de un momento cero hacia un momento ubicado en el futuro (n). Por el contrario, si el análisis parte de un capital futuro y se lo lleva a un momento cero, es decir, se recorre el camino inverso, el capital obtenido en el momento cero se conoce como valor actual o valor presente. La diferencia entre ambos

capitales se denomina descuento y es la compensación que debe pagarse por la disponibilidad inmediata de un capital antes de su vencimiento. La tasa básica que debe ser utilizada en estos cálculos es la de descuento y no la de interés. Conforme la norma concursal, existe la posibilidad de aplicar diversas tasas: de interés contractual, de interés vigente en el mercado argentino e internacional, y la posición relativa de riesgo de la empresa concursada; y como ya se expuso en referencia a este tema, a un mayor descuento, el valor presente o actual será menor; por lo tanto ese sacrificio repercutirá directamente en el valor a cobrar por los accionistas o socios, salvo que el cramdista ofreciera pagar una suma mayor que la arribada con el herramental brindado por la matemática financiera.

Pero existe un punto a considerar. La tasa de interés es mayor que la de descuento, y se aplican sobre valores diferentes. La primera se aplica sobre un capital de inicio, o sea, al momento cero para calcular un monto o capital futuro, en cambio la segunda, sobre un capital futuro para calcular uno al momento cero. En tanto la ley, se refiere continuamente a tasa de interés, lo que resultaría erróneo si se valida esta teoría.

Otra crítica ronda en torno al sistema de cálculo del valor presente, mediante el sistema simple o el compuesto. Con un ejemplo se intenta explicar la razón de la procedencia de éste último.

Situación hipotética: la propuesta única del aspirante a cramdista consiste en el pago del 100% a los 5 años.

- (VN) Pasivo quirografario: \$4.800.000
- (d) Tasa de descuento anual: 25% (dato a determinar por el evaluador)
- (n) Tiempo de espera: 5 años

Fórmula Sistema Simple:

$$\begin{aligned}\text{Valor presente de los créditos quirografarios} &= \text{VN} \times (1 - (d \times n)) \\ &= \$4.800.00 \times (1 - (0.25 \times 5)) = \$1.200.000\end{aligned}$$

Fórmula Sistema Compuesto:

$$\begin{aligned}\text{Valor presente de los créditos quirografarios} &= \text{VN} \times (1 - d)^n \\ &= \$4.800.000 \times (1 - 0.25)^5 = \$1.139.040\end{aligned}$$

Técnicamente, la fórmula de descuento a la tasa “d” por sistema compuesto como mínimo puede dar cero, pero nunca puede asumir valores negativos, por esto se considera

más apropiada siempre que el plazo de espera represente un horizonte de mediano a largo plazo y la tasa un valor significativo.

El hecho de que el resultado bajo el sistema simple sea un valor negativo encierra una paradoja, ya que implicaría, por ejemplo, que quien contara con un pagaré con vencimiento aún no producido y procura descontarlo para hacerse de fondos, debería pagarle al acreedor. Traducida esta situación al instituto, resultaría que los viejos accionistas o socios deberían pagarle al cramdista por la transferencia forzosa del paquete accionario de su empresa.¹⁰²

Un inciso de particular importancia es el inciso 6, texto del que resulta que el adquirente es el que “primero” obtiene las propuestas conformadas y deposita el 25% de su oferta. De esta manera se adjudica la empresa al más rápido, y se atribuye a la velocidad como la esencia de una competencia en la que el parámetro o medida calificante debe ser el mayor monto del precio ofrecido, que es lo que más le importa al empresario que pierde su empresa; o eventualmente el mayor consenso entre acreedores y socios. Como consecuencia, la posibilidad de la puja entre varios interesados, que tiene el propósito de lograr un mayor valor, se frustra si se prefiere al primero antes que al que ofrece mayor precio, debilitando entonces el fundamento justificante de la expropiación, éste es, el justo precio.

Esto, porque como quedó expresado al comienzo, las transferencias forzosas sólo pueden prescindir de la voluntad del propietario cuando quedan validadas por medio de un precio justo o cierto, y la figura análoga a la del cramdown del artículo 48 es la del ya citado artículo 1.324 inciso 4 del Código Civil, esto es, la ejecución forzosa en cuyo trámite la mayor oferta justifica la expropiación. De esta manera, el justo precio o precio cierto constituye requisito inexorable sin el cual carecen de legitimidad las transferencias forzosas, aquellas que como en el cramdown, prescinden de la voluntad del propietario enajenante obligado por imperio de la ley que dispone la expropiación de las cuotas o acciones. Por esto, resultaría más adecuado el criterio de preferencia por la propuesta del cramdista que hubiere logrado mayor porcentual de conformidades en capital, o la de aquella que contuviera el precio mayor dentro del plazo legal previsto, antes que otorgar la transferencia de las acciones al que primero en el tiempo logre las conformidades mínimas, dando prioridad de esta manera al tiempo, elemento que no debería considerarse como criterio de elección en una situación tan crítica en la que están en juego múltiples intereses.

¹⁰² Turco. Ob. Cit. Nota N° 37. Págs. 533/538.

Si se le otorgara preferencia legal a la propuesta con mayor cantidad de adhesiones, cobraría relevancia como objetivo fundamental el interés de los acreedores, ya que implicaría mejor contenido en cuanto a condiciones de pago, plazos, porcentajes, etcétera.

Respecto al criterio del precio más alto, sólo podría ser aplicado cuando los cramdistas resultaran ser terceros, ya que la sociedad concursada no puede adquirir sus propias acciones o cuotas, y es por ello que cuando ésta obtiene las mayorías el juez no fija el precio o ajuste que sí procede cuando el cramdista es un tercero.

Sin embargo, la jurisprudencia demuestra que todo este ámbito de supuestos pierde relevancia en la práctica, ya que son muy pocos los casos de cramdown en los que las conformidades de los acreedores han sido obtenidas y presentadas por más de un cramdista. Uno de estos escasos fallos fue el de “Complejo Agroindustrial San Juan SA” de la CSJN. Lo común es que el cramdista que llega con las conformidades no es siquiera el primero sino el único.¹⁰³

Esto también lo manifestó Dasso en uno de sus trabajos, en el que expresaba que “la práctica enseña que esta hipótesis es solamente de laboratorio. En cinco años no se ha presentado hasta ahora la definición de un cramdown con dos o más cramdistas competidores capaces de cumplir el único requisito “sine qua non”: la conformidad de los acreedores. Muchos se inscriben, por ejemplo en el caso “Minetti” se inscribieron 21 interesados, pero en todos los casos hasta hoy producidos sólo uno entre todos los inscriptos sorteó el primer requisito, las conformidades”.¹⁰⁴

Solamente la remisión a las reglas del mercado a través del precio más alto resultan validatorias del sistema, el cual, al dar el derecho a la adquisición de las cuotas o acciones al primero, resulta inconsistente y carente de toda validez axiológica pudiendo llegar a ser inconstitucional en caso de una oferta posterior que supere el precio del que primero se presente. Vítolo manifestó que “los coautores creyeron al establecer dicha fórmula que el mayor precio que podía obtenerse por la transferencia iba ligado a una mejor propuesta, y en realidad no es correcto ya que a mejor propuesta a los acreedores corresponde un mayor valor base, pero no necesariamente un mejor precio de transferencia, y el oferente que adquirirá el derecho a la transferencia no será el que hubiere ofrecido mayor precio, sino simplemente el que llegare primero.”¹⁰⁵

Entonces, como el parámetro o medida calificante debió ser el mayor monto del precio ofrecido y no la velocidad, se consagra aquí el principio clásico del derecho romano

¹⁰³ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 19.

¹⁰⁴ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 100. Pág. 464.

¹⁰⁵ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 38.

del “prior in tempore potior in iure”, no compatible en el derecho concursal; ya que si de lo que se trata es de adjudicar la empresa a un nuevo empresario, los factores que debieron haber sido ponderados para esta adjudicación no son tenidos en cuenta: ni la capacidad del empresario para la continuidad de la actividad fuente de trabajo, ni su potencial económico, ni el plan o proyecto sobre la continuación o cese de la explotación, ni el nivel ocupacional involucrado en sus perspectivas, ni la entidad o monto de la oferta que puede eventualmente ser superada por otros que lleguen un minuto más tarde. “Debería adjudicarse la empresa al primero en el orden económico de la propuesta, y no en el cronológico de la presentación de las conformidades”.¹⁰⁶

No obstante la reciente reforma que modificó varios y significativos aspectos del instituto, el nuevo sistema sigue privilegiando una carrera contra el tiempo en lugar de priorizar la oferta que contuviera el mejor precio que es la condición justificante desde el punto de vista constitucional de la transferencia forzosa, la cual configura la naturaleza jurídica del cramdown.¹⁰⁷

El artículo en su inciso 4, frase 6, exige la presentación junto con las conformidades de los acreedores, la de los socios o accionistas. Pero la regla mayoritaria que determina este último punto, se aplica sólo cuando el cramdista ofreciere a todos los accionistas un precio inferior al valor estimado resultante del procedimiento y fórmula legales. Sobre la posibilidad de que el tercero ganador formule a los socios una propuesta inferior al valor determinado judicialmente, se ha dicho que “con esta posibilidad se hecha por tierra el trabajo realizado por el evaluador, ya que el valor determinado no es obligatorio y se pone a los socios de la concursada en una situación de evidente desventaja según la cuál, estos enfrentan una disyuntiva de hierro: o aceptan el bajo valor o la sociedad va a la quiebra. La propuesta es extorsiva ya que fuerza a aceptar cualquier propuesta puesto que la única posibilidad que le quedaría es recibir el remanente del remanente, que generalmente es cero”.¹⁰⁸ El socio o accionista tiene, obviamente, derecho a aceptar una propuesta de precio por el porcentual de su participación accionaria inferior al que resulte del valor estimado, esto es, renunciar al porcentual que resulta del cálculo; pero la aceptación de una propuesta inferior por parte de la mayoría no obliga al accionista que no preste tal conformidad. Éste, tiene inderogable derecho al precio que proporcionalmente a su participación en el capital de la concursada, resulte del valor estimado. Esto se encuentra reflejado en el caso “Canga SA”, en el que sólo uno de los accionistas, que representaba solamente el 6% del capital,

¹⁰⁶ Dasso, Ariel. “Naturaleza jurídica del cramdown. Su conditio iuris: la mejor oferta”. La Ley 1996-E, 1170.

