

# LA LEY

## SUPLEMENTO DE CONCURSOS Y QUIEBRAS

A CARGO DE HECTOR ALEGRIA

BUENOS AIRES, 10 DE OCTUBRE DE 2003

### ESPECIAL

#### DOCTRINA

*El nuevo acuerdo preventivo extrajudicial*  
POR RICARDO S. PRONO

*Valuación del capital accionario de sociedades en el  
marco del artículo 48 de la ley de concursos.  
Revisión conceptual. Consideraciones prácticas*  
POR PATRICIO G. ROTMAN

#### NOTAS A FALLO

*Efectos de la rebeldía declarada en el tramo laboral,  
previo a la acumulación de la causa al expediente  
concurzal*  
POR ANTONIO VÁZQUEZ VIALARD

*El ámbito de conocimiento del tribunal en el  
incidente de verificación de crédito*  
POR ANTONIO VÁZQUEZ VIALARD

*Prescripción concursal: una interpretación y  
aplicación "sistemática" del ordenamiento jurídico  
falimentario*  
POR MAURICIO BORETTO

# **VALUACIÓN DEL CAPITAL ACCIONARIO DE SOCIEDADES EN EL MARCO DEL ARTÍCULO 48 DE LA LEY DE CONCURSOS**

## **REVISIÓN CONCEPTUAL CONSIDERACIONES PRÁCTICAS**

**POR PATRICIO G. ROTMAN (\*)**

### **SUMARIO:**

- I. Introducción.**
- II. El nuevo artículo 48 en un marco general de valuación de acciones.**
- III. El contexto teórico.**
- IV. La realidad práctica.**
- V. Enfoques de trabajo.**
- VI. La ponderación de valores de realización.**
- VII. La consideración del pasivo postconcurso.**
- VIII. La necesidad de un equipo interdisciplinario y experimentado.**
- IX. La determinación de valor.**
- X. Problemas esperables para la valuación en el marco concursal.**
- XI. Los diez elementos claves de la valuación.**
- XII. El precio justo para la transferencia forzosa.**
- XIII. Conclusiones.**

**Especial para La Ley. Derechos reservados (ley 11.723).**

(\*) El Lic. Patricio Rotman es director de M&S Finanzas y Gestión, obtuvo una maestría en finanzas del Centro de Estudios Macroeconómicos Argentinos y es profesor de posgrado en finanzas corporativas y valuación de empresas.

## I. Introducción.

Las reformas incorporadas en la Ley de Concursos a partir de la sanción de la Ley 25.589 (Adla, LXII-C, 2862) han dado origen a nuevos enfoques financieros aplicados a los procesos de insolvencia.

En mayo de 2002 el Congreso de la Nación sancionó la Ley 25.589 que introdujo diversas modificaciones a la Ley 24.522 de Concursos y Quiebras (Adla, LV-D, 4381). Los procedimientos de salvataje previstos en la ley vigente pueden implicar el cambio de propiedad empresarial a través de una transferencia forzosa de acciones. La reforma ha considerado apropiadamente que tales transferencias accionarias se basen en valores reales de mercado, estimados por especialistas, en lugar de valores contables y/o intangibles determinados por la sindicatura concursal.<sup>1</sup> Este paso -en la dirección correcta- evita que eventuales distorsiones contables y de interpretación financiera puedan 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.

El nuevo texto vigente para el artículo 48 de la Ley de Concursos, que establece el proceso de salvataje empresarial -conocido en Argentina como de *cramdown*- ha delegado la tarea de valuación a especialistas en la materia.

Antes de la reforma, el valor del capital accionario era determinado por el síndico en su informe del art. 39, en base a criterios contables, con eventuales consideraciones sobre el valor de activos intangibles. Ahora, los valuadores (evaluadores según el texto de la Ley), basados en conocimientos metodológicos, deberán estimar un valor real de mercado para las acciones.

La tarea asignada al valuador, sujeto de carácter independiente e imparcial, representa un importante desafío profesional para los expertos en economía y finanzas. En condiciones normales de desarrollo empresarial la valuación de empresas en marcha constituye una actividad compleja en el ámbito de las finanzas corporativas. El valuador 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 requerirá de un dominio general de todas las metodologías disponibles y de la integración

---

<sup>1</sup> La redacción del inciso 3) del artículo 48 luego de la reforma introducida por la Ley 25.589 es la siguiente: 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 art. 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 art. 39 incs. 2 y 3, sin que estos 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.

de un equipo profesional interdisciplinario. De esta forma se podrá alcanzar una opinión profesional debidamente justificada en un contexto empresario de alta incertidumbre.

