

# EMPRESAS EN SITUACIÓN DE CRAMDOWN

## FORMAS DE VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJOS

**Pablo Russo\***

**RESUMEN:** El artículo 48 de la Ley de Concursos y Quiebras establece el instituto del salvataje de empresas o cramdown. La reforma a la Ley de Concursos y Quiebras, dada en mayo de 2002, introduce el concepto de valor de empresa dinámico, en contraposición con el paradigma de valor histórico o estático que contenía la originaria Ley 24.522. Nuestro trabajo expone los diferentes métodos disponibles de valuación de empresas por descuento de flujos, las tasas de descuento a utilizar, y propone sugerencias que, entendemos, pueden contribuir a la mejora del instituto.

**Palabras clave:** valor de la empresa - flujos descontados - tasas de descuento - salvataje - quiebra.

**ABSTRACT:** *Different valuation methods for business companies through flow discounts and a comparison with insolvency and bankruptcy law provisions under cramdown*

Cramdown was established by Article 48 of the Insolvency and Bankruptcy Law. The amendment to the law passed in May 2002 introduced the concept of dynamic value for companies as opposed to the static or historical value paradigm embodied in the original Law 24.522. This paper shows the different valuation methods available to assess companies through flow discounts and the discount rates to be used. We also offer some suggestions aimed at improving the institute.

**Key words:** company value – discounted flows – discount rates – cramdown - bankruptcy

### Introducción

El objetivo principal e ineludible en toda decisión empresarial debe ser la máxima creación posible de valor para el accionista. Por tanto, todas las decisiones de inversión que una empresa evalúa, deben tener como premisa dicho objetivo. Una de las maneras en que las empresas buscan crear valor es mediante los procesos de fusiones con otras empresas. Las fusiones entre empresas son una decisión de inversión más y solo deben llevarse a cabo si cumplen con la premisa de maximización del valor para el accionista. Existen otras razones pero ninguna es tan poderosa y equitativa como la mencionada.

En procesos de fusión, se agrega valor si se logran sinergias. Hemos mencionado que al adquirir una empresa, se está ante un proyecto de inversión que persigue la creación de valor. Será entonces una buena decisión financiera el adquirir una empresa cuyo precio de compra sea inferior al valor de esa empresa. Ahora bien, ¿cómo se determina ese valor?

Muchos de los fracasos en procesos de fusiones se deben a una incorrecta valora-

---

\* *Pablo Russo* es Contador Público (UCEL), Especialista en Finanzas y Magister en Finanzas (UNR). Es socio de *Due Diligence Advisory Group Argentina* donde desempeña funciones de asesoría económico-financiera. E-mail: pablorusso@ddaga.com

ción de la empresa objetivo, subestimando o sobreestimando los efectos sinérgicos. Debe comprenderse que una incorrecta valuación destruye valor en lugar de crearlo, lo cual genera perjuicios no solo a los inversores sino también a la sociedad toda, pues una mala decisión genera una mala asignación de recursos con el consiguiente castigo económico.

Existen varias alternativas a la hora de valorar una empresa. Básicamente existen tres formas tradicionales en la medición del valor y dentro de éstas, diferentes posibilidades. Y asimismo existe una cuarta alternativa superadora de las tres mencionadas, la cual constituye el estado de arte de la disciplina, y es la valuación utilizando el método de las opciones reales.

La primera alternativa es la valuación basada en la información histórica contable. No es mayormente utilizada pues presenta serios inconvenientes derivados de las convenciones de la contabilidad y además, analiza principalmente información del pasado. No será abordada en el presente trabajo.

La segunda es la valuación por múltiplos, la cual tampoco será tratada aquí por no ser una opción recomendable pues solo constituye una forma rápida pero muy poco precisa de determinar un valor.

La tercera y más aceptada es la determinación del valor actual de los flujos de caja que se espera produzca la empresa durante el horizonte de evaluación o cuando ya esté gestionada por su adquirente en procesos de fusiones o adquisiciones. Es decir que no utiliza información histórica sino proyectada. Dentro de esta modalidad existen cuatro métodos y con los cuatro debe llegarse al mismo resultado; es decir existe una equivalencia entre ellos y son los que desarrollaremos aquí.

### **Valuación de empresas mediante flujos de fondos descontados**

Una de las técnicas más utilizadas por los practicantes de la valuación de empresas y la evaluación de proyectos de inversión, es el flujo de fondos descontado (discounted cash flow, en adelante DCF). En dicha técnica el flujo de fondos de la compañía es descontado por el costo de capital de una alternativa de riesgo comparable, para obtener el valor intrínseco de las acciones y de los activos de la firma. El valor intrínseco es en tal sentido un valor normativo, el valor de mercado que “debería” tener la compañía si el mercado la valúa correctamente. Una característica de la técnica del descuento de flujos es que combina información financiera con información del mercado de capitales. La primera proviene de los estados contables de la firma, como los balances, el estado de resultados y el estado de evolución del patrimonio neto, lo cual permite apreciar como ha sido el management de los activos y pasivos. La segunda se refiere a la volatilidad de las acciones de la firma, el rendimiento que se espera del mercado accionario en su conjunto, el rendimiento libre de riesgo, etc.

