

**"LA VALUACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES SOCIETARIAS EN EL PROCEDIMIENTO DEL  
CRAMDOWN"  
Eduardo CIMA**

Abstract: Se analiza el alcance del concepto "real valor de mercado" y las pautas que el evaluador debe tener en cuenta para determinar las valuaciones de las participaciones societarias en el cramdown.

Palabras Claves: CRAMDOWN – REAL VALOR DE MERCADO – PARTICIPACIONES SOCIETARIAS – FLUJO DE FONDOS – INTERESES

### INTRODUCCIÓN

Uno de los temas más complejos del régimen del salvataje en la redacción original del artículo 48 era el de la valuación de las participaciones sociales que debían ser transmitidas al tercero que obtuviera las conformidades suficientes. En particular se criticaba que la ley se refiriera a valores de libros<sup>1</sup>, obviando toda referencia al valor de la empresa consideraba como unidad económica en marcha. Asimismo, se ponía en duda la calidad y seriedad que podría tener una valuación efectuada en base a documentación de la concursada, documentación que podría estar incompleta, o ser imprecisa y/o vaga.

En tal sentido, la referencia al "real valor de mercado" es una de las grandes innovaciones que trajo consigo la ley 25.589<sup>2</sup>. Con ello se buscó superar los problemas que traía aparejado el anterior régimen legal y acercar el procedimiento a una mayor vinculación con el efectivo valor de la empresa concursada, con la consecuente aspiración tanto de proteger los derechos de los acreedores concursales y de los socios de las sociedades en concurso como de establecer claras pautas de actuación para todos aquéllos terceros interesados en adquirir una empresa en procedimiento de salvataje.

El presente trabajo intenta hacer un análisis de los diversos aspectos que conlleva el proceso de valuación de una empresa sometida al procedimiento de cramdown establecido en el art. 48 de nuestra ley concursal 24.522, con las modificaciones establecidas por las leyes 25.523, 25.589 y 26.684.

En dicho orden de ideas, procuraremos desentrañar si lo que constituye el objeto de la valuación en el cramdown es la empresa concursada o las participaciones sociales de los socios de ésta, circunstancia que revestirá especial importancia, ya que, de acuerdo a la respuesta que se brinde al mismo, serán los principios jurídicos aplicables al tema en cuestión.

---

<sup>1</sup> RIVERA, Julio César. *Instituciones de derecho concursal*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 2ª ed., 2003, p. 463.

<sup>2</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 718. Dicho autor señala que en dicha fórmula se plasmó "uno de los anhelos de la doctrina en el sentido de que una reforma al art. 48 debía eliminar la expresión primigenia 'registro contable'", adscribiéndose a la idea de que lo que el tercero interesado en el cramdown busca es tener en cuenta la capacidad de generación de fondos por parte de la empresa a adquirir, con independencia de los bienes que figuren en los registros contables.

Tal como lo ha señalado repetidamente la doctrina, siempre el tema de la valuación ha sido un tema difícil<sup>3</sup> y complejo. Bajo tal premisa, intentaremos dilucidar qué se entiende por “real valor de mercado” (criterio que utiliza la legislación concursal como signo orientador de la tarea del evaluador) y cuáles son las pautas que dicho funcionario ha de tener en cuenta para establecerlo.

Asimismo, nos detendremos a analizar las vicisitudes que se presentan cuando quien primero reúne las conformidades de los acreedores en el procedimiento del *cramdown* es el tercero oferente, especialmente en el caso de que la resolución valuatoria haya otorgado valor positivo a las participaciones sociales.

En todo el estudio del instituto, se buscará prestar atención a los derechos de los distintos participantes involucrados, buscando arribar a conclusiones coherentes con los fines y principios que inundan el derecho concursal.

## I. EL OBJETO DE VALUACIÓN EN EL CRAMDOWN: ¿LA EMPRESA O LAS PARTICIPACIONES SOCIALES?

Una primera aproximación al tema nos lleva a presentarnos el siguiente interrogante: ¿el objeto de la valuación en el procedimiento del *cramdown* es la empresa concursada o las participaciones sociales de los socios de la misma?