¹⁰⁷ Junyent Bas. Ob. Cit. Nota N° 86.

¹⁰⁸ Monteserin, Eduardo. “Reformas al cramdown en la ley 25.589”. La Ley 2002-D, 1010.

resultó disconforme con la propuesta del cramdista quien ofreció \$10.000 como precio por el valor de las acciones, sin embargo, homologado el acuerdo, el cramdista no cumplió la intimación de depósito del monto para integrar el precio de las acciones al único cramdista disconforme, el que ascendía al 6% del valor estimado (\$205.040), es decir, \$12.302,4, aún habiendo depositado la garantía del 25% del precio ofrecido, la que quedó afectada al activo del concurso. Éste es el primer caso de quiebra subsecuente al cramdown homologado, y constituye un fallo de importante aporte en cuanto a criterios de interpretación.¹⁰⁹

Entonces, como no hay un precio de equilibrio en el sentido de que no hay un mercado para el traspaso de unas a otras manos en su totalidad porque falta el elemento estructural “muchos” en ambos lados y el precio debe ser negociado en función de las estimaciones subjetivas de valor y la fuerza de ambas partes, el o los interesados en la compra se verán impulsados a adquirir la empresa por el mínimo precio posible para asegurarse por su parte un elevado beneficio. Entonces, como el tercero oferente tenderá a minimizar sus egresos, es lógico presumir que ofrecerá valores más bajos de los determinados a través del procedimiento. Desarrollará su imaginable estrategia frente a la escasa capacidad de negociación de los socios o accionistas, puesto que las posiciones relativas de fuerzas son desparejas.¹¹⁰ Entre ambas partes existe una contraposición de intereses sobre el beneficio distribuable, cuyo nivel está determinado por la diferencia entre ambas estimaciones subjetivas de valor.¹¹¹ De esta manera, la oferta siempre significará lo que el interesado entiende que es la traducción del riesgo al asumir el control de una empresa en crisis.¹¹²

Se estableció el criterio de sacrificio compartido entre acreedores y accionistas, sin embargo debería contemplarse que el acreedor puede demorar años en percibir su cuota concordataria, en tanto que al accionista o socio hay que depositarle los fondos dentro del tercer día de notificada la homologación según ordena el artículo 53 párrafo 3.

Además, es importante considerar, que este esquema funcionaría sólo en caso que las propuestas contemplaran intereses compensatorios que tornaran neutra la espera para los acreedores. Acuña, Basile, Naviera y Truffat¹¹³ explican esta situación mediante un ejemplo práctico: “si el interesado hubiera ofrecido el pago del 100% adeudado a un año de

¹⁰⁹ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 52.

¹¹⁰ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Pág. 484.

¹¹¹ Junyent Bas y Chiavassa. Ob. Cit. Nota N° 2. Ed. La Ley. 2004. Capítulo 7.

¹¹² Salas Hamann, María. “Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente”. II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia. IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Pág. 504.

¹¹³ Acuña, Basile, Naviera y Truffat. Ob. Cit. Nota N° 32. Pág. 1145.

la homologación, sin interés desde la presentación en concurso, es más que obvio que los accionistas se enriquecerían sin causa si percibieron el 100% de sus tenencias según el patrimonio neto. Desde la presentación en concurso y hasta el cobro, habría un interés compensatorio que los acreedores no percibirían y que importaría una reducción de sus acreencias”. Por lo tanto debería contemplarse este tema al determinar el monto de la oferta a los accionistas, si realmente se persigue el sacrificio compartido.

Y a esto se adiciona otro tema. La pretensión de verificación tardía, está formulada en orden a la transparencia de la contabilidad del deudor con un plazo de prescripción de dos años a partir de la presentación en concurso. Pero esto no incluye la posibilidad de verificaciones tardías de acreedores no denunciados ni registrados en la contabilidad del deudor. Este supuesto de pasivo oculto implica un riesgo por cuanto el precio de la empresa debe ser pagado por el potencial adquirente de contado y queda a disposición de los socios o accionistas. Sería entonces aconsejable establecer alguna reserva del precio u otra forma que garantizare al adquirente respecto de esta eventualidad.¹¹⁴

V.2. La administración de la empresa durante el Cramdown

Durante el período de salvataje de la empresa, mientras transcurren los plazos establecidos en el artículo 48, no se ha previsto en la legislación ninguna modificación respecto al régimen de administración dispuesto para el concurso preventivo. Subsiste la administración de la sociedad por parte de sus administradores naturales bajo la vigilancia de la sindicatura y del comité de acreedores con el mismo régimen previsto a partir de la apertura del concurso preventivo.

Resulta entonces, que continuando a cargo de la administración durante este procedimiento de salvataje, la deudora a sabiendas de las grandes posibilidades de que la empresa dejara de pertenecerle, ya sea por la transferencia a un tercero o por la declaración de la quiebra, podría perder el interés en los negocios sociales. Consecuentemente con esa pérdida de interés y aún sin incurrir en alguna de las causales de separación de la administración, podrían producirse situaciones que agravaran el estado patrimonial en que se encuentra la concursada. Independientemente de la generación de nuevos pasivos postconcursoales, podría producirse un desmejoramiento de la productividad, decaimiento en las ventas, disminución en la calidad de los servicios que presta la sociedad, pérdida de

¹¹⁴ Salas Hamann. Ob. Cit. Nota N° 112. Pág. 491.

clientela; sin que ello pudiese generar una correcta atribución de responsabilidad para el deudor, pero sí un importante perjuicio para la empresa y en consecuencia, para el tercero adquirente.¹¹⁵

La doctrina ha objetado la falta de regulación explícita respecto de la forma en que será administrada la empresa durante el período de cramdown. Los administradores naturales vinculados en su calidad de accionistas o contratados por la sociedad, saben con certeza, que el desplazamiento del empresario por la vía del cramdown determinará el suyo también, y consecuentemente es lógico pensar en la falta de interés de su parte en la gestión de la concursada. Sin embargo, se advierte que los administradores naturales que continúan en funciones serán observados por los interesados; y una buena gestión puede redundar en su propio beneficio porque es lógico pensar que los adquirentes estarán dispuestos a pagar algo más por las empresas bien administradas, con lo cual los propios administradores se beneficiarán en forma directa cuando fueren también socios o en forma indirecta a través quizá, del reconocimiento de los socios expropiados o del propio cramdista que puede porqué no, decidir la continuación de los administradores eficientes y prudentes.¹¹⁶

En la mayoría de los casos se acudió al sistema de potenciar el control del síndico, la designación de un veedor o coadministrador, y en alguna especial situación, la separación de los administradores.¹¹⁷ En el caso “Pedro y José Martín SA” se resolvió que “durante el particular intermedio que se produce luego de la apertura del salvataje hasta la transferencia definitiva de la empresa, la sociedad concursada debe seguir siendo administrada por sus órganos naturales, con un control más estricto del síndico y con intervención activa del comité de acreedores en uso de las facultades que la ley le otorga. Esto en procura de preservar el patrimonio de la concursada en su integralidad, evitando todo tipo de actos que lo puedan afectar”.

Se espera que más allá de consideraciones de valor patrimonial y de eventuales intangibles que podrían haber sido reconocidos por la sindicatura en el esquema previo a la reforma, la transferencia forzosa se concrete a valores que reflejen la realidad de todos los recursos de la empresa (físicos, humanos, competitivos, comerciales, etcétera) con la afectación del descuento aceptado por las mayorías de acreedores requeridas por ley.

Esto permitiría que aun el empresario y el directorio de la sociedad concursada tuvieran algún incentivo para gestionar adecuadamente la empresa durante el período de

¹¹⁵ Borgarello, Luisa y Rodríguez Pardina, José. “La administración de la empresa durante el procedimiento de salvataje”. II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia. IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Pág. 471.

¹¹⁶ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 70.

¹¹⁷ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 38.

exclusividad, y aun en el plazo adicional establecido en el artículo 48, ya que estarían maximizando el potencial precio a recibir, ciertamente alineándose así los intereses de los propietarios, administradores y acreedores. No obstante esto, la ley no establece explícitamente mecanismos de vigilancia que garanticen un uso racional de los activos de la sociedad, limitaciones a la expansión del endeudamiento o impedimentos para la realización de inversiones de alto riesgo aun en el giro normal. Sin embargo, el criterio legislativo incorporado en la reforma ordena ponderar las determinaciones efectuadas en oportunidad del informe del artículo 39 y los pasivos postconcursoales; dado que la valuación implica realizar un juicio profesional con ponderación de todos los elementos disponibles, de manera que en cierta forma, al considerar estas determinaciones al momento de definir el valor de la empresa, se podrían mensurar los resultados de la gestión durante esta etapa.