La ventaja que ha presentado la valuación por medio del descuento de flujos por sobre otras técnicas (por ejemplo la valuación por múltiplos) es que la primera obliga al analista a introducirse en el detalle de las cifras, lo fuerza a un estudio línea por línea. Esto es sumamente importante por ejemplo en casos de compras de empresas o fusiones, pues permite apreciar cuáles son las fuentes generadoras de fondos y de valor. En los métodos de valoración que abordaremos, uno de los componentes básicos es el conjunto de los flujos de caja que se espera que la empresa genere en el futuro; el otro elemento importante es el rendimiento mínimo que se requerirá a esa inversión. Con ambos componentes se puede estimar el valor actual del proyecto, es decir, el valor actual de la empresa para un potencial comprador. Y es en este contexto donde se enmarca el análisis del flujo de caja libre para la empresa y

de los diferentes flujos que existen.

### **El flujo de caja libre o free cash flow**

Es el beneficio operativo después de impuestos, al que se le agrega las amortizaciones (pues no consumen fondos), se le deduce los aumentos en activos fijos y se le añade o deduce, según corresponda, las variaciones en el capital de trabajo. Es decir que es el exceso de flujo de caja generado por una empresa, obtenido después de impuestos, que se encuentra disponible para todos los suministradores de capital, a saber, accionistas y acreedores. Representa el flujo de fondos que genera la empresa, con independencia de cómo es financiada. Y esta es la razón por la cual debe observarse cuidadosamente que, como es considerado después de impuestos, el tributo que se le deduce no es necesariamente igual al tributo pagado, sino que aquel se calcula sobre el resultado operativo, es decir que es el impuesto que la empresa hubiera pagado si no hubiese financiado parte de sus aplicaciones con capital de terceros pues los intereses de las deudas afectadas a la obtención de ganancias gravadas son deducibles en la mayoría de las legislaciones impositivas sobre la renta.

### **El capital cash flow**

Es el flujo de fondos total para los inversores, es decir la suma de los cash flow que estos tienen derecho a percibir; dividendos para los accionistas y cambios en el nivel de las deudas y los intereses para los acreedores. Entonces es posible escribirlo de la siguiente manera:

$$\text{Capital cash flow} = \text{Dividendos} + \text{intereses} \pm \Delta \text{ deuda}$$

o bien

$$\text{Capital cash flow} = \text{FCF} + \text{escudo fiscal}$$

### **El equity cash flow o flujo de caja para el accionista**

Es el flujo de efectivo residual para los accionistas, luego de que se han abonado los intereses y los impuestos, teniendo en cuenta además las inversiones necesarias en capex, en working capital y las variaciones en el endeudamiento.

### **Valor de la empresa por los diferentes métodos.**

No expondremos en el presente artículo las fórmulas pertinentes las cuales pueden ser consultadas en el trabajo académico que le dio origen: mi tesis doctoral titulada “*Diferentes formas de valuación de empresas por descuento de flujos y su comparación con lo previsto en la Ley de Concursos y Quiebras en oportunidad del cramdown*”. Nos limitaremos aquí a decir que una vez conocidas las diferentes medidas del flujo de caja, es posible obtener el valor de la empresa a partir de ellas.

El *valor de la empresa a partir del cash flow para los accionistas o equity cash flow* surgirá del valor de los flujos que corresponden a sus propietarios, descontados de la rentabilidad exigida por éstos para así obtener el valor presente de la participación accionaria; y a ese valor se le adicionará el valor presente de la deuda, al cual se arribará descontando los

flujos de ésta a la tasa exigida por los prestamistas.

El *valor de la empresa a partir del free cash flow* se obtiene descontando éste a la tasa de costo promedio ponderado del capital para la empresa o WACC *después* de impuestos, a efectos de incorporar la ventaja impositiva derivada de la estructura de capital, que no está reflejada en el flujo.

Por su parte al *valor de la empresa a partir del capital cash flow* se arribará luego de descontar el mismo a la tasa de costo promedio ponderado del capital para la empresa o WACC *antes* de impuestos, por razones contrarias a las expuestas.

Finalmente, el *valor de la empresa según el Adjusted Present Value* indica que el valor de la deuda hoy más el de los recursos propios de la empresa apalancada, es igual al valor de los recursos propios de la empresa sin apalancar más el valor del ahorro de impuestos debido al pago de intereses. Por tanto nos permite diferenciar cuánto del valor de la empresa corresponde a las decisiones operativas (valor creado por el activo) y cuánto a las decisiones de financiamiento.

Por último, concluimos que el valor de la empresa debe ser el mismo con cualquiera de los cuatro métodos; solo debe tenerse en cuenta descontar los diferentes flujos de fondos a la tasa apropiada. El valor intrínseco de la empresa es uno solo.