## **II. El nuevo artículo 48 en un marco general de valuación de acciones.**

El nuevo texto del inciso 3) del artículo 48, en relación a la valuación de las cuotas o acciones representativas del capital social de la sociedad concursada, establece el cambio formal en la metodología de valuación, abandonando el criterio de carácter contable establecido originariamente en la Ley 24.522. Antes de la reforma, la Ley establecía que “el juez tomando en cuenta el informe general del síndico y las observaciones que hubiere merecido, fijará el valor patrimonial de la empresa, según registros contables”. Ahora, se avanza acertadamente hacia un enfoque económico-financiero más actualizado, tal como se procura mediante la determinación de “valores de mercado”.

Consecuentemente, la modificación legislativa al artículo 48 pasa de un esquema de valuación de cuotas o acciones bajo pautas contables, que incluía una consideración indirecta de intangibles a través de lo eventualmente estimado en el informe general del síndico, a una nueva forma de determinación, mas compleja, amplia y abarcativa, que apunta a dar un trato justo y equitativo al accionista que pueda ser forzado a transferir su participación accionaria.

Se entiende entonces que el criterio legislativo ha sido en este caso el de proteger los derechos del accionista de la empresa. El proceso argentino de *cramdown* es en sí mismo poco competitivo, forzoso, escaso de información y con oferta y demanda limitada. Por lo tanto, la recreación de condiciones “de mercado” permitirá establecer un valor teórico asociado a pautas normales de venta de acciones. Justamente, al impedir que el precio de la operación esté influenciado o disminuido por las condiciones de crisis empresaria, el accionista de una sociedad que fracasa en alcanzar un acuerdo con sus acreedores, recibiría 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.

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.

La valuación de empresas (o para ser mas precisos participaciones representativas del capital social de empresas en el caso de la Ley de Concursos) 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. Si bien las metodologías resultan bien sofisticadas desde el punto de vista técnico, aún más decisivo es el criterio del valuador para ponderar en forma subjetiva los parámetros, supuestos y visiones empresarias en la adaptación y aplicación de éstas.

El arte de la valuación o tasación ha tenido un buen grado de desarrollo a nivel inmobiliario, pero en el campo dedicado a las empresas y negocios ha evolucionado recién en las últimas décadas, de manera asociada al desarrollo de las finanzas corporativas. 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 observamos la evolución de los precios de las acciones que cotizan en mercados bursátiles desarrollados, en particular los amplios márgenes de variación en los índices que relacionan el precio de mercado con el valor patrimonial o de libros.

A nivel internacional, la actividad y profesión de valuar empresas en marcha se encuentra en un estado inicial de desarrollo -comparado con otras prácticas profesionales- pero en rápido crecimiento.

En Argentina, esta práctica profesional tuvo cierto desarrollo a partir de 1990. Entre el año 1991 y el año 2000, analistas financieros internacionales, bancos de inversión y consultores empresarios locales comenzaron a aplicar nuevas metodologías financieras para valuar y evaluar inversiones directas, ofertas para la compraventa de acciones, contribuciones de las partes en negociaciones de fusión y precios de referencia de ofertas públicas iniciales de acciones en mercados bursátiles argentinos y extranjeros.

Tanto en Argentina como en otros países, la valuación de empresas no constituye a nivel universitario una materia específica, sino que algunos conceptos básicos forman parte de cursos generales de finanzas empresarias en carreras de grado. Existe mayor profundidad de desarrollo de esta especialidad a nivel de posgrados, particularmente en maestrías de negocios y finanzas, las que en muchos casos han incorporado cursos específicos sobre valuación de empresas.

Debido a la necesaria convergencia entre conocimientos teóricos y experiencia práctica, el liderazgo conceptual a nivel internacional en materia de valuación de empresas está surgiendo como una combinación de los esfuerzos colaborativos entre el mundo académico, el sector financiero y los practicantes de la actividad.

Las actuales metodologías de valuación de empresas son relativamente nuevas, ya que se originan en diversos conceptos financieros que fueron introducidos por F. Modigliani y M. Miller, entre otros, en la década del 50, en trabajos sobre el rendimiento esperado de inversiones y el costo de capital de las empresas.<sup>2</sup> El Canadian Institute of Chartered Business Valuators y el Business Valuation Committee of the American Society of Appraisers son entidades que han tomado una posición de liderazgo en materia de valuación de empresas y negocios. Esta última entidad, ha fijado una serie de criterios y pautas a ser aplicados por los valuadores, que han adquirido rápida aceptación internacional. A nivel nacional resulta destacado el trabajo que está desarrollando el

---

<sup>2</sup> Franco Modigliani and Merton H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Volume 48, Issue 3 (June, 1958).