Sobre este tema se han manifestado un sinnúmero de autores con opiniones que son por demás diversas, sin embargo no puede dejarse de considerar que con la reforma mediante la ley 25.589 también se incorporó a la sociedad deudora como sujeto activo, habilitada ahora para competir con los terceros, y esto es de fundamental importancia en este tema porque si la sociedad tiene la posibilidad de intentar nuevamente un acuerdo con los acreedores y continuar con la explotación de la empresa, es obvio que no va a descuidar su administración, sino por el contrario, interesarse en mejorarla e intentar lograr su saneamiento que es lo que persigue.

El caso “Ferroviaria SA” es de fundamental importancia si se hace referencia a los precedentes jurisprudenciales sobre cramdown, porque configura el escenario que precisamente justifica el instituto tendiente a la sustitución del empresario infortunado o ineficiente, manteniendo la empresa viable que perseverará de esta manera en la actividad económica reivindicada por el mercado; ya que se revela que lo que llevó a la empresa a la cesación de pagos no fueron males exógenos sino precisamente la mala administración empresarial. Esto surge del análisis del caso, del que se desprende que la administración de la concursada fue realizada en un marco de severas objeciones: inexistencia o desaparición de libros y documentación contable durante el concurso preventivo, que culminó con el abandono de las funciones por parte de los administradores naturales en el período del cramdown, y esto genera la posibilidad de la existencia de importantes pasivos postconcursoales, los que resultan de difícil o imposible control en el escenario de una administración desprolija.

Estas dificultades aparecieron como un grave obstáculo para el desarrollo fluido del proceso, sin embargo culminó con éxito aún enfrentando tales condiciones.

Es menester considerar que en general, uno de los factores de riesgo de la actividad empresaria es la demanda del producto o servicio, y en el caso de los prestados por la concursada concesionaria de la explotación del hospital, estaba asegurada, ya que se trata de una actividad exclusiva que tiene un mercado cautivo que es el mismo concedente, la obra social Ferroviaria, la que para la atención de sus afiliados paga una cápita; y si se tiene en cuenta que si la viabilidad de una empresa parte del principio de que una buena administración sin desvío de fondos debería ser rentable, la actividad empresaria se realiza sobre la base de un costo inferior al monto de la sumatoria de las cápitass que se ha comprometido a pagar el concedente¹¹⁸, por lo que resultaba por demás viable la continuación de esta empresa.

V.3. Un concepto inexistente: el plan de conservación de la empresa como garantía de su continuación

Una crítica valiosa formulada al procedimiento, rodea el punto de la virtualidad conservatoria de la empresa, ya que nada se exige al adquirente en cuanto a la demostración de su capacidad empresaria o económica para ello, ni se le impone garantizar que su propósito sea continuar la actividad y no el desguace de la hacienda.¹¹⁹

Según la exposición de motivos (Capítulo II punto 4), “el salvataje procura facilitar la incorporación de nuevos accionistas e inversores a las empresas en dificultades, aspecto éste indisolublemente ligado a la renovación tecnológica y al incremento de la productividad”. Sin embargo, la ley no contenía ni contiene precepto alguno que procure la selección del cramdista en cuanto a que éste garantice, no ya la renovación tecnológica o el incremento de la productividad, sino la mera continuidad de la explotación. No existen pautas que debiera cumplir el tercero interesado.

En las legislaciones europeas y norteamericanas el derecho al cramdown se concreta sobre la base de un plan de reorganización, y por ello, el procedimiento tiene un sustento del cual carece nuestra legislación.

¹¹⁸ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 70.

¹¹⁹ Dasso. Ob. Cit. Nota N° 70.

Si bien es cierto que el instituto del artículo 48 se inspiró en la legislación norteamericana, no siguió al menos, tres aspectos básicos a saber: a) en la ley de bancarrota estadounidense el cramdown se dirige a todo tipo de deudor, b) requiere la existencia de un plan de empresa, y c) es facultad del juez imponerlo a todos los acreedores en los casos en que sea justo y equitativo, aún cuando no obtenga las mayorías legales. Definida la posibilidad de saneamiento empresarial, la fórmula del plan de empresa es la pieza fundamental a la cual deberían adherir los acreedores.¹²⁰ Este es un punto pendiente, inconcreto, pero de gran importancia que requiere pronta consideración y tratamiento legal, si lo que realmente se persigue con la aplicación del cramdown es la verdadera conservación de la empresa y el mantenimiento de sus factores.

¹²⁰ Junyent Bas. Ob. Cit. Nota N° 86.

Capítulo VI: Ejemplos de análisis práctico

VI.1. Metodología de cálculo¹²¹

Este ejemplo práctico permite entender cómo debía procederse según la metodología de cálculo que exigía el artículo 48 anterior a la reforma. Para explicitar el sistema implantado se debía partir del total nominal del pasivo concursal y cuantificar el valor presente de los créditos. De su comparación se obtenía el porcentaje de reducción que sufren los acreedores en sus acreencias, que habrá que aplicar, trasladándolo sobre el valor patrimonial inicial fijado en la apertura. Con ello se tenía el valor patrimonial final ya castigado por el perjuicio anterior. Es dable destacar, que Mosso ya calificaba como correcto el criterio de detracción de los pasivos postconcursoales para obtener las cifras actuales del pasivo, ya que generalmente la sociedad concursada sigue operando durante el proceso, y por lo tanto generando pasivos postconcursoales, los que deberían ser considerados porque el tercero que se haga cargo de la sociedad tendrá que afrontarlos; aunque en esos tiempos bajo la normativa anterior, tal contemplación era rechazada.

Como ya se explicó, el procedimiento que disponía el artículo 48 para arribar al valor patrimonial tenía dos grandes ítems: el valor de la empresa según el inciso 1 (valor patrimonial inicial), y el valor presente de los créditos que permitía obtener el porcentual reductor del pasivo para trasladarlo al primero. Al primero lo fijaba el juez, pero en realidad, lo determinaba el síndico, y el otro se obtenía a través de la fórmula que debía emplear el estimador.

El eventual remanente a favor de los socios, resultaba de sustraer del valor patrimonial de la empresa, el valor presente de los créditos, y a ello se lo reducía a su vez, en la misma proporción en que lo hacía el pasivo, consecuente con el criterio de sacrificio compartido.

En función de las propuestas, formuladas y conformadas según la doctrina mayoritaria, o simplemente formuladas según los redactores de la ley, debía calcularse el porcentaje en que se redujere el pasivo verificado y declarado admisible considerando las modalidades del acuerdo.

¹²¹ Mosso. Ob. Cit. Nota N° 8. Págs. 509/37.

Seguidamente, como ejemplo práctico, se presentan los datos que surgen del caso “Pedro y José Martín SA” (primer cramdown). Ellos reflejan los valores dados por la concursada en sus registros contables y los expresados por la sindicatura.

1. Valor patrimonial de la empresa según registros contables (inciso 1)	\$	734.202
2. Pasivo concursal verificado y admisible	\$	2.229.496,11
3. Propuesta del tercero interesado:		
3.1 Quita del 50%		
3.2 Pago a 6 años, en cuotas mensuales, iguales y consecutivas, desde homologación		
3.3 Sin intereses		
4. No existen otros pasivos que los explicitados en la sentencia de verificación		
5. El informe general proporciona estas cifras:		
5.1 Activo	\$	2.184.673
5.2 Pasivo	\$	1.450.471

Metodología de trabajo:

a) Pasivo concursal		\$ 2.229.496,11
b) Valor presente del pasivo (según estimador)	\$	737.486,88
c) Previsión para costas y gastos (2,5% sobre b)	\$	18.437,17
d) Pasivo a los efectos del cálculo (b - c)	\$	719.049,71
e) Reducción del pasivo según propuesta		
e.1) En pesos (a - d)	\$	1.510.446,4
e.2) En porcentaje ((e.1 x 100) / a)		67,75%
f) Transporte de la disminución		
f.1) Valor patrimonial inicial (inciso 1)	\$	734.202
f.2) Traslado del quebranto de los acreedores (f.1 x 67,75%)	\$	497.421,85
g) Valor patrimonial final (f.1 - f.2)	\$	236.780,15
h) Pasivo postconcursal	\$	213.249,91
i) Valor patrimonial final actual a pagar por el cramdista (g - h)	\$	23.530,24

Mediante este ejemplo puede observarse que el punto de partida es el pasivo concurrente, que se integra con los créditos verificados y admisibles (artículo 36) más los incidentes de revisión (artículo 37) que hubieran sido resueltos, como así también los de pronto pago con resolución favorable, pero no efectivizados a la fecha. Si existieran verificaciones tardías ya falladas y firmes, habría también que considerarlas. Comprende entonces, todo el pasivo en estado procesal de certeza. La reducción se practica sobre la totalidad del pasivo computable, incluyendo entre ellos a los acreedores privilegiados incluidos en el acuerdo.