### **Tasa de descuento a utilizar en los flujos proyectados en empresas medianas y cerradas**

Dado que lo que nos preocupa es poder exponer una manera de realizar la valuación en empresas cerradas, es que abordaremos el tema de la tasa de descuento para esta clase de entes. Para firmas que cotizan en mercados de valores existen diversas formas de arribar a esas tasas que, discusiones y detalles al margen, proveen soluciones razonables, más allá de que algunos autores prefieran unos métodos a otros. Pero en tema de *empresas cerradas*, lo que existe son en general, proxys o *parches*, dado esto por la falta de información representativa.

### **Consideración del riesgo sistémico**

Dado que en general no se discute la manera de armar una tasa de costo de oportunidad del capital de una alternativa de riesgo comparable, pudiendo usarse **casi** toda la fórmula que nos propone el CAPM en empresas de variada índole, nos concentramos en aquella parte que más dificultades presenta en empresas cerradas; el riesgo sistémico.

Esto, sin perjuicio de las variadas alternativas que existen para la tasa libre de riesgo y el rendimiento del activo en el mercado, las cuales son expuestas en el trabajo principal.

Dos enfoques se han propuesto para el riesgo sistémico en empresas cerradas:

- a) Beta comparable
- b) Beta contable

- a) Enfoque del beta comparable

Diferentes posibilidades

1. Existen comparables en la bolsa local.

El criterio de máxima aproximación *singular* supone estimar el efecto-firma sobre el beta, encontrando una empresa o grupo de empresas cuya estructura de impulsores de valor económico se aproxime máximamente a la empresa que se quiere valorar, a la que llamaremos de aquí en más empresa objetivo o target. Las empresas comparables se seleccionan en base a su semejanza estructural y funcional con el target; el ideal es encontrar de ocho a diez buenos comparables, y obtener un beta promedio para el grupo; cuanto menor sea la dispersión intragrupal de los betas, mejor. Sin embargo, a menudo estas condiciones simplemente no se dan en la práctica. La ausencia de varios comparables puede exigir trabajar con uno o dos valores solamente, y la alta dispersión de los betas intragrupales puede hacer dudar del sentido de una estadística agregada. En este sentido, vale la opinión de Dumrauf, el cual sostiene que existe una suerte de trade off debido a que a medida que buscamos aumentar la comparabilidad, disminuye la cantidad de empresas disponibles en la muestra.

2. No existen comparables en la bolsa local pero sí en otras.

En esta situación, es usual que los practicantes elijan una empresa (o grupo de empresas) comparables (generalmente de EE.UU.), obtengan su beta (o el beta agregado del grupo) de una fuente publicada o por cálculo directo, y utilicen dicho valor para el target local sin más ajuste que el necesario por apalancamiento. Obviamente, el método presupone que la relación entre los retornos de la comparable y el mercado americano es similar a la que existe entre el target y el mercado argentino.

3. No existe una empresa comparable en la bolsa local pero es posible referenciar a un sector.

La máxima aproximación *sectorial* intenta capturar esencialmente el efecto industria y utilizarlo como patrón o *benchmark* de referencia al valorar la empresa target; esto es, la singularidad que se utiliza es la pertenencia a un rubro económico determinado

### **Problemas en el enfoque del beta comparable**

El criterio del beta comparable fue concienzudamente investigado por Bowman en un paper originalmente escrito en el año 2007 y revisado en el año 2009 llamado “*Using Comparable Companies to Estimate the Betas of Private Companies*”.

La conclusión nos dice que hay una correlación negativa entre tamaño y beta. Por tanto, *la recomendación es que las compañías comparables sean similares en tamaño a la firma cerrada*. Debe reconocerse que no se verifica este requisito ni tan siquiera mínimamente en la mayoría de los casos a que apuntamos.

b) Enfoque del beta contable

El *beta contable* de una empresa marca la *sensibilidad de sus retornos contables al retorno promedio del mercado*. El retorno contable puede medirse como utilidad contable -ya sea operativa o neta-, retorno contable sobre el patrimonio (ROE), retorno contable sobre activos (ROA) u otra medida análoga. El retorno del mercado puede ser un índice de bolsa

(p.ej., el Burcap, con lo cual estaríamos aplicando una metodología híbrida contable-bursátil) o un índice del mercado de raíz también contable (utilidad, ROE ó ROA promedio del mercado). El atractivo de un beta contable reside en el hecho de que la información contable es muchísimo más abundante que la información del mercado accionario; esto es, aun en el caso de empresas de capital cerrado existentes, los datos contables son accesibles y podrían, *en principio*, ser utilizados para calcular un beta al estilo de las empresas que cotizan en bolsa.

Sin embargo, la información contable no goza de popularidad entre los académicos de las finanzas corporativas, y por buenas razones.