El instituto bajo análisis se encuentra receptado en el inciso 3 del art. 48 de la ley concursal, el que se titula “Valuación de las cuotas o acciones sociales”. Dicho título parecería a *prima facie* responder a la pregunta efectuada *ut-supra*. Sin embargo, las pautas que establece la ley para configurar el valor de las participaciones sociales están referidas a aspectos cualitativos y cuantitativos de la sociedad concursada.

He aquí la cuestión. Si bien se trata de dos realidades antológicamente distintas (el valor de una participación societaria –que es en definitiva un título de crédito y por lo tanto un instrumento abstracto–, por un lado; y el valor de una unidad organizada para la producción de bienes o prestación de servicios, por el otro), podemos aventurarnos a decir que ambas tienen elementos en común. En efecto, lo que se busca a través del procedimiento valuatorio en el salvataje es establecer el “precio” a los fines de la transferencia de las cuotas o acciones sociales el cual, al igual que en un contrato de compraventa de acciones, guardará una cierta relación con el valor de la sociedad. Si bien se encuentran relacionados íntimamente, se debe diferenciar los conceptos de “valor resultante del proceso de valuación adoptado” y “precio asignado a la transferencia”<sup>4</sup>.

La doctrina ha sido clara en lo referente a determinar la razón de ser del instituto del *cramdown*. En efecto, el objeto del procedimiento es la transferencia de las cuotas de la sociedad de responsabilidad limitada o las acciones de la sociedad anónima a un nuevo empresario<sup>5</sup>. Tal concepto nos lleva a la idea de lo que se busca a través del salvataje es lograr el cambio de dueño de la empresa concursada, el paso de manos de la empresa insolvente.

Dicha conclusión nos señala que lo que interesa en el *cramdown* es el cambio de socios en la empresa concursada, con el objeto de separar al empresario ineficaz de la unidad económico-

<sup>3</sup> MOSSO, Guillermo G.. *En torno de la valuación de la empresa en el cramdown*. ED, 175-705, p. 706. En igual sentido se pronuncian Di Tullio en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell). *El concurso preventivo y la quiebra*. Buenos Aires: Lexis Nexis Argentina, 1ª ed., 2006, p. 718, y Ferraro Mila en FERRARO MILA, Pablo F.. *La transferencia de paquetes accionarios de control*. Buenos Aires: Lexis Nexis Argentina, 1ª ed., 2006, p. 83.

<sup>4</sup> FERRARO MILA, Pablo F., *op. cit.*, p. 85.

<sup>5</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A.. *Ley de Concursos y Quiebras. Comentada*. Buenos Aires: Depalma, 1ª ed., 2003, p. 287.

productiva. En tal orden de ideas, lo que importa entonces al procedimiento en análisis es la valuación de las participaciones sociales, la determinación del valor real que tienen las cuotas o acciones sociales.

En idéntico se expresa Di Tullio, al sostener que el valor real que expresa la ley no es el valor patrimonial de la empresa: es el valor real de las cuotas o acciones sociales<sup>6</sup>. Tal como establece el título del inc. 3º del nuevo art. 48, la valuación es de las cuotas o acciones sociales, no ya de la empresa, como expresamente preveía el art. 48 de la ley 24.522 en el inc. 1º, cuando le imponía al juez la obligación de valuarla según registros contables.

Como oportunamente se analizará, la diferencia entre uno y otro criterio tendrá repercusión en orden a los derechos a tutelar por parte del ordenamiento concursal.

## II. LA ENUNCIACIÓN LEGAL: EL REAL VALOR DE MERCADO

La principal innovación que produjo la ley 25.589 en relación al *cramdown* fue el cambio de criterio en lo relativo a la valuación de las participaciones sociales. En efecto, la ley en su redacción anterior indicaba que la valuación de la empresa sería realizada por el juez sobre la base de los registros contables de la concursada, llegando a través de dicha estimación al valor de la empresa según los libros de la misma.