El valor presente del pasivo o valor actual de los créditos será obtenido por el estimador. Si el acuerdo previera quitas (disminuciones sobre lo adeudado), el pasivo

concurstal ya determinado deberá ser reducido en su misma magnitud; si previera esperas (plazo para el pago), deberán expresarse en valores de hoy aquellos valores futuros, esto es, deberán actualizarse los créditos utilizando una cierta tasa de descuento. Todo ello para que quede reflejado a cuánto asciende el pasivo a la fecha del cálculo.

El valor presente de los créditos es el valor al cual ha quedado reducido el pasivo verificado y declarado admisible, según las modalidades de la propuesta formulada por el cramdista, y refleja la apreciación económica de lo que se va a pagar efectivamente a los acreedores comprendidos en la propuesta.

Aspecto de importancia: respecto del adicional para costas y gastos, debe restarse del valor presente del pasivo, para disminuirlo, con lo que va a subir el porcentaje de reducción y bajar el patrimonio neto final; de esta manera los socios o accionistas son los contribuyentes de este 2,5% para sufragar las costas judiciales.

Acerca del pasivo a los efectos del cálculo, se puede inferir que tiende a establecer en un valor proporcional, cuánto es el sacrificio (quita, resignación, renuncia) que hacen los acreedores, en relación a lo que habrían percibido de su deudor si éste hubiere honrado oportunamente sus obligaciones.

Mientras mejor sea la propuesta del tercero en cantidad (dado que la quita fuera pequeña o que el pago previera intereses) o en tiempo (escaso plazo de pago) o en ambas cosas a la vez, mayor será el valor presente del pasivo, porque los créditos sufren menor deterioro entre los valores nominales y los actuales; de esta forma, el porcentaje de pérdida será menor al igual que el traslado de quebranto o reducción en el valor patrimonial de la empresa. Así, más podrán cobrar los socios o accionistas porque mayor resultará el valor patrimonial final de la sociedad sobre el cual se aplicarán sus respectivas participaciones. Entonces, las expectativas de los socios están totalmente ligadas al sacrificio de los acreedores.

El valor patrimonial final es el precio piso que el tercero adquirente debe ofrecer sin buscar adhesiones de los socios.

La diferencia de valores a favor del tercero oferente ganador del cramdown constituye un beneficio patrimonial; esta ganancia de capital reconoce como orígenes las reducciones, del pasivo total a mérito del acuerdo celebrado, y del patrimonio final que representa el valor de las participaciones societarias vía el porcentual reductor; en efecto,

tanto el menoscabo patrimonial por la transferencia del castigo, cuanto el achique del pasivo por virtualidad concordataria son rápidamente advertibles; pero además existe otro factor a considerar, que es la previsión para gastos, la que disminuye aún más el patrimonio de la concursada en el valor resultante de la aplicación del porcentaje reductor sobre el valor estimado para tales gastos.

Diferencia patrimonial a favor del tercero discriminada por fuente:

Reducción del pasivo	
1. Pasivo concursal	\$ 2.229.496,11
2. Reducción según propuesta	\$ 1.510.446,40
3. Incidencia de la previsión para gastos (67,75% sobre \$ 18.437,17)	\$ 12.491,18
	<u>\$ 731.541,00</u>
Reducción de las participaciones	
1. Valor patrimonial inicial	\$ 734.202
2. Valor patrimonial final	\$ 236.780,15
3. Pasivos postconcursoales	\$ 213.249,91
	<u>\$ 284.171,94</u>
	<u><u>\$ 1.015.712,94</u></u>

Determinación de la diferencia del tercero:

Activos que recibe	\$ 2.184.673,00
Costo explícito del cramdown	
1. Pasivos totales su cargo (pasivo a efectos de cálculo + postconcursoal)	\$ 932.300,00
2. Valor de las participaciones societarias (valor patrimonial final)	\$ 236.780,15
	<u>\$ 1.169.080,15</u>
Beneficio del adquirente	\$ 1.015.592,85

VI.2. Caso Práctico sobre aplicación del artículo 48 de la ley 24.522¹²²

Con la finalidad de realizar un caso práctico sobre la aplicación del artículo 48, se elaboró el siguiente estado patrimonial supuesto, que sirve para determinar el valor patrimonial de la empresa que mencionaba el inciso 9 del artículo 39, como valuación patrimonial de la empresa según registros contables. El valor de la empresa surge,

¹²² Acuña, Basile, Naviera y Truffat. Ob. Cit. Nota N° 32. Págs. 1146/1150.

conforme las normas contables, del patrimonio neto que se obtiene como diferencia entre los activos y pasivos a la fecha del balance.

Estado Patrimonial al 31-08-95

ACTIVOS

Caja y Bancos	\$ 100.000
Créditos	\$ 2.000.000
Bienes de Cambio	\$ 2.500.000
Bienes de Uso	\$ 4.000.000
Total del Activo	<u>\$ 8.600.000</u>

PASIVOS

PASIVOS CONCURSALES

Quirografarios Comerciales	\$ 1.100.000
Quirografarios Financieros	\$ 2.200.000
Privilegiados Financieros	\$ 1.400.000
Privilegiados Fiscales	\$ 300.000

PASIVOS POSTCONCURSALES

Comerciales	\$ 600.000
Financieros	\$ 200.000
Impositivos	\$ 100.000
Total del Pasivo	<u>\$ 5.900.000</u>

PATRIMONIO NETO \$ 2.700.000

Pasivo + PN \$ 8.600.000

Se supone que la propuesta del artículo 48 inciso 4, es diferenciada para cada uno de los grupos de pasivos concursales indicados en el balance, conforme al siguiente detalle:

1. para las deudas quirografarias comerciales se propone un pago del 80% del monto verificado y declarado admisible, en dos cuotas del 30% y del 50%, con vencimiento a los dos y tres años de la fecha del balance, en pesos y sin interés;

2. para las deudas quirografarias financieras se propone un pago del 71% del monto verificado y declarado admisible, en tres cuotas del 27% cada una, con vencimiento a los tres, cuatro y cinco años desde la fecha del balance, en dólares y sin interés;

3. para las deudas privilegiadas financieras se propone un pago único del 100% del monto verificado y declarado admisible, con vencimiento a los dos años de la fecha del balance, en dólares y con un interés anual del 4% pagadero junto con el capital;

4. para las deudas impositivas se prevé la inclusión en el régimen dispuesto por la DGI por resolución, que estipula cuotas con interés anual;

5. por ser deudas postconcursoales no hay propuesta para estos pasivos, que deberán abonarse en sus plazos y condiciones pactadas.

Se supone una tasa de interés aplicable a la empresa del 36% anual para deudas en pesos, y del 12% anual para deudas en dólares, elaborada conforme las pautas del artículo 48 inciso 4.

Como ya pudo observarse, si bien sería más adecuado desde un punto de vista teórico, aplicar los métodos de interés compuesto en la utilización de estas tasas, a fin de hacer más comprensible el ejemplo se practicó el cálculo como interés simple.¹²³

Cálculo del valor actual de los créditos verificados y declarados admisibles de acuerdo a las pautas precedentes:

Con la finalidad de obtener el valor presente del pasivo concursal que prevé el mencionado artículo 48 inciso 4, se procede de la siguiente forma:

a. se obtendrá para cada una de las categorías del pasivo concursal el valor al vencimiento, entendiéndose por tal, al monto del pago que se propone realizar para cancelar el mismo;

b. se calcula el valor presente (en el ejemplo, al 31-08-95) del valor al vencimiento indicado en el punto anterior; para ello, se determina que deben detrarse los intereses implícitos que posee dicho valor futuro, calculados con el criterio de interés simple;

El cálculo de ese valor actual, se determina dividiendo el valor al vencimiento por el coeficiente de actualización, el cual se obtiene con la siguiente fórmula: $CA = 1 + (i \times n)$; donde “i” es la tasa de interés, y “n” la cantidad de períodos que van desde la fecha del balance hasta la de pago.

Fecha de Pago	Monto	Años	Tasa	Coeficiente	Valor Presente
1) Acreedores Quirografarios Comerciales					
31-08-97	\$ 330.000	2	36%	1,72	\$ 191.860

¹²³ Puede observarse que se utilizan tasas de interés y no de descuento, lo cual significa que no se han ponderado las justificaciones consideradas en este trabajo sobre esta particularidad.

31-08-98	\$ 550.000		3	36%	2,08	\$ 264.423
	\$ 880.000					\$ 456.283

2) Acreedores Quirografarios Financieros

31-08-98	\$ 594.000		3	12%	1,36	\$ 436.765
31-08-99	\$ 594.000		4	12%	1,48	\$ 401.351
31-08-00	\$ 594.000		5	12%	1,60	\$ 371.250
	\$ 1.782.000					\$ 1.209.366

3) Acreedores Privilegiados Financieros

Valor al Vencimiento (31-08-97)

*Capital	\$ 1.400.000
*Interés anual 4% (2 años = 8%)	\$ 112.000
*Total	\$ 1.512.000

Valor Actual

*Coeficiente (tasa 12%. U\$S)	1,24
*Importe	\$ 1.219.355

4) Acreedores Privilegiados Impositivos

Se ha asumido que el plan de pagos otorgado por la DGI tiene una tasa de interés idéntica a la del costo del dinero de la empresa, con lo que el valor presente del pasivo coincide con su valor de libros.

Determinación de la reducción del pasivo. Cálculo del valor de la participación de los accionistas.