- El primer problema grave de los datos contables es que pueden existir fuertes variaciones en su cálculo de empresa a empresa.
- El segundo y grave problema de la información contable es que ésta no refleja el valor del dinero en el tiempo. Un estado contable no contempla los flujos de fondos que se podrán producir a futuro en el negocio, ni el costo del capital involucrado. *Estas dificultades, sin embargo, no son relevantes si lo que se intenta es demostrar la existencia de correlación entre un beta contable y un beta de mercado.*

Entre otras desventajas del enfoque del beta contable, podemos enunciar:

- Al ser construido sobre bases contables no está exento de manipulaciones.
- La periodicidad con que está disponible la información contable, es menor a la de la información de mercado.

Sin embargo, el uso de betas contables es un buen recurso si se cumplen las siguientes condiciones:

- Disponibilidad suficiente de datos.
- Existencia de correlación significativa entre betas contables y del mercado.
- Significancia estadística

### **Nuestra propuesta para la inclusión del riesgo sistemático**

El CAPM considera riesgo a la varianza de los retornos. Sin embargo, en empresas cerradas y medianas en nuestro país, sostenemos que una mejor definición de riesgo es la exposición que tenga la empresa a los vaivenes de la macroeconomía. Una baja exposición a la macro revelaría que, o bien en el segmento que opera la empresa las fluctuaciones domésticas no son un factor decisivo en su éxito o fracaso (ej. ingresos provenientes del mercado externo principalmente) o bien que es una empresa con una microeconomía con un grado de eficiencia tal, que la protege relativamente.

Bajo esta concepción del riesgo, ilustramos el concepto con el siguiente ejemplo y aclaramos que bajo ningún punto de vista el presente intenta ser una validación empírica de la idea, sino tan solo el principio de un camino en busca de una mejor y más representativa medida del riesgo sistémico.

Al solo efecto de ejemplificar lo dicho hemos aplicado el concepto a una sola empresa, Longvie. La razón por la cual hemos elegido esa empresa es fundamentalmente el hecho

de que es una empresa de mediana a grande, al modo de otras muchas empresas argentinas. Por tanto, no es determinante, en relación al todo, su contribución al PIB. Es además una empresa listada de manera que se cuenta con suficiente cantidad y calidad de información.

Analizaremos para este caso en particular la correlación que existe entre las ventas de una empresa con el PIB. Es decir, ingresos micro *versus* ingresos agregados. La homogeneidad entre las variables es condición indispensable.

El concepto es el siguiente: quien compra una empresa en un salvataje, se compromete a pagar a los acreedores con lo que pueda producir y vender. Es una especie de LBO: se paga la deuda con lo que se genera.

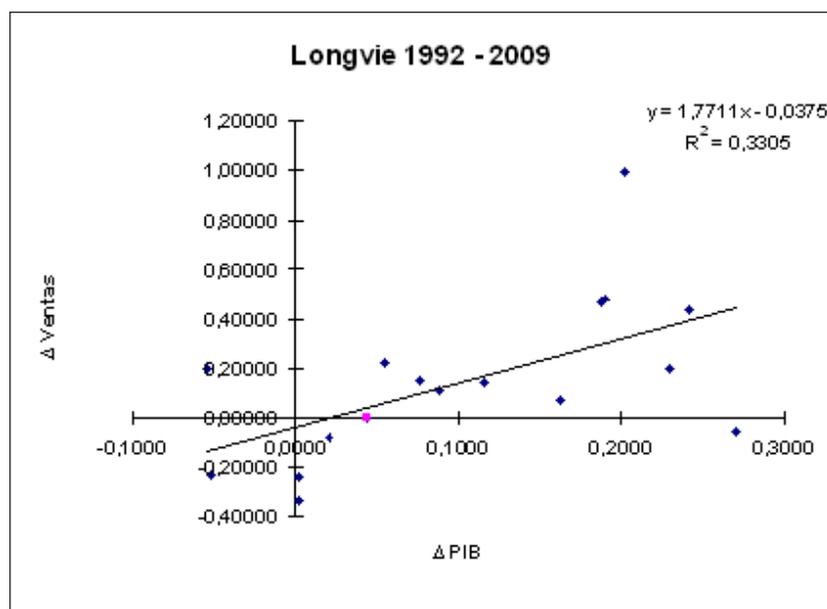
En ese contexto entonces, ¿no sería un buen indicador de riesgo sistémico saber cómo se altera el nivel de actividad en la empresa o micro, ante alteraciones en la macro? Si las ventas caen, el grueso del free cash flow irá a pagar deuda, quedando poco residual para el equity. Y eso es sin duda riesgo para el capital propio, riesgo generado por la macro, riesgo más allá del control del ente, es decir, sistémico, pues es generado por la macro y golpea en mayor o menor medida a todos los actores.

¿Qué representa mejor el riesgo de quien apuesta en una inversión en equity sin carácter especulativo y que opera en la economía real?