Contra dicha estimación se alzó la doctrina y la jurisprudencia en general, debido a los diversos problemas que acarrea en la práctica dicha previsión legal.

El legislador de la ley 25.589 suprimió la criticada alusión a los registros contables de la concursada, estableciendo como criterio orientativo de valuación la determinación del real valor de mercado.

Ahora bien, el legislador no ha optado por ningún método para determinar el valor de mercado, de modo que el evaluador podrá usar uno o varios para llegar al resultado que propondrá al tribunal<sup>7</sup>. El texto legal no explicita que se entiende por “real valor de mercado”.

Según señalan Junyent Bas y Molina Sandoval, cuando la ley se refiere al “real valor de mercado”, intenta 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 todos los factores relevantes a la fecha de la valuación<sup>8</sup>. Sin embargo, los límites de dicho concepto son difusos, ya que no se hace referencia a qué se entiende por semejante concepto y en relación a qué variables de mercado se debe entender dirigido el mismo.

En forma pacífica, la doctrina es conteste en afirmar que la locución “valor real de mercado” no tiene la precisión que se pretende<sup>9</sup>.

<sup>6</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 720.

<sup>7</sup> RIVERA, Julio César, *op. cit.*, p. 464.

<sup>8</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 303.

<sup>9</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 304. En igual sentido se pronuncian Rouillón en ROUILLÓN, Adolfo A.N. *Régimen de concursos y quiebras*. Buenos Aires: Astrea, 11ª ed., 2002, p. 128., y Dasso en DASSO, Ariel A. *El salvataje de la empresa en el nuevo artículo 48*, publicado en *Emergencia crediticia y reformas al régimen concursal argentino – Ley 24.522 modificada por las leyes 25.563 y 25.589*, dir. por Daniel Roque Vítolo, Fundación para la Investigación y Desarrollo de las Ciencias Jurídicas, ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, 2002, p. 114.

Sobre el particular, Rivera, Roitman y Vítolo señalan que “lo que el legislador ha denominado incorrectamente ‘valor real de mercado’ pareciera que debe interpretarse como ‘valor intrínseco’ (*intrinsic value*), que es el valor que se forma con los elementos primarios para la valuación, y desde la óptica de un analista en particular (no de un comprador), y comprende: a) los activos físicos y tecnológicos, incluyendo los intangibles; b) las ganancias futuras esperadas; c) la eventual posibilidad de una política futura de dividendos, y d) 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”. Cfr. RIVERA, Julio César, ROITMAN, Horacio y VÍTOLO, Daniel Roque. *Ley de Concursos y Quiebras*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni, 3ª ed. actualizada (con la colaboración de José Antonio Di Tullio), 2000, p. 793.

En definitiva, lo que el actual criterio de valuación en realidad quiere enfatizar es que no ha de estarse al anterior parámetro de la originaria versión del art. 48 de la ley 24.522 que partía del valor contable según los libros de la empresa, sino a una valuación que guarde mayor correspondencia con lo que valdrían las cuotas o acciones sociales de la concursada en caso de venderse en las condiciones vigentes en caso de venderse<sup>10</sup>.

El objetivo de determinar el valor de las participaciones sociales de los socios de la concursada es permitir al tercero tener una idea aproximada de cuál será el precio máximo al que pueden aspirar aquéllos, o en función del cual podrá negociar con ellos luego de obtener la aprobación a la propuesta de acuerdo formulada<sup>11</sup>.

Ahora bien, cabe analizar la determinación del valor real de mercado de participaciones societarias en la hipótesis de una empresa concursada, surgiendo las siguientes preguntas al respecto: ¿puede existir el valor real de mercado en una hipótesis como la que pretende solucionar el art. 48?<sup>12</sup>, ¿influye en la valuación y en el valor real de mercado la circunstancia de que la empresa cuyas cuotas o acciones sociales son objeto de valuación se encuentra en trámite de concurso preventivo –trámite que por otro lado fracasó, estando en un estado de virtual quiebra no operativa aún atento la imperatividad del procedimiento del salvataje?