Rubro	Según Balance	Según Propuesta
ACTIVOS		
Caja y Bancos	\$ 100.000	\$ 100.000
Créditos	\$ 2.000.000	\$ 2.000.000
Bienes de Cambio	\$ 2.500.000	\$ 2.500.000
Bienes de Uso	\$ 4.000.000	\$ 4.000.000
	\$ 8.600.000	\$ 8.600.000
PASIVOS		
Quirografarios Comerciales	\$ 1.100.000	\$ 456.283
Quirografarios Financieros	\$ 2.200.000	\$ 1.209.366
Privilegiados Financieros	\$ 1.400.000	\$ 1.219.355
Privilegiados Fiscales	\$ 300.000	\$ 300.000

Sub Total	\$ 5.000.000	\$ 3.185.004
Estimación de Costas 2,5%		\$ 79.625(*)
Deudas Postconcursoales	\$ 900.000	\$ 900.000
Total del pasivo	\$ 5.900.000	\$ 4.164.629
PATRIMONIO NETO	\$ 2.700.000	\$ 1.905.847
Diferencia		\$ 2.529.524
Total	\$ 8.600.000	\$ 8.600.000

El patrimonio neto según la propuesta se obtiene de la siguiente forma:

Pasivo Total según Balance	\$ 5.900.000
Pasivo Total según Propuesta	\$ 4.164.629
Reducción en \$	\$ 1.735.371
Reducción en % ((\$ 1.735.371 x 100) / \$ 5.900.000)	29,41%
Patrimonio Neto según Balance	\$ 2.700.000
Reducción (\$ 2.700.000 x 29,41%)	\$ 794.153
Patrimonio Neto Reducido (\$ 2.700.000 - \$ 794.153)	\$ 1.905.847

La diferencia, es la necesaria para nivelar la ecuación contable que afirma que el patrimonio neto es la diferencia entre el activo y el pasivo social. La misma, representa el beneficio patrimonial del oferente, consecuencia del cálculo que el artículo 48 impone para determinar el precio de la compra de la participación societaria.

La demostración conceptual es la siguiente:

El oferente recibe una empresa cuyos activos representan un importe de	\$ 8.600.000
Por ello abonará a los acreedores un precio compuesto por:	
1) Valor Presente de los pasivos que asume	\$ 4.164.629
2) Valor de las participaciones societarias	\$ 1.905.847
	\$ 6.070.476
Activos que recibe sin abonar precio	\$ 2.529.524

(*) Puede notarse que en este ejemplo el monto resultante para afrontar las costas y gastos, se adiciona al valor presente de los pasivos. Sin embargo, tal como resulta de las justificaciones del procedimiento en el ejemplo anterior, debe detrarse de dicho valor para incrementar el porcentaje de reducción y de esta manera reducir el patrimonio neto final,

con lo cual se permite que los socios o accionistas sustenten estas costas judiciales estimadas. De lo contrario, el valor del patrimonio neto según la propuesta, el cuál representa el valor base o precio a pagar por el cramdista en caso de que no se produzca oferta menor, resulta superior beneficiando de esta manera a los accionistas o socios y siendo el tercero quien sufraga las costas del proceso.

Si la estimación para costas se detrae como corresponde, los valores se corresponderían con los siguientes:

Pasivo Total según Balance:	\$ 5.900.000
Pasivo Total según Propuesta:	\$ 4.005.379
Reducción en \$:	\$ 1.894.621
Reducción en %:	32,11%
Patrimonio Neto según Balance:	\$ 2.700.000
Reducción:	\$ 867.030
Patrimonio Neto según Reducido:	\$ 1.832.970

VI.3. Informe del Evaluador

Con el propósito de bajar a la realidad práctica los supuestos esbozados respecto a las técnicas de valuación a emplear en orden a la subjetiva regulación que rige en la actualidad para la tarea del evaluador de establecer el valor de la empresa, se presenta de manera resumida el informe del evaluador, correspondiente al caso “Pino Camby SA”.

“Informe del Evaluador (Juan Ulnik). Caso Pino Camby S.A.”¹²⁴

Por aplicación de los formulismos legales de la ley 25.589, se llega a demostrar en forma contundente, que una empresa financieramente quebrada, en evidente cesación de pagos, no obstante ello, cuenta con posibilidades reales, si bien alejadas en los tiempos en los cuales debería cancelar sus pasivos, de revertir su situación, y de aparecer los capitales interesados para hacer frente a tan compleja como inusual situación y conservarse la fuente de trabajo.

¹²⁴ Enviado por e-mail por el Dr. Ariel Ángel Dasso.

Para la valuación de la concursada al 30 de junio de 2003, considerada como empresa en marcha, tal como lo entiende la nueva doctrina elaborada ante la reforma introducida por la ley 25.589, se consideran los activos y pasivos a dicha fecha y se incorpora a los primeros, como bien intangible, el valor llave de la empresa, y sin perjuicio de tratarse de un concepto que se caracteriza por la subjetividad y que admite distintos criterios para su determinación, adquiere en el caso de autos una incidencia especialmente significativa. En el caso, el valor llave a determinar se basa en las forestaciones de pinos superresinosos, atendiendo a su valor potencial como productoras de oleoresinas.

Los criterios aplicados para la valuación de los rubros del activo de la concursada fueron los siguientes:

1. Créditos por ventas: se trata de créditos de mucha antigüedad con muy inciertas posibilidades de cobro, por lo que se deja constancia de su existencia pero no se les asigna valor de recupero alguno.

2. Otros créditos: los originados en impuestos corresponde computarlos a su valor nominal contable, por cuanto oportunamente podrán ser compensados con las deudas que la concursada registra con los organismos recaudadores, consignadas en el pasivo de la presente valuación de la empresa; y los registrados contablemente compensables con impuestos futuros no tienen a la fecha contrapartida en el pasivo consignado en esta valuación, por lo que no se les asigna valor económico alguno.

3. Bienes de cambio: los estados contables al 31 de agosto de 2002 consignan el valor de la “miera en fideicomiso” a valores que no superan los actuales de mercado; y además resulta procedente considerar la totalidad de la miera como rubro del activo de la empresa dado que el pasivo laboral, a cuya cancelación debían afectarse los recursos disponibles que generara el convenio de fideicomiso, se incluyen en el pasivo concursal de la empresa.

4. Bienes de uso: dentro de inmuebles se encuentran, los campos que se valoraron mediante tasaciones de ingenieros agrónomos de la zona, considerando promedios y estimando los valores por hectárea aplicados a las superficies; y los depósitos y lotes a sus valores probables de realización según inmobiliarias de plaza. Respecto a los rodados de propiedad de la concursada, se ignora el actual estado de conservación de los mismos, y atento a la falta de rendiciones de cuentas e informes por parte del fiduciario a su cargo más la agravada situación por la constancia en el anexo del contrato de fideicomiso de la rotura de algunos, no se le asigna valor económico alguno, aunque se menciona de su existencia. Esta decisión se fundamenta además, porque la concursada no ha podido

acreditar en forma fehaciente ni el estado de conservación de los rodados, ni con precisión su ubicación actual. En cuanto a los tractores se repite idéntica situación a la anterior.

5. Otros bienes de uso: entre otros, se hace referencia a máquinas de resinación, de forestación, muebles y útiles, sistemas administrativos, equipos telefónicos, fórmulas industriales; habida cuenta que la concursada no ha exhibido inventarios detallados y actuales de los citados rubros, y considerando además que se desconoce el estado de conservación de los mismos, se deja constancia de su existencia pero no se les asigna valor económico.

6. Inversiones: dentro de este rubro, la concursada cuenta con forestaciones en campos propios, para las cuales se consideró la tasación efectuada por un ingeniero agrónomo, y la valuación que se asignó a este rubro corresponde al valor actual de mercado de las plantaciones en función de la superficie plantada, no considerando el valor proyectado de resinación de las mismas hasta agotar su vida útil, ya que se presenta como “valor llave” en ítem por separado; y en cuanto a las forestaciones sobre campos de terceros, la concursada ha suscripto distintos convenios de explotación y usufructo de implantación con terceros, mediante los cuales, la empresa conserva el derecho de resinar dichas superficies durante un período de veinte años contado a partir de los diez años de realizada la implantación, abonando por ello al titular del dominio del campo un valor fijado por contrato; por esto se respetan los valores de las plantaciones según los registros contables.

7. Títulos y acciones: para su valuación se aplicó el método del valor patrimonial proporcional, siendo la tenencia accionaria el 99,88% a aplicar sobre el patrimonio neto de la sociedad emisora.

8. Activos intangibles: la concursada registra como “marcas”, el costo de adquisición a la firma Ascona SA de las marcas “Ascona” y “Terpenos”, operación realizada en 1992; sin embargo se desconoce el valor económico que puedan tener las mismas en el mercado como así también referencia alguna a su inscripción en el Registro de Marcas y Patentes a nombre de la deudora, por lo que se deja constancia de su registración contable pero no se les asigna valor económico para la valuación. En el caso del “valor llave”, se basa en las forestaciones de pinos superresinosos atendiendo a su valor potencial como productoras de oleoresinas, y la metodología utilizada ha sido la de flujo de fondos descontados, considerando las variables pertinentes, como la cantidad de árboles forestados, el rinde, el costo de producción por kilogramo, etcétera. Dadas las características sumamente particulares del cálculo realizado, considerando que se trata de

una proyección a veinte años, partiendo de valores de mercado para la colofonia y la trementina, que han exhibido oscilaciones en los últimos años y que sin duda pueden repetirse dentro del período analizado, sumado al hecho de eventuales imponderables que no existe forma de prever, se hace aconsejable efectuar una quita del 40% al valor actual neto calculado.