Correlación entre ventas de la firma y PIB

**$\beta$  Longvie -  $\Delta$  Ventas  $\Delta$  PIB**

Coefficiente de correlación múltiple	0,574929123
Coefficiente de determinación R <sup>2</sup>	0,330543497
R <sup>2</sup> ajustado	0,285913063
Error típico	0,272117293
Intercepción	-0,037487361
Variable X 1 ( $\beta$ )	1,771082453



## Presentación del instituto del cramdown

Bajo ciertos supuestos de fracaso del acuerdo preventivo de determinadas personas jurídicas, antes de declarar la quiebra es posible aún intentar una solución no liquidativa. A ello apunta esta segunda oportunidad de negociación que se abre luego de agotado el período de exclusividad (artículos 43 y ss.) o luego de admitida judicialmente una impugnación al acuerdo aprobado por los acreedores durante dicho período (artículo 51).

El artículo 48 de la Ley 24.522 -modificado por la Ley 25.589- es reconocido como el “procedimiento del salvataje de empresas”

Algunos de los beneficios del cramdown son:

- Alternativa importante de recupero de empresas en crisis.
- Facilita el repago de los créditos a los acreedores.
- Evita importantes costos económicos e institucionales propios de la quiebra; a título de ejemplo la pérdida de los activos intangibles, como el conocimiento y la capacitación del personal dedicado a la actividad de la empresa deudora, que son de los más importantes dado que implican pérdidas que nunca se recuperan y que afectan el nivel de vida de la población general de nuestro país.

## Procedimiento y valuación

La reforma a la Ley de Concursos y Quiebras, dada en mayo de 2002, resulta un avance en la legislación atento que introduce un concepto de valor de empresa dinámico. La reforma citada reconoce que *las empresas valen por lo que rinden y no por lo que contienen*. Se abandonó entonces el anterior criterio que establecía la ley, el cual estipulaba que debía valuarse la empresa a partir de sus valores contables. Levaremos este aserto un paso más allá diciendo que las empresas valen por lo que rendirán, es decir que su valor dependerá del futuro y no del pasado.

En cuanto al procedimiento, ante la conclusión del período de exclusividad sin arribar a acuerdo o mediando impugnación al acuerdo aprobado:

1. Se abre el registro de interesados.
2. Se designa evaluador.

Hoy el evaluador es:    1 – Banco de inversión.  
                                  2- Estudio de auditoría.

Nuestras objeciones al respecto son:

a- El auditor opina de la razonabilidad de la información contable que surja de la correcta o incorrecta aplicación de las normas contables profesionales. No es por tanto la valuación con métodos dinámicos el área de especialidad de esos profesionales.

b- Los bancos de inversión tienen el expertise requerido pero el segmento analizado (empresas cerradas y pequeñas/medianas) carece de interés para ellos.

Así dadas las cosas hoy, entendemos que sería preferible, sin ser lo que juzgamos como lo apropiado, que se reserve el rol de evaluador a profesionales con estudios de posgrado en finanzas. Sin embargo, esta propuesta es un “second best” pues como desarrollaremos más adelante, la mejor solución es que cada oferente aporte su valuación.

c- De acuerdo a la ley, si no hay inscriptos el evaluador es propuesto por el comité de acreedores. Nuestra objeción a esta disposición nace a partir de un potencial riesgo de falta de transparencia y conflicto de intereses.

### **Fundamentos a alternativas al sistema de evaluador judicial. Algunas ideas**

- No existe la valuación objetiva y menos en el salvataje.
- El valor dependerá en grado sumo del plan de negocios que cada oferente tenga. Flujos de caja, expertise gerencial, contactos de negocios, acceso a fuentes de financiación etc. son distintos para cada propuesta. La actual legislación del evaluador es una reminiscencia del viejo sistema. En términos reales, objetiviza el valor. Prueba de ello es que el mismo resulta irrelevante para ganar el salvataje. Basta quien consigue primero las conformidades.
- Proponemos entonces que cada oferente deba aportar su valuación.
- Debe ampliarse la información que proveen las empresas según el artículo 11 para incluir información proyectada, perspectivas, y mayor desagregación de procesos productivos, políticas de precios, etc. Es decir, información necesaria ante la eventualidad del cramdown. Dada la sensibilidad de la información, debería quedar en sobre lacrado en Secretaría y solo hacerse público una vez fracasado el período de exclusividad, donde la alternativa es el salvataje o la quiebra. Deben proveerse pautas precisas para el acceso a esa información.

El sistema propuesto debería llevarse a cabo cuando la concursada lo amerite. Es necesario entonces a estos efectos, buscar pautas para definir cuándo el costo es superado por el beneficio (ej. cantidad de puestos de trabajo en riesgo, volumen de actividad, aporte al PBI regional, etc.)

### **Requisitos a cumplir en cada valuación aportada por los oferentes**

El respaldo de una fundamentación para una opinión sobre el valor accionario, fuertemente vinculado a la visión a futuro de un negocio, vendrá dado 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.

Cada valuación debería explicitar y observar:

1.- 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.- 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.