Más allá de estas preguntas que pueden no tener respuestas en abstracto por lo particular de cada caso, sí podemos afirmar que la actividad valuatoria, si bien basada necesariamente en parámetros objetivos, resultará de muchos factores no determinables a priori en toda su extensión.

Tal como se ha puesto de relieve, la fórmula “real valor de mercado” constituye en realidad un pronóstico más o menos aproximado en orden a la situación de la empresa<sup>13</sup>.

En definitiva, tal como lo señala Dasso<sup>14</sup>, la empresa vale lo que los interesados puedan –o quieran– pagar por ella.

### III. PAUTAS A TENER EN CUENTA POR EL EVALUADOR

Con el objeto de brindar reglas de juego claras para ir más allá de las subjetividades insertas en todo proceso de valuación, el legislador concursal buscó fijar ciertos parámetros objetivos dentro de los cuales el perito evaluador pueda encauzar su tarea.

El art. 48 de la ley concursal establece que, a los fines de determinar el valor real de mercado, sin perjuicio de otros elementos que se consideren adecuados, la valuación ponderará:

- El informe del artículo 39 (informe general del síndico) incisos 2 y 3, sin que esto resulte vinculante para el evaluador;
- Altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos;

---

Por su parte, Di Tullio ha criticado el enlace de las palabras “mercado” y “valor real” pues se utilizan términos de una apertura tal que no hace a la técnica de la valuación. Cfr. DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 723.

<sup>10</sup> ROUILLÓN, Adolfo A.N., *op. cit.*, p. 129. Ya lo ponía de manifiesto Mosso al señalar que de lo que se partía era “de la propia contabilidad del deudor concursado, sin exigirse otra pauta”. Cfr. MOSSO, Guillermo G., *op. cit.*, ED, 175-705, p. 712.

<sup>11</sup> ROUILLÓN, Adolfo A.N., *op. cit.*, p. 128.

<sup>12</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 723.

<sup>13</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 303. Sobre el particular Rouillón señala que “estrictamente el valor real de mercado es el que el mercado paga (determinable *ex post* una venta) y no el que supuestamente pagaría. Determinado *ex ante*, tal valor siempre es un pronóstico más o menos aproximado, cuya posibilidad de fijación está atada a numerosas variables (el tipo de empresa, las condiciones del mercado en el momento, etc.) y que contiene una alta dosis de volatilidad”. Cfr. ROUILLÓN, Adolfo A.N., *op. cit.*, p. 129.

<sup>14</sup> DASSO, Ariel A.. *El salvataje de la empresa o cramdown del art. 48, según ley 25.589*. Revista Temas Actuales de Derecho Concursal, ed. Ediciones Jurídicas de Cuyo, octubre 2002, p. 69 y ss.

-Incidencia de los pasivos postconcursoales.

Si bien los procedimientos de valuación de empresas y de acciones son diversos<sup>15</sup> y tienen como propósito el de obtener una expresión monetaria de la empresa, dando origen a un proceso organizado a través de métodos propuestos para desarrollar estimaciones de valor, la ley ha querido facilitarle la tarea al evaluador acercándole diversas pautas de trabajo.

Sin embargo, al no explicitar un método de valuación a los fines de determinar científicamente cómo se calcula o qué se entiende por “real valor de mercado”, no se ha logrado unificar criterios en cuanto a la tarea evaluadora y se ha incurrido en omisiones que pueden devenir en una incorrecta apreciación de la situación patrimonial de la empresa concursada.

A continuación analizaremos las pautas de valuación que la ley le otorga al evaluador a los fines de *ponderar* el valor real de mercado de las participaciones societarias.

### III.1.- El informe general del síndico

En este aspecto, la ley 25.589 constituye un avance en relación al articulado de la ley 24.522 en donde en el referido informe no se hacía mención a los intangibles, bienes que por su importancia actual revisten gran significación en los procesos valuatorios.

La referencia a la ponderación