9. Créditos litigiosos: las demandas se corresponden a acciones de rescisión de contratos y daños y perjuicios. En lo que respecta al reclamo por daño emergente, su estimación se efectuará en base a valores promedio de la colofonia abonada durante la vigencia del contrato y al valor promedio de la venta a terceros de la trementina contenida en la miera; en base a la pérdida promedio que sufrió la empresa por cada tonelada de miera que dejó de producir en el período y tomando en cuenta los parámetros de producción previstos en el contrato, se determina el perjuicio por la merma de producción que es lo que se deja reclamado. En concepto de lucro cesante, como consecuencia de la terminación del contrato de provisión de colofonia, para su determinación existen diversos métodos de cálculo; entre ellos se puede recurrir a la utilización de la fórmula de flujo de fondos descontados que se basa en la valuación del flujo de fondos que habría generado el cumplimiento del contrato, tomando como parámetros el período comprendido entre la fecha de rescisión del contrato y la fecha en que habría finalizado el plazo originariamente pactado. Lo primero a efectuarse fue la proyección de ingresos y egresos a moneda constante, valorizándola a los dólares constantes del momento de rescisión del contrato, luego se ha tomado en cuenta como tasa de descuento aquella que reflejaría el peor escenario posible para el reclamo que contempla el riesgo país promedio de dicho período, por lo que el aplicar el criterio expuesto da como resultado una tasa de descuento muy superior a aquella que tuvieron las partes al momento de proyectar y concertar el negocio.

Tratándose de un crédito litigioso y particularmente teniendo en cuenta que el mismo integra el patrimonio de la concursada corresponde su evaluación (máxime ante tal importe multimillonario). La promoción de la demanda está fundada en circunstancias fácticas y documentadas que resultan susceptibles de comprobación “prima facie”. Por lo expuesto, se considera que la valuación del crédito litigioso resulta procedente atento su carácter de negociación de importancia vital en la actividad empresarial de la concursada, su aparente verosimilitud, monto y responsabilidad patrimonial de la contratante demandada y de sus garantes. Se trata particularmente de las consecuencias del negocio más importante celebrado por la concursada, y conforme la exposición de presentación en concurso preventivo, determinante de la cesación de pagos. Por ello es menester acudir a la expresión

de prudencia reflejando en un porcentaje del monto reclamado el valor actual del juicio arbitral, el que potencia el valor de la empresa pero aparece de muy difícil cuantificación. El pleito tiene un valor y se trataría de un activo contingente de gran significación económica en la sociedad a transferir, lo que potencia el monto de la valuación; por lo tanto el evaluador considera que dicho juicio depende de una apreciación jurídica de incumbencia profesional que corresponde casi exclusivamente al derecho, sin embargo alude a una ponderación que puede oscilar entre el 10 y el 20% del valor reclamado.

Con arreglo a todas las pautas expuestas, el total del activo alcanza la suma de \$325.805.512; y el total del pasivo, incluyendo los concursales verificados y admisibles, los concursales sujetos a revisión y/o verificación tardía, y los postconcursoales, la de \$37.631.611; con lo cual se configura un patrimonio neto igual a \$288.173.901.

Para el cálculo del valor de las acciones representativas del capital social, se procede a ajustar el patrimonio neto por el pasivo adicional estimado para gastos del concurso equivalente al 4% del activo (\$ 13.032.220), con lo que resulta que el valor unitario de las acciones (8.000.000 de acciones), al momento de la presentación del informe del evaluador, es igual a \$34,39.”

En este caso también queda demostrado que el pasivo adicional para gastos del concurso debe detrarse y no adicionarse al pasivo total a los efectos del cálculo del valor base.

Retomando que los cuestionamientos más críticos se centraron en la fórmula de valuación implantada por la ley anteriormente, cuyo resultado practicado sobre la base de registros contables llevaba a la determinación de un valor inferior al real, como es notorio, tales registros no exponen componentes intangibles los cuales en cambio influyen decisivamente en el valor de la empresa en el mercado.

En el mundo de las empresas todas tienen notas esenciales comunes pero a medida que se adentra en su problemática se advierten las distintas notas características que inciden en distintos criterios en torno a la evaluación.

Tomando este Informe del Evaluador de este caso jurisprudencial, puede observarse que para obtener el real valor de mercado, el evaluador no ha aplicado un solo método de valuación, sino que procedió a examinar cada rubro del activo y la conveniencia del enfoque a utilizar en cada uno según sus características propias. De esta manera se produce una convergencia de elementos que permiten reflejar objetivamente la realidad

económica de la empresa y ponderar los distintos aspectos del particular contexto bajo análisis, considerando todos los valores realmente relevantes para el caso.

Conclusiones

El Cramdown como sistema legal, es un procedimiento preventivo que tiene el propósito de evitar la desaparición jurídica de la empresa en concordancia con el principio del derecho concursal de conservación de la misma, receptando como pilar fundamental la posibilidad de saneamiento de la cesación de pagos y de la crisis, y la continuación de la actividad empresarial. Por lo tanto, el retorno del instituto a la ley de Concursos y Quiebras no puede sino merecer comentarios aprobatorios, ya que en efecto, se amplían los mecanismos que evitan la falencia y con ello los efectos nocivos subsecuentes, si se tiene en cuenta que los intereses involucrados son muchos ya que en definitiva la actuación empresarial concierne a la economía en general.

De esta manera, el sistema debe ser bienvenido aún cuando sean conjeturales los defectos, imprecisiones y deficiencias que se reflejan en la implementación legal del instituto, ya que la cantidad de casos resueltos con éxito han demostrado su utilidad en orden al mantenimiento de fuentes concretas de trabajo y a la posibilidad cierta de superación de la crisis.

A lo largo del trabajo se formularon distintos aportes que fundamentan y rescatan la gran utilidad del método, pero también se refleja la imprescindible necesidad de soluciones realistas y equitativas que contribuyan con la previsibilidad y seguridad jurídica que requiere el sistema. Debe apuntarse a su uso acorde con su finalidad y a la mejor interpretación de las pautas que ofrece la regulación legal superando los defectos y vacíos que presenta, punto que ha tratado de solucionarse con la renovación del artículo en aspectos decisivos y los proyectos presentados en busca del firme deseo de un sistema más que adecuado, aceptado y utilizado.

La aplicación del instituto debe estar plasmada de prudencia ya que se torna necesaria y fundamental como consecuencia del riesgo que puede aparejar la norma por la imposición de un mecanismo que implica la desposesión de derechos en forma definitiva, y aún más, porque no siempre lo es a título oneroso y en una circunstancia como ésta, los intereses en juego son demasiados.

Entre las ventajas que pueden distinguirse prima facie, se observa que permitiría acuerdos más beneficiosos para los acreedores por la competencia, con lo que puede evitarse que los deudores utilicen el concurso preventivo como ventaja ofreciendo propuestas irrisorias; también constituye un incentivo para los terceros adquirentes al no configurar un hecho de venta, de manera que se evitan los elevados costos tributarios que

emergen normalmente como consecuencia de la transferencia de bienes, ya que éstos no tributan impuestos bajo este proceso.

Mucho se dijo sobre los supuestos en que debe proceder o no la apertura del cramdown, sin embargo, de todas formas, las perspectivas apuntan a que la cuestión clave encuentra sustento en un emprendimiento que justifique y dé sentido al salvataje, y de esta manera será justamente la realidad del mercado, expresada en la existencia de interesados, la que modalizará su funcionamiento en base a su viabilidad.

Pudo observarse también, que en la aplicación del instituto existen limitaciones subjetivas y objetivas. De las primeras puede concluirse sobre su validez, ya que la imposibilidad o dificultad de aplicación en estos casos se funda en el tipo social de la empresa, dado que en la circunstancia de que un tercero acuerde la transferencia de acciones, no resulta fácilmente distinguible el patrimonio social. Además, esta limitación de sujetos también afecta al deudor porque la presentación en concurso preventivo es voluntaria y por lo tanto la intención al fin y al cabo es la búsqueda del saneamiento de la crisis. Por el contrario, la limitación objetiva no resultaría válida, ya que si se consideran todos los aportes plasmados en el trabajo, puede concluirse en que no se respeta el principio de igualdad de todos los acreedores intervinientes porque sólo los de las sociedades tipificadas en el artículo 48 son los que tienen la posibilidad de efectivizar sus créditos mediante este procedimiento.

Un punto tratado, que despierta objeción, es la posibilidad de que el proceso culmine con un precio inferior al valor determinado mediante la fórmula legal, con lo cuál no sólo se desnaturaliza el sistema, sino que también resulta en vano toda la labor de los profesionales que cumplen con las tareas delimitadas en la ley.

Como ya se dijo, el sistema constituye una construcción de prevención de la quiebra, para lo cual es fundamental la actuación de los profesionales capacitados en pos de lograr ese fin.

En la vida empresarial convergen innumerables actores, factores e intereses, de manera que debería potenciarse el cumplimiento de las pautas legales para lo cuál es dable que las tareas puntuales y decisivas, como resultan en un contexto de tanta incertidumbre, sean encargadas a los profesionales con la suficiente competencia para cubrir los vacíos que presenta la regulación del instituto para su consecución, con mayor énfasis en las indeterminaciones económicas, de la manera más objetiva posible y en concordancia a las finalidades específicas para lo cuál se requieran.