### **Participación del mercado de valores**

El espíritu del legislador cuando concibió el instituto del salvataje, fue justamente ese: salvar las empresas viables mediante la transferencia de su equity. Posibilitar la continuación de una explotación que todavía puede generar valor, dado que quien hace una propuesta así lo cree.

Es factible prever que, en procesos concursales de determinado tamaño, se dé vista al mercado de valores de la jurisdicción a efectos de que:

- ✓ Aporte una opinión técnica de las valuaciones de la empresa (razonabilidad de supuestos, razonabilidad de proyecciones de ingresos, de inversiones, etc.).
- ✓ Publicidad adicional a los edictos y en un ámbito más propicio para la captación de potenciales oferentes.
- ✓ Bajo determinadas condiciones, que emita opinión acerca de si es factible el ofrecimiento público de las acciones, basada ésta en los antecedentes, las proyecciones y la carga informativa que la empresa aportó y la que se previó que debe aportar adicionalmente en carácter reservado para esta eventualidad.
- ✓ Deberá ponderarse para esto la posibilidad que tenga la empresa de operar, luego de la transferencia, bajo las exigencias de oferta pública.
- ✓ De ser factible la oferta pública, los finalmente adjudicados deberán cumplimentar los mis-

mos requisitos que el régimen PYME en cuanto a información, permanencia, etc., pudiendo preverse un régimen especial de garantías. (saldo del precio consignado judicialmente en caso de valor positivo) ¿Es injusta la consignación del precio para los propietarios actuales? Entendemos que no. La alternativa es la quiebra y liquidación. Aquí habría una expectativa de ingreso para los actuales titulares, que es mejor que la expectativa de “nada”.

Nuestra propuesta promueve la asunción de riesgos privados, bajo una supervisión eficaz que cuide debidamente a los inversores pero que no premie sus errores.

### **Inconvenientes que plantea la actual normativa referida al beneficiario del cramdown**

La actual legislación prevé que es favorecido quien primero obtenga la conformidad. Entendemos que esto implica un sin sentido de la valuación y planes futuros de la empresa pues *gana quien llega primero y no quien presenta el plan más factible sustentable en el tiempo*. El actual sistema abre la puerta para que se homologuen propuestas poco realistas y en extremo arriesgadas dado que, en el peor escenario, el cramdista ganador *si nada pagó*, simplemente nada pierde. Esto es explicado muy claramente en el enfoque de opciones del valor de las empresas, el cual es expuesto a continuación.

### **Valor de las participaciones sociales según el enfoque de opciones**

En el caso de inexistencia de valor positivo, se le entregarán las acciones o cuotas al cramdista. Se le entrega una empresa a cero pesos y él tomará a su cargo los pasivos sociales. Pero el cramdista no se hace cargo necesariamente con fondos propios, sino que las más de las veces, irá cancelando esas obligaciones con el producido de la empresa. Es un esquema similar a un LBO o compra apalancada.

Asúmase por un instante la eventualidad de que luego de logrado el cramdown y de que el tercero se haga cargo de la empresa, éste incumple los acuerdos. Pongamos el supuesto de que la valuación hubiera sido cero, por lo tanto nada había pagado. Sabemos que esto conllevará la quiebra. Pero obsérvese que en esta situación, el propietario (el cramdista original), perderá a lo sumo su participación social en la eventualidad de concurso liquidativo. Es decir, *en el peor de los casos pierde algo por lo cual nunca pagó*. Por el contrario, si la gestión de la empresa logró ser exitosa, pagará los acuerdos y tendrá luego un beneficio como en cualquier empresa que se haya adquirido por las vías habituales. Resulta entonces que el cramdista tiene las pérdidas limitadas a su aporte (eventualmente cero) y las ganancias ilimitadas. Tiene entonces una opción de compra o call, por la cual ha pagado cero pesos de prima.

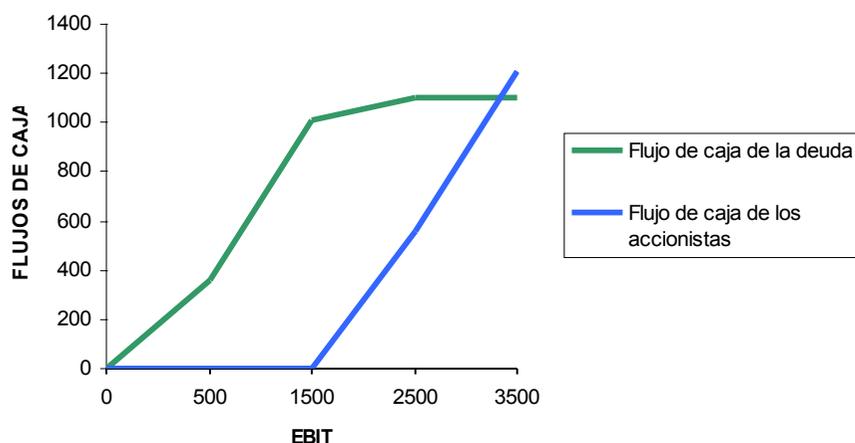
Veamos el siguiente ejemplo numérico:

Supóngase que un cramdista consigue el paquete accionario de una empresa con activos por valor de \$1000, y que por esa participación paga \$0 debido a la inexistencia de valor positivo conforme al artículo 48 de la ley. El monto de la deuda es por consiguiente \$1000, la cual devenga una tasa de interés del 10% anual. Ha evaluado las características de la actividad y su proyección de resultados es la que se expone a continuación.