Tribunal de Tasaciones de la Nación a los fines de fijar ciertos criterios que se han orientado esencialmente a la determinación de valores de bienes inmuebles sobre la base del establecimiento de normas generales.

### III. El contexto teórico.

Ante la existencia de inscriptos en el registro previsto en el inciso 1) del artículo 48 de la Ley de Concursos, el Juez deberá designar un valuador para que determine el valor del capital accionario de la sociedad concursada, en los términos previstos en el inciso 3) del artículo referido.

Es ampliamente considerado a nivel internacional, en el ámbito de las valuaciones de bienes en general, con foco sobre negocios, empresas y títulos valores, 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”.<sup>3</sup> 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.

A los fines de tal determinación, la valuación de acciones o cuotas de empresas sin cotización pública debería considerar, entre otros, los siguientes elementos:<sup>4</sup>

- La naturaleza del negocio y la historia de la empresa.
- Las condiciones generales de la economía.
- Las condiciones de los sectores de actividad económica en los que la empresa opera.
- El valor contable de las acciones y la situación financiera de la sociedad.
- La existencia de valor llave y otros activos intangibles.
- La capacidad de generación de ganancias de la sociedad.
- Las operaciones pasadas de venta de acciones de la sociedad.
- Los precios del mercado bursátil de acciones con líneas de negocios comparables.

La modificación introducida al art. 48 de la Ley de Concursos 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. Como surge de los antecedentes de la reforma, se procura que en caso de producirse la transferencia forzosa de acciones ésta se concrete sobre la base del valor real de mercado, el que debería ser inferido

---

<sup>3</sup> En la bibliografía especializada, el concepto de valor justo o real de mercado es aquel citado en inglés como *fair market value*.

<sup>4</sup> El detalle presentado de elementos a considerar en la valuación de acciones guarda relación con las previsiones contenidas en las reglas 59 y 60 del ente recaudador de Estados Unidos, que a través de las mismas ha fijado pautas para la estimación del valor de mercado de acciones de empresas sin cotización pública.

de la concurrencia normal y fluida de oferentes y demandantes sin ser afectado por la detracción ocasionada por condiciones de una venta no voluntaria.

Este criterio posibilita así que el empresario (titular de acciones de una empresa) que fracase en el acuerdo con sus acreedores (no obtenga condiciones para homologar) y se viese forzado a ceder su participación accionaria bajo el régimen previsto, al menos reciba en pago el valor real de las acciones de su empresa -estimado por un especialista independiente e imparcial- reducido en proporción a la quita o descuento (expresada en valor presente) que resulte aplicable al pasivo quirografario.

Consecuentemente, 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, etc.) con la afectación del descuento aceptado por las mayorías de acreedores requeridas por Ley.

En términos estrictamente teóricos, esto permitiría que aún el empresario y el directorio de la sociedad concursada tengan algún incentivo para gestionar adecuadamente la empresa durante el período de exclusividad -aún 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 aún en el giro normal. Tales observaciones resultan evidentes cuando se observan las diferencias entre los montos de pasivos verificados en etapa de concurso y en etapa de quiebra en aquellas sociedades que no alcanzaron la homologación.

En tal contexto, resulta acertado el criterio legislativo incorporado en la reforma que implica ponderar las determinaciones efectuadas en oportunidad del informe del art. 39 (valor de liquidación, activos intangibles, etc.) y los pasivos postconcursoales. Dado que la valuación implica realizar un juicio profesional con ponderación de todos los elementos disponibles, resulta fundamental tener en consideración tales determinaciones. Los valores de liquidación que surgen del informe del artículo 39 pueden entenderse -a criterio del valuador- como un valor mínimo de referencia respecto al valor de los activos. La incidencia real del pasivo resultará determinante para considerar la estructura de capital y de endeudamiento de la empresa al momento de la valuación de las acciones.

#### **IV. La realidad práctica.**

El valuador 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.

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, irremediablemente los resultados a obtener serán fácilmente objetables.

El respaldo de una fundamentación 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 valuador, como coordinador de un equipo conformado por profesionales experimentados, 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 empresarias. La aplicación y adaptación de metodologías y aproximaciones al valor constituyen uno de los factores clave para que el valuador pueda emitir una opinión profesional adecuada en el marco del valor real de mercado de las acciones.

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.<sup>5</sup> 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 mas que un peso el año próximo) y el riesgo asociado a la inversión.<sup>6 7</sup> 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 mas 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.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Puede verse, a los efectos de la conceptualización de los modelos financieros y planes de negocios Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, y Joseph Marren, *Mergers and Acquisitions*, a *Valuation Handbook*.

<sup>6</sup> Los conceptos que derivan de la bibliografía internacional especializada en valuación han generado confusión ante la utilización de los mismos fuera del contexto de las finanzas corporativas modernas. En general los enfoques de valor priorizan la determinación de proyecciones operativas del flujo de fondos operativo libre disponible para todos los proveedores de capital (del inglés *unlevered operating free cash flow*) que afectadas por las tasas de descuento relevantes definen el valor del negocio operativo (sin deuda financiera pero incluyendo habitualmente el capital de trabajo neto). Este valor, conocido en el sector financiero como *Enterprise Value, Entity Value o Firm Value*, permite derivar luego el valor accionario (citado en general, en inglés, como *equity value*) al ser afectado por la estructura de endeudamiento neta de la empresa a valor de mercado. En igual sentido, la Ley 24.522 antes de la reforma contenía referencias indistintas a la “valuación de la empresa” o la “valuación de las acciones”.

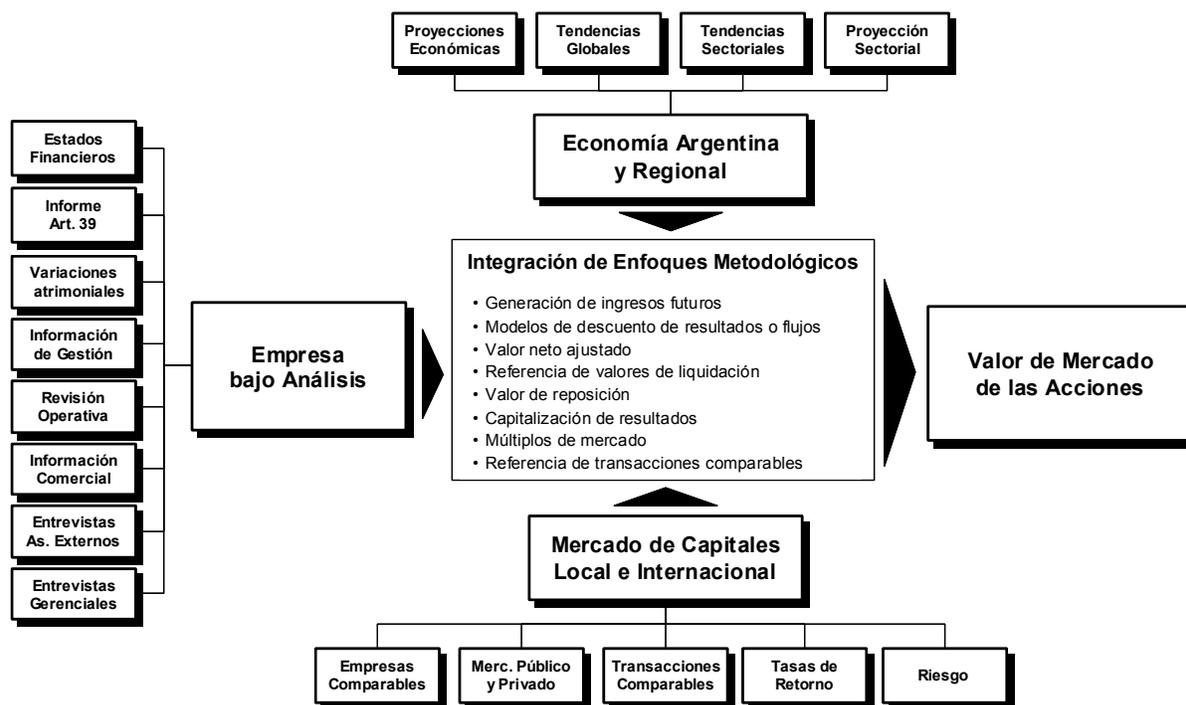
<sup>7</sup> A los efectos del entendimiento de la relación financiera fundamental entre riesgo y rentabilidad pueden considerarse los lineamientos de Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus, *Investments*.

<sup>8</sup> Ver Ricardo A. Fornero, *Valuación de Empresas en Mercados Financieros Emergentes: Riesgo del Negocio y Tasa de Actualización*, en un trabajo realizado con la asistencia de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Cuyo, en el cual se plantea una revisión integral sobre la relevancia y formas de aplicación del *capital asset pricing*

Sin perjuicio del marco de referencia general, existen numerosos enfoques para la valuación de empresas, acciones y títulos emitidos por una sociedad, por lo tanto, la tarea del valuador será la de aplicar concurrente e integradamente las metodologías más relevantes en cada caso. El cuadro siguiente permite reflejar la interacción de metodologías, aproximaciones de trabajo, información específica y consideraciones analíticas:

### Cuadro N°1

#### Enfoque Metodológico de Valuación de Acciones en el Marco de la La Ley de Concursos



## V. Enfoques de trabajo.

En líneas generales, pueden distinguirse tres aproximaciones de trabajo, fuertemente relacionadas entre sí:<sup>9</sup>

Aproximación basada en costo o activo neto: tiene por objeto establecer el valor de las acciones de una sociedad a partir de la determinación del valor de sus activos, neto del valor sus pasivos, evaluados según métodos relevantes aplicados por el valuador en cada

---

*model* en economías menos desarrolladas y con limitaciones para considerar una estrategia de diversificación a nivel de mercados de capitales internacionales.

<sup>9</sup> A los fines del presente trabajo se han considerado ciertas pautas generales del American Society of Appraisers a través de sus recomendaciones BVS-III/IV/V; tales criterios resultan conceptualmente coincidentes con los establecidos recientemente a nivel general por el Tribunal de Tasaciones de la Nación.

caso. Este método, aplicado a la valuación de empresas, es análogo al enfoque de costo que se aplica en otras disciplinas vinculadas a la valuación; no suele ser aplicado como única aproximación de valor en el caso de empresas con actividad operativa (salvo sociedades de inversión) sino como complemento de otras aproximaciones consideradas.

*Aproximación basada en resultados:* constituye un enfoque financiero para la valuación de cualquier título, acción o negocio, a partir de la aplicación de diversos métodos que permitan determinar el valor de una inversión mediante la conversión de los resultados esperados. A estos efectos, son aceptables y complementarios los métodos basados en: (a) capitalización de resultados, en el cual el valor se obtiene a partir de la conversión de un nivel determinado de ganancias multiplicado por un factor de capitalización, y (b) descuento de resultados futuros (dividendos, resultados económicos, definiciones diversas de flujos de fondos, según sea el caso) que son convertidos en valor por aplicación de una tasa de descuento apropiada, usando técnicas financieras de valor presente, sobre una completa estimación sobre las características de la empresa, estructura de capital, riesgos, desempeño histórico y resultados esperados, en un marco de referencia basado en las perspectivas económicas nacionales y sectoriales.

*Aproximación basada en mercados:* representa un enfoque general para la determinación del valor de una empresa, una participación accionaria u otros títulos emitidos por una sociedad mediante la utilización de uno o mas métodos que provean de información relevante sobre transacciones vinculadas a empresas que puedan ser consideradas como comparables. La valuación basada en elementos de comparación sólo puede ser considerada en la medida que exista a criterio del Valuador información disponible y confiable. Se consideran como empresas comparables a aquellas que puedan proveer una base de comparación con las características y perfil de inversión de la empresa bajo análisis, siendo los casos ideales los de aquellas que operan en el mismo sector económico que la empresa valuada, sujeto a las particularidades que el Valuador considere relevante en cada caso.

En función de las aproximaciones prácticas consideradas sobre un marco conceptual general, el trabajo profesional del valuador deberá implicar una integración de información, metodologías y criterios a los fines de proveer una opinión sobre el valor de las acciones.

Otros factores que deberán ser fundamentados y ponderados adecuadamente por el valuador serán los asociados a descuentos y/o primas de valor.<sup>10</sup> La determinación de valor a cargo del valuador puede considerar la aplicación de descuentos o primas de valor específicos en cualquier momento del proceso, tanto a una metodología en particular como a una ponderación de métodos desarrollados. Cualquier aplicación de primas o descuentos respecto a una valor base requerirá del establecimiento de las fundamentaciones conceptuales para su determinación. El fundamento de su aplicación se basa en que las características que afectan el valor de la inversión bajo análisis difiere suficientemente de

---

<sup>10</sup> Los conceptos de “descuento” o de “prima” vienen asociados a la forma de representar un menor valor o mayor, cuando dos inversiones de igual perfil de rentabilidad y riesgo presentan alguna característica particular, mas o menos favorable en comparación con la otra. A modo de ejemplo, si dos empresas presentan características similares pero las acciones de la primera cuentan con restricciones a su transferibilidad, se entiende que el valor de éstas deberá reflejar algún tipo de descuento respecto a las otra.

aquellas inherentes al valor base determinado. La limitación a ciertos derechos políticos societarios, la existencia de acuerdos de accionistas, la falta de liquidez en la inversión respecto a otras comparables en rentabilidad esperada o la ausencia de control accionario pueden ameritar -a criterio del valuador interviniente- la posible aplicación de premios o descuentos sobre los valores primarios estimados.<sup>11</sup>

## **VI. La ponderación de valores de realización.**

La reforma legislativa ha establecido que el valuador 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 establecida en el inciso 3)a) resulta 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.

Esto no constituye una imposición o una incompatibilidad de criterios. La Ley utiliza una terminología simple y referencial, tal es el caso de “sin perjuicio de otros elementos que se consideren apropiados” o “ponderará el informe del art. 39 sin que esto resulte vinculante para el evaluador”. Es decir la Ley otorga al valuador la facultad de ponderar tal circunstancia, pero de modo alguno le impone una condición. 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. A nivel internacional, el Business Valuation Committee de la Sociedad Estadounidense de Evaluadores -ente rector en la materia cuyos profesionales acreditados brindan opiniones en litigios y disputas judiciales y extrajudiciales- adopta en sus standards un tratamiento similar a la legislación Argentina. La entidad admite como un standard de valor en su regla BVS-III la aproximación de valor basada en activos que apunta a la determinación de un valor de patrimonio en base al valor de los activos netos de pasivos, con eventuales ajustes adicionales. Asimismo, la regla citada indica que este enfoque puede ser utilizado dependiendo del contexto y especifica que no debe ser usado como único enfoque para la formación de opinión sobre valor, salvo que sea una fuente habitual de formación de precios entre compradores y vendedores.<sup>12</sup>

## **VII. La consideración del pasivo postconcurzal.**

De modo idéntico al tratamiento de los valores de liquidación la reforma legislativa plantea la ponderación del pasivo postconcurzal entre los elementos que deben ser tenidos en

---

<sup>11</sup> Ver Shannon Pratt, *The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, para una revisión general de los elementos teóricos y prácticos sobre aplicación de descuentos derivados de la ausencia de liquidez de las acciones (del inglés, *lack of marketability*) de empresas que no cotizan en ningún mercado bursátil.

<sup>12</sup> Se recomienda considerar las pautas generales del *asset-based approach* establecido en la revisión de agosto del 2002 del American Society of Appraisers.

cuenta por el valuador. La referencia directa incluida en el inciso 3) c) debería haber constituido una obligación mas que un elemento de ponderación. Si bien algunos autores han entendido que esto constituye un enfoque erróneo, cualquier análisis con fundamento financiero podrá asegurar que 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 que resulte más que evidente que el valor accionario determinado será mayor en el primer caso.

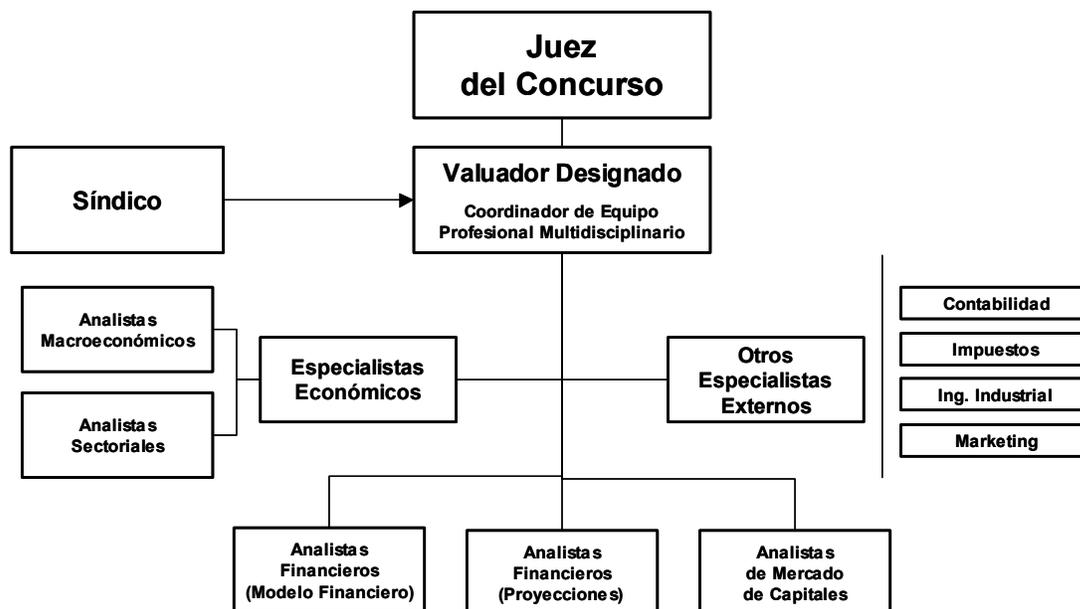
Sin perjuicio de esto, resultaría adecuado que el síndico realice un informe sobre el nivel y composición del pasivo postconcurzal para que los interesados en las acciones de la empresa puedan evaluar hasta donde pueden mejorar sus propuestas de acuerdo a los acreedores, según las proyecciones que realicen para la atención de tales compromisos. Parece claro que el empresario que operó prudentemente durante el período de exclusividad debería ser el favorecido por un mejor precio a recibir por sus acciones. De otro modo, los acreedores de la empresa menos prudente o afortunada, serían los desfavorecidos con una propuesta económicamente mas modesta.