Resulta de todos los fundamentos expuestos, que el contador público debería acentuar su accionar como profesional adecuado y competente para llevar a cabo las funciones del ámbito económico y contable que emergen de estos “supuestos especiales” tan bien llamados. Éste, es quien puede coadyuvar en la expectativa de que la empresa logre la superación de su estado de insolvencia tan crítico.

Constituye una herramienta que no puede descartarse ni obviarse el bagaje académico con que cuenta el síndico para desarrollar estrategias para ello. Por lógica es quien tiene la especialidad técnica para examinar y conocer de los problemas de supervivencia presentes en una empresa, y como pudo observarse, es ignorado por la ley.

La reforma incorporó la posibilidad de considerar en la valuación de la empresa no sólo aspectos desentendidos anteriormente, sino también la aplicabilidad de diversas técnicas, enfoques y métodos según la conveniencia e idoneidad en cada caso concreto, de manera de poder llegar a un valor lo más objetivo y realista posible.

Considero entonces fundamental, el acrecentamiento de la actuación y compromiso de los contadores públicos, especialmente de los síndicos designados desde la apertura del concurso, que patrocinen este sistema en cada caso concreto mediante el análisis de las notas particulares de cada uno, y con la responsabilidad de actuar con constructividad y lealtad para con el cumplimiento del objetivo propio de ley y la minimización de los desmedros latentes, por cierto, e inevitables algunos, en una situación tan crítica como la que está bajo estudio.

Bibliografía

* Acuña, Marta; Basile, Jorge; Naviera, Gustavo y Truffat, Edgardo. “Algunas notas sobre el artículo 48 de la ley 24.522. Ejemplo práctico”. ED. T. 164. 28.09.95.

* Alegría, Héctor. “Nueva reforma a la ley de concursos y quiebras (ley 25.589)”. La Ley 2002-D, 1055.

* Anich, Juan. “La ley de defensa de la competencia y su incidencia en el cramdown”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. La Cumbre, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág.495.

* Arias, Hugo. “El síndico concursal: administrador, auditor y ¿además síndico?”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. Mayo 2006.

* Bauzá de Pina, Dolly. “Nuevo salvataje empresario – Artículo 48 LCQ. Evaluadores – Artículo 262 LCQ”. CPCE de Córdoba. 2ª Jornada de Sindicatura Concursal. Innovaciones de la ley 25.589.

* Borgarello, Luisa y Rodríguez Pardina, José. “La administración de la empresa durante el procedimiento de salvataje”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág.471.

* Bruzzo, Mario y Pirota, Elizabeth. “El “evaluador” en el nuevo cramdown”. III Congreso de Derecho Concursal y I Congreso Iberoamericano sobre la Insolvencia.

* Camaño, Rosa. “La actuación profesional y las empresas en crisis”. Área I: sindicatura concursal. Tema a) designación, responsabilidad. Noviembre 2001. Córdoba.

* Camaño, Rosa. “Sindicatura concursal. La actuación profesional y las empresas en crisis”. CPCE de Córdoba. www.quiebras-concursos.com.ar. 2006.

* Cárrega, Francisco. “El nuevo régimen concursal. Su compatibilidad con el derecho de defensa de la competencia”. La Ley 2004-C, 1344.

* Dasso, Ariel. “Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente”. La Ley 1994-E, 1227.

* Dasso, Ariel. “La transferencia forzosa de las participaciones societarias en el cramdown del artículo 48 de la ley 24.522. Reformas sugeridas”. Ponencia VI Congreso Argentino y II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y la Empresa. Mar del Plata. Tomo III. Ed. Ad Hoc. Buenos Aires. 1995. Pág. 125.

* Dasso, Ariel. “Naturaleza jurídica del cramdown. Su conditio iuris: la mejor oferta”. La Ley 1996-E, 1170.

- * Dasso, Ariel. “La operativa del salvataje en la nueva ley concursal (análisis del caso “José Minetti y Cía. Ltda. SACI e I s/ concurso preventivo”). La Ley 1997-F, 125.
- * Dasso, Ariel. “Las turbulentas aguas del salvataje. Resoluciones ordenatorias del caso “Schoeller Cabelma SA”. ED, 175-176.
- * Dasso, Ariel. “El cramdown porteño”. ED. 12.12.97.
- * Dasso, Ariel. “Cramdown: su frustración por la existencia de embargos sobre las acciones objeto de la transferencia forzosa”. Nota a fallo. ED. 14.08.98.
- * Dasso, Ariel. “El cramdown argentino y dos años de praxis”. ED, 175-725.
- * Dasso, Ariel. “La transferencia forzosa de la empresa al socio cramdista”. Nota a fallo. La Ley. 17.04.00.
- * Dasso, Ariel. “El proyecto de reformas de la ley de concursos y quiebras. Principales contenidos y el nuevo cramdown”. La Ley 1998-E, 984.
- * Dasso, Ariel. “Cramdown: los derechos de los accionistas”. Revista de las Sociedades y Concursos N° 5. Ed. Ad Hoc. Buenos Aires. Julio/Agosto 2000. Pág. 37.
- * Dasso, Ariel. “Tomografía del cramdown a los cinco años de praxis”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 499.
- * Dasso, Ariel. “El salvataje de la empresa en el nuevo artículo 48”. AA.VV. Emergencia crediticia y reformas al régimen concursal argentino. Ed. Ad Hoc. Buenos Aires. 2000. Pág. 107.
- * Dasso, Ariel. “La reforma de la ley de quiebras en el marco del emergencia”. La Ley 2002-B, 817.
- * Dasso, Ariel. “La contrarreforma de la ley de quiebras en la emergencia. Ley 25.589”. La Ley 2002-C, 1313.
- * Dasso, Ariel. “Fallos comentados: Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial: Sala C, 09.09.03, “Automundo SA s/ concurso preventivo”; Sala E, 22.09.99, “Siap s/ quiebra”. La Ley 2004-B, 807.
- * Dasso, Ariel. “Otro cramdown para el maestro ausente”. Fallo comentado: “Ferroviaria SA”. Juzgado de Procesos Concursales y Registros N° 1 de Mendoza. 14.05.01. La Ley 2002-A, 777.
- * Dasso, Ariel. “El cramdown y la empresa en marcha”. Fallo comentado: “Canga SA”. Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala E. 15.08.98. La Ley 2000-D, 310.

* Dasso, Ariel. “La cooperativa cramdista de la empresa sin valor residual”. Fallo comentado: “Frannino Industrias Metalúrgicas SA”. Juzgado de Procesos Concursales y Registros N° 3 de Mendoza. 25.09.98. La Ley 1999-B, 362.

* Dasso, Ariel. “La primera homologación de un cramdown”. Fallo comentado: “Pedro y José Martín SA”. Juzgado de Procesos Concursales y Registros N° 3 de Mendoza. 22.05.97. La Ley 1997-F, 178.

* Dasso, Ariel. “El primer cramdown”. Fallo comentado: “Pedro y José Martín SA”. Juzgado de Procesos Concursales y Registros N° 3 de Mendoza. 28.11.96. La Ley 1997-B, 314.

* Dasso, Ariel. “Cramdown. La transferencia forzosa de la empresa insolvente. (Proyecto de reformas a la Ley de Concursos y Quiebras)”. La Ley 1994-E, 1227.

* Dasso, Javier. “De la aplicación del artículo 48, LCQ al pequeño concurso”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 521.

* Defrancesco, Lorena y López, María. “Concursos y quiebras. ¿Por qué excluir el cramdown para los pequeños concursos?”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.

* Díaz, Hugo. “Acuerdos de reestructuración económica”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.

* Di Tullio, José; Macagno, Ariel y Chiavassa, Eduardo. “Salvataje de empresas o cramdown”. Capítulo V. Concursos y Quiebras. Reformas de las leyes 25.562 y 25.589. Lexis Nexis. 2002.

* Duer, Gabriela. “Una sana crítica al salvataje de la empresa por tercero”. La ley 1999-B, 1029. 24.03.00.

* Elías, Domingo. “Introducción al análisis de la valuación de los bienes intangibles en una empresa en crisis en relación al informe general previsto en el artículo 39 de la ley 24.522”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.

* Fallo: “Schoeller Cabelma SA”. Juzgado Nacional Comercial N° 11. Sección 22. 30.09.97. ED 175-836.

* Fallo: “Canga SA”. La Ley año LXIV N° 145. 31.07.00.

* Fallo: “Trigo Hnos. SA s/ concurso preventivo”. 24.09.99. JA 2001-I-150. C. Nac. Com. Sala B.

* Fallo: “Pedro y José Martín SA s/ concurso preventivo”. 3° Juzgado de Procesos Concursales y Registros de Mendoza. La Ley 1997-F.

* Fallo: “Pino Camby SA s/ concurso preventivo”; 19-04-2004. Juzgado Comercial N° 2, Sección N° 3. Expediente N° 82.136. Enviado por e-mail por el Dr. Ariel Dasso.

* Fargosi, Horacio y Russo, Mariana. “Reforma de la reforma de la ley concursal”. La Ley 2002-D, 967.

* Fassi, Santiago y Gebhardt, Marcelo. “Concursos y quiebras”. Ed. Astrea. 1998.