Proyección de resultados

	Exito	Normal	Regular	Malo
EBIT	3500	2500	1500	500
Intereses	100	100	100	100
Utilidad antes de impuestos	3400	2400	1400	400
Impuesto a las ganancias (35%)	1190	840	490	140
Utilidad neta	2210	1560	910	260
Devolución del capital	1000	1000	910	260
Flujo de caja de la deuda	1100	1100	1010	360
Flujo de caja de los accionistas	1210	560	0	0

Idem caso anterior, numeración y títulos



En caso de que el cramdista no obtenga flujos de caja con valor positivo, siempre le será más conveniente no ejercer su opción de compra (línea azul) sobre los activos de la empresa.

Entonces, en un contexto en el cual los accionistas responden por las deudas sociales hasta el límite del valor de sus aportes, el cramdown o proceso de salvataje puede ser una excelente oportunidad de inversión aunque el equity valga cero pesos pero el activo tenga un valor positivo, entendiéndose por tal el valor presente de los flujos de caja que ese activo es capaz de generar. El upside es de los accionistas y el downside es de los acreedores. El cramdista luego de hacerse con el equity, podrá apostar a proyectos con mucha volatilidad y altos retornos que le permitan repagar la deuda o, en su defecto, dejará los activos a los acreedores.

En vista de lo expuesto, es que a nuestro criterio, en la elección del ganador del cramdown deberían ponderarse:

- ✓ La propuesta que mejor asegure razonablemente la preservación de la actividad y las fuentes de trabajo.
- ✓ Razonabilidad de assumptions según dictamen. Se evita asimetría de información si todos acceden a la misma inicialmente según lo presentado por la concursada.
- ✓ Propuesta que incluya la posibilidad de capitalizar determinados porcentajes de acreencias laborales.

- ✓ Como elemento de *menor ponderación*, el precio a pagar a los ex accionistas. Esto es un aliciente a buscar *mejoras en el período de exclusividad*. *El salvataje debe ser la excepción y no la norma*. El cramdown debe preservar la actividad y no el patrimonio del empresario como primer objetivo.
- ✓ La filosofía subyacente es claramente de incentivo al capital de riesgo y promoción de una organización bajo los supuestos de libertad, igualdad y responsabilidad. Buscar como primer objetivo el mejor precio por las acciones desnaturaliza el apoyo al capital en un sesgo hacia un factor de la producción, justamente aquel que no ha podido o no ha querido evitar la mala administración.

## **Conclusión**

Lo expuesto ha sido con la intención de ayudar a que el instituto del cramdown sea de uso más habitual. Entendemos que el fin que persigue el legislador con esta figura del salvataje es un paso vital en el establecimiento de una cultura, de una manera de pensar a las empresas como bienes valiosos que están más allá de quien o quienes sean los propietarios circunstanciales de sus acciones o participaciones sociales. Si logra imponerse este criterio, puede darse paso entonces a un mercado de equity mucho más profundo que, en caso de crisis empresaria, ayude a revivir lo que realmente vale y deje de lado lo que carece de valor. Un mercado eficiente valora justamente los activos. Muchas quiebras podrían evitarse, y muchas fuentes de trabajo podrían salvarse, si se valoraran correctamente las empresas; por el contrario, muchos emprendimientos inviables, que son una mala asignación de recursos, podrían evitarse con una correcta valoración evitando así el costo social de esa ineficiencia.

Los métodos descritos son entonces, los que deberían utilizarse en la valuación de empresas. Para cada situación particular, algunos serán más convenientes que otros. Sin embargo, será el criterio del analista el que juzgará cuál de ellos se adapta mejor a sus necesidades concretas. Los problemas originados por la falta de información pública señalados anteriormente, *no deberían ser un obstáculo para la aplicación de las técnicas descriptas*, habida cuenta de las posibles soluciones expuestas. Todos los métodos desarrollados tienen en común el hecho de mirar hacia adelante, proyectar las diferentes variables basándose no solo en información histórica como la contabilidad sino también (y más importante), en las previsiones que surgen de análisis detallados de elementos tanto internos como externos al objeto a valorar. Hemos mencionado que la valuación por descuento de flujos obliga al analista a introducirse en el detalle de las cifras, a mirar línea por línea. Sabemos que el resultado de la valuación por descuento de flujos es susceptible de sensibilizarse a los efectos de prever el grado de probabilidad de ese valor. Sabemos también que si queremos dotar a la valuación de flexibilidad, tenemos las opciones reales para agregar ese valor.