### VIII. La necesidad de un equipo interdisciplinario y experimentado.

La determinación de valor a partir de la aplicación de los standards, metodologías y enfoques considerados, requerirá la conformación de un equipo multidisciplinario que asistirá al valuador en las diversas tareas específicas que conforman las fases habituales de desarrollo del trabajo, actuando el valuador como un integrador.

#### Cuadro N°2

Estructura e Integración  
del Equipo Multidisciplinario de Valuación



En función de los objetivos del trabajo, el equipo profesional que tenga a su cargo el valuador, deberá estar conformado por equipos especializados en las siguientes áreas:

*Análisis macroeconómico y sectorial.* Equipo profesional especializado en: (i) la elaboración de estimaciones macroeconómicas de mediano plazo con impacto directo sobre las variables globales (crecimiento económico, tipo de cambio, inflación, niveles salariales y de tasa de interés, etc) aplicables a las proyecciones económico-financieras, al costo de capital y a las tasas de descuento relevantes, y (ii) el desarrollo de escenarios de crecimiento, ciclo de negocio, precios y competitividad del sector económico en el cual desarrolle su actividad la empresa, (iii) determinación y consideración de estructura temporal de tasas de referencia como libre de riesgo en el mercado financiero y de capitales, nacional e internacional, (iv) evaluación y consideración de las primas de riesgo país observadas en la Argentina respecto a los mercados internacionales.

*Investigación de mercado de capitales.* Equipo profesional de especialistas de finanzas corporativas responsables de la recopilación, procesamiento y consolidación de información nacional e internacional sobre empresas comparables con cotización de acciones en mercados de valores, la identificación, procesamiento y consolidación de información nacional e internacional sobre transacciones de compra y venta de acciones de empresas consideradas comparables, la evaluación de las primas de riesgo de los mercados accionarios en relación a la tasa libre de riesgo relevante, la determinación de las medidas de riesgo sistemático (incluyendo el coeficiente Beta relevante) y eventuales ajustes en función de la estructura de capital.

*Análisis y modelización financiera.* Equipo profesional a cargo del relevamiento integral de información económica, financiera, patrimonial, comercial, industrial, incluyendo un análisis detallado del informe art. 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, etc.) y desarrollo de los modelos financieros para la determinación de valor.

*Especialistas externos.* En función de ciertas complejidades técnicas que puedan presentarse, el valuador 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, etc.

En el caso de la valuación del capital accionario de empresas pequeñas, o de sociedades con un nivel de actividad limitado, el valuador deberá adecuar su trabajo y la conformación de su equipo profesional a tal circunstancia, pero sin afectar los enfoques metodológicos o recursos necesarios para brindar una opinión debidamente justificada.

Las metodologías aplicables en tales casos de menor escala posiblemente resulten de naturaleza similar a las de empresas de mayor tamaño. Pero el valuador deberá ponderar la

asignación de recursos de manera mas ajustada a las circunstancias, a la realidad económica y a la complejidad de la tarea. Es de esperar que varias de las tareas que normalmente en la práctica profesional son desarrolladas por equipos de trabajo de varios miembros sean asignadas individualmente a profesionales especializados. Aún en esta hipótesis, estos profesionales deberán contar con los conocimientos y experiencia necesarios para asistir al valuador en la integración del material y enfoques técnicos disponibles, para generar una determinación de valor accionario ajustada al contexto económico y empresarial.

### **IX. La determinación de valor.**

La opinión profesional del valuador 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 disponibles a la fecha de valuación.<sup>13</sup> La determinación de valor deberá basarse en las estimaciones derivadas de la aplicación de una o mas aproximaciones o métodos, que serán considerados o ponderados según el criterio del valuador y no en base a una fórmula predeterminada. Una o mas aproximaciones, metodologías o enfoques pueden o no ser relevantes para valorar una situación particular.

En todos los casos, el valuador 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.

### **X. Problemas esperables para la valuación en el marco concursal.**

La valuación de acciones en el marco del artículo 48 presenta características diferenciales respecto a otros casos como la valuación de acciones en contexto de la emisión y colocación de acciones 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 son las siguientes:

- La posible ausencia de colaboración de la dirección y la gerencia de la empresa concursada para con el valuador 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 mas lento y complejo el proceso de recopilación de antecedentes.

---

<sup>13</sup> Un particular enfoque que el valuador deberá resolver en base a su experiencia es aquel respecto a la valuación de los pasivos financieros o estructurales de la sociedad y el cálculo del costo de capital promedio ponderado relevante. Resulta un desafío profesional especial el tratamiento que debe darse al pasivo, ya que en teoría, el valuador, por lógicas razones de desarrollo temporal del proceso, deberá estimar el valor teórico de la deuda reestructurada antes de conocer los resultados de las negociaciones entre interesados y acreedores que conduzcan eventualmente a la obtención de las conformidades necesarias.

- 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, etc) debido a la potencial quiebra de la empresa en el corto plazo, de fracasar el salvataje previsto en la Ley.

## **XI. Los diez elementos clave para la valuación.**

A continuación se detallan diez factores fundamentales para el desarrollo de un proceso de valuación profesional, desde un enfoque metodológico general, que deberá ser ajustado en cada caso de acuerdo con el criterio del valuador:

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 valorar.
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: (i) empresas con cotización en mercados de valores nacionales, regionales e internacionales, y (ii) 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.

## **XII. El precio justo para la cesión forzosa.**

Tal lo previsto en el inciso 7) b) del artículo 48, el juez -basado en el informe del valuador y en eventuales observaciones- resolverá sobre el valor de las acciones a los efectos de una eventual transferencia forzosa.

En caso que: (a) el valor accionario determinado por el Juez fuese positivo y (b) dentro del plazo previsto en el inciso 4) del artículo 48, alguno de los inscriptos (acreedores o terceros) presentase las conformidades con las mayorías previstas en la Ley, entonces el Juez deberá requerir al valuador (que en la modificación de la Ley acumula las funciones del estimador previsto en el texto anterior) que determine la disminución efectiva (a valor presente) del pasivo quirografario, de acuerdo con los términos económicos y financieros derivados de la propuesta que obtuvo la conformidad de los acreedores.

A los fines de la realización de tal tarea, el valuador -ahora en su función de estimador- deberá considerar las tasas de mercado relevantes para operaciones de riesgo similar, tarea que deberá posiblemente ser inferida por métodos financieros, debido a la ausencia de un mercado activo de créditos u obligaciones negociables en Argentina.

Determinado el valor presente del pasivo quirografario en los términos de su reestructuración, el valuador determinará el factor de reducción, descuento o quita relevante, el que será aplicado en forma directa al valor accionario determinado por el juez del Concurso. En tales supuestos, de acuerdo con lo previsto en el inciso 7) c) del artículo 48, se producirá la transferencia forzosa de las acciones, completando el proceso de salvataje empresario, en los términos previstos en la Ley.

## **XIII. Conclusiones.**

La reforma de la Ley de Concursos ha considerado que una eventual transferencia forzosa de acciones, en el marco de los procedimientos de salvataje empresario, tome lugar a

valores reales de mercado estimados por especialistas, en lugar de valor contables y/o intangibles eventuales, determinados por la sindicatura.

De esta manera, el accionista que pudiera verse forzado a ceder sus acciones, recibirá el precio establecido por el juez -detráido por la misma quita que afecte a los acreedores quirografarios- en función del valor estimado por un valuador independiente que debería aplicar un enfoque financiero integral y moderno, evitando distorsiones que pudiesen originarse en los criterios de valuación basados en determinaciones contables de la sociedad concursada.

La tarea asignada en la ley de concursos al valuador independiente representa un importante desafío profesional para los expertos en economía y finanzas. La valuación de empresas en marcha constituye una actividad compleja de las finanzas corporativas, ya que implica un conocimiento metodológico amplio y la emisión de una opinión fundada de carácter subjetivo sobre un conjunto de activos y pasivos determinados.

La aplicación de tales conceptos en un marco de insolvencia y crisis empresaria requerirá de un dominio general de todas las metodologías disponibles y de la integración de un equipo profesional interdisciplinario, que permita reducir todos los elementos de incertidumbre presentes en el desarrollo de la valuación.