* Fazio, María. “Transferencia forzosa de acciones o cuotas. Nueva ley de quiebras”. La Ley 2002-D, 974. 07.06.02.

* Ferraro, Jorge. “Breves nociones acerca del cramdown. Evolución del instituto desde la ley 24.522 a la actual ley 25.589”. DJ 2002-3, 223.

* Fontanarrosa, Rodolfo. “Derecho Comercial Argentino”. Ed. Desalma. 1979.

* Fowler Newton, Enrique. “Contabilidad Superior”. Capítulo 1: Cuestiones contables fundamentales.

* Gómez Meana, Silvia y Pérez, Ernesto. “Propuesta de modificación del artículo 262 de la LCQ. Evaluadores: en busca de la excelencia y la transparencia”. Octubre 2002.

* Graziabile, Darío. “El funcionamiento de la ley concursal y afines luego de las reformas introducidas por la ley 25.589”. Suplemento de Concursos y Quiebras Junio 2002. La ley 2002-D, 1097.

* Grispo, Daniel. “Algunas consideraciones sobre el procedimiento del artículo 48 de la ley de concursos y quiebras (reformado por ley 25.589)”. ED. 01.07.02.

* Heredia, Pablo. “El salvataje empresario en el concurso preventivo (artículo 48, LCQ, según la reforma introducida por la ley 25.589)”. Revista de Derecho Privado y Comunitario N° 2003-1. Ed. Rubinzal Culzoni. 2003.

* José, Carlos y Chiavassa, Eduardo. “Transferencia accionaria y derecho de las minorías en el salvataje empresario”. Capítulo VI. Pág. 354. Práctica Judicial del Proceso Concursal.

* Junyent Bas, Francisco. “El saneamiento de la empresa”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 437.

* Junyent Bas, Francisco. “El “cramdown” a la criolla”. La Ley 2003-A, 1049.

* Junyent Bas, Francisco y Chiavassa, Eduardo. “Las pautas de “aplicabilidad” del salvataje empresario. La “saga” del derecho judicial a partir de la causa Correo Argentino”. La Ley.

* Junyent Bas, Francisco y Chiavassa, Eduardo. “Inaplicabilidad del salvataje empresario. Apuntes al fallo “Correo Argentino SA” 16.12.03”. Juzgado Nacional de 1º Instancia en lo Comercial N° 9. La Ley 2004-B, 741.

* Junyent Bas, Francisco y Chiavassa, Eduardo. “Los cramdownes de la ley 25.589. Relaciones conflictivas”.

* Junyent Bas, Francisco y Molina Sandoval, Carlos. “Reformas concursales. Capítulo V. El nuevo cramdown, modificaciones al informe general y facultades homologatorias del juez concursal”. Pág. 111

* Lauletta, Daniel. “La función del evaluador en la ley de quiebras”. Suplemento 30.05.06. Enfoques Febrero 2006, 98.

* Lorente, Javier. “Valuación de la empresa en concurso preventivo según el reformado artículo 48 de la ley de concursos y quiebras (ley 25.589)”. AA.VV. Emergencia crediticia y reformas al régimen concursal argentino. Ed. Ad Hoc. Buenos Aires. 2002.

* Maffía, Osvaldo. “El gran ausente: el plan de salvataje en la ley 24.522”. Derecho y Empresa N° 4. Rosario. 1995. Pág. 24.

* Maffía, Osvaldo. “Nueva oportunidad perdida: más de lo mismo en materia concursal (II)”. La Ley 1995-D, 1256.

* Maffía, Osvaldo. “Nueva oportunidad perdida: más de lo mismo en materia concursal (IV)”. La Ley 1996-A, 978.

* Maffía, Osvaldo. “Nueva oportunidad perdida: más de lo mismo en materia concursal (III)”. La Ley 1995-E, 1107.

* Martín, Lidia y Vera Enrique, Verónica. “Nuevo cramdown: Cramdown. Valuación de la empresa. Valuación de los bienes intangibles”. Jornadas de derecho Concursal. Mendoza. 2002.

* Mármol, Pablo. “Vicisitudes del registro de interesados en adquirir la empresa. Situación particular del deudor. Artículo 48 de la ley 25.589”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.

* Marsó, Edgardo. “Las responsabilidades del síndico societario y/o auditor externo en la quiebra sobreviniente”. Área I: sindicatura concursal. Tema b) funciones, responsabilidades, informes. Primeras Jornadas de Sindicatura Concursal. Noviembre 2001. CPCE de Entre Ríos.

* Martín, Lidia. “Nuevo cramdown: Ley de defensa de la competencia y cramdown”. Jornadas de Derecho Concursal de Mendoza. 2002. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.

- * Micelli, María. “El rescate de la empresa en crisis. Los institutos concursales reorganizativos”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 427.
- * Micelli, María y Bollero, Florencia. “Las inadecuadas puertas de acceso al salvataje”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 447.
- * Monteserin, Eduardo. “Reformas al cramdown en la ley 25.589” La Ley 2002-D, 1010. 13.06.02.
- * Mosso, Guillermo. “Cramdown y otras novedades concursales”. Ed. Rubinzal Culzoni. Santa Fe. 1998.
- * Nieto, Eduardo. “Nuevo cramdown: Observaciones sobre el régimen de publicidad”. Jornadas de Derecho Concursal de Mendoza. 2002. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.
- * Nissen, Ricardo. “Ley de Sociedades Comerciales”. Ed. Ábaco. 1993.
- * Pucich, Marisa y Pucich, Aurelio. “Valuación patrimonial según registros contables de empresas concursadas”. XI Jornadas de Actuación Judicial. Colegio de Graduados en Ciencias Económicas. Agosto 1999.
- * Ramírez, Irma; Sepúlveda, Roxana y Zamora, Víctor. “Valuación de empresas”. Universidad Nacional de la Patagonia. Trelew.
- * Razzeto, Daniel. “Ley 24.522. Artículo 48: un enfoque de valuación”. JA. Suplemento especial. 09.11.96. Pág. 55.
- * Richard, Efraín. “El nuevo artículo 48 de la ley 24.522 reformado por ley 25.589. La propuesta heterónoma: nuevas variantes”. 15.06.02. Córdoba. www.comunidad.vlex.com.
- * Rivera, Julio; Rotman, Horacio y Vítolo, Daniel. “Concursos y quiebras. Ley 24.522”. Tomo I. Ed. Rubinzal Culzoni. 2002.
- * Rodríguez Pardina, José y Fushimi, Jorge. “Propuesta de reformulación del artículo 48 (cramdown) y de supresión de la figura del estimador del artículo 262 de l ley 24.522”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 453.
- * Rotman, Patricio. “Valuación del capital accionario de sociedades en el marco del artículo 48 de la ley de concursos. Revisión conceptual. Consideraciones prácticas”. La Ley 2003-F, 1264.

- * Rouillon, Adolfo. “Régimen de concursos y quiebras. Ley 24.522”. Ed. Astrea. 1995.
- * Rubín, Miguel. “La nueva reforma al régimen concursal que trajo la ley 25.589”. La Ley 2002-C, 1368.
- * Salas Hamann, María. “Cramdown: la transferencia forzosa de la empresa insolvente”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 479.
- * Ton, Walter. “Salvataje o cramdown. Problemas prácticos de su aplicación”. Fallo: “Ferroviaria SA”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.
- * Ton, Walter. “Reflexiones y comentarios al cramdown Ferroviaria SA”. www.estudioton.com.ar. Sección Publicaciones. 2006.
- * Torne, Héctor. “Misión indagatoria de la sindicatura”. La Ley 1984-A, 1047.
- * Tropeano, Darío. “Ley 24.522. A propósito de la reforma y otros antifuncionalismos de la ley de concursos”. DJ 06.09.06, 56.
- * Turco, Graciela. “El cálculo financiero en el salvataje del artículo 48 de la ley de concursos 24.522”. Ponencia II Congreso Iberoamericano de la Insolvencia y IV Congreso Nacional de Derecho Concursal. Córdoba, 2000. Tomo I. Ed. Advocatus. Pág. 527.
- * Villar, Sebastián y Santamaría Suárez Lago, Gilberto. “El valor de reembolso de las acciones ante el ejercicio del derecho de receso y la valuación de empresas por parte de los agentes económicos”. La Ley Online.
- * Vítolo, Daniel. “Valuación de la empresa y precio de transferencia en el nuevo salvataje empresario (artículo 48 de la ley 24.522 contrarreformada)”. La Ley 2003-C, 1001.
- * www.clarin.com/suplementos/económico/2000/01/02/o-00201e.htm. “Los desafíos de las ciencias económicas. Nueva economía, nueva contabilidad”.
- * www.estudioton.com.ar. “La intención especulativa del accionista inversor. El valor de mercado de sus acciones”. Sección Publicaciones. 2006.
- * www.estudioton.com.ar. “La transferencia forzosa de acciones con motivo del salvataje concursal”. Sección Publicaciones. 2006.
- * www.zamudio.bioetica.org/fallo71.htm. 2006 “Procedimiento del artículo 48. Ley 24.522. Objetivos. “Correo Argentino SA s/ incidente de apelación” por la no aplicación del cramdown”. CNCom, Sala B. 27.10.04.
- * Zaldívar, Enrique y Otros. “Cuadernos de Derecho Societario”. Volumen III, Sociedades por Acciones. Ed. Abeledo – Perrot. Buenos Aires.1976.