*Recibido: 14/10/10. Aceptado: 28/01/11*

## BIBLIOGRAFÍA

- Bowman, Robert G., Bush, Susan R. "Using Comparable Companies to Estimate the Betas of Private Companies". 2009. Extraído el 02 de Abril de 2010 desde <http://ssrn.com/abstract=956443>
- Brealey, Richard, Myers, Stewart y Allen, Franklin. *Principios de finanzas corporativas*. Madrid, Mac Graw Hill/ Interamericana, 2006. 8° ed.
- Brooks, Chris. *Introductory econometrics for finance*. New York, Cambridge University Press, 2008. 2° ed.
- Bruzzo, Mario O. "Salvataje de la empresa: la tarea del estimador". Trabajo presentado en el III Congreso Argentino de Derecho Concursal, Buenos Aires, 1997. Extraído en Septiembre 2009 desde <http://www.quiebras-concursos.com.ar>.
- Camaño, Rosa. "Evaluación de empresas concursadas en proceso de salvataje". Trabajo publicado en Jornadas de derecho concursal; Mendoza, 2002. Extraído en Diciembre 2009 desde <http://www.quiebras-concursos.com.ar>.
- Copeland, Tom, Koller, Tim y Murrin, Jack. *Valoración. Medición y gestión del valor*. Barcelona, Deusto, 2004.
- Damodaran, Aswath. *Damodaran on valuation. Security analysis for investment and corporate finance*. New York, Wiley. 1994.
- Dasso, A. "El salvataje de la empresa en el nuevo artículo. 48". En *Emergencia económica y reformas al régimen concursal argentino*. Buenos Aires, Ad-Hoc, 2003.
- Dumrauf, Guillermo L. *Finanzas corporativas*. 1° ed. Editorial Grupo Guía. (Buenos Aires, Argentina). (2003).
- Fernández, Pablo. "Equivalencia y significado de las fórmulas para valorar empresas por descuento de flujos". 1994, Diciembre 22. Extraído el 11 de Abril de 2009 desde <http://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FOR.%20VAL.%20NT.%20FN-310.pdf>
- Gujarati, Damodar, N. *Econometría*. Madrid, Mc Graw – Hill, 2006. 4° ed.
- Hayek, Friedrich, A. *Precios y producción. Una explicación de las crisis de las economías capitalistas*. Madrid, Unión Editorial, 1996. 2° ed
- Hull, John, C. *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. Naucalpan de Juárez, México, Pearson, 2009, 6° ed.
- Lessard, Donald. "Incorporating Country Risk in the Valuation of Offshore Projects". *Journal of Applied Corporate Finance*. (1996) Extraído en Agosto 2009 desde <http://dlessard.scripts.mit.edu/docs/Lessard,%20Incorporating%20Country%20Risk...pdf>
- Marín, José M, Rubio, Gonzalo. *Economía Financiera*. Barcelona, Antoni Bosch, 2001.
- Mascareñas Pérez-Iñigo, Juan. *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid, Mc Graw-Hill, 2005, 4°ed.
- Mosso, Guillermo G. *El cramdown y otras novedades concursales*. Buenos Aires, Rubinzal – Culzoni, 1998.
- Novales, Alfonso Cinca. *Estadística y Econometría*. Madrid, Mc Graw – Hill, 1997, 5° ed.
- Pereyra, Alicia S. "Valuación de empresas en la Ley de concursos y quiebras. Las modificaciones introducidas por la Ley 25.589". Trabajo presentado en Jornadas Nacionales de Actualización y Debate en Derecho Concursal; Rosario 2002. Extraído en Noviembre 2009 desde <http://www.quiebras-concursos.com.ar>
- Pereiro, Luis E. y Galli, María. "La determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado: una guía práctica". Universidad Torcuato Di Tella- Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF), Buenos Aires, 2000. Extraído el 03 de Enero de 2010 desde [www.utdt.edu/download.php?fname=\\_115332209284887800.pdf](http://www.utdt.edu/download.php?fname=_115332209284887800.pdf)
- Ripoll, Liliana y Trola, Graciela. "Valuación patrimonial de la empresa en marcha". Trabajo presentado en el III Congreso Argentino de Derecho Concursal, Mar del Plata, 1997. Extraído en Enero 2010 desde <http://www.quiebras-concursos.com.ar>
- Rouillon, Adolfo, A. N. *Régimen de concursos y quiebras*. Buenos Aires, Astrea, 2010, 15° ed.
- Sapag Chain, Nassir. *Proyectos de inversión. Formulación y evaluación*. México, Pearson, 2007.
- Serrot, D., Mazlumian, A. "Relación entre beta contable y beta de mercado. Evidencia empírica: Argentina 1990 – 1998". 1999. Obtenido en Marzo 2010 vía correo electrónico del propio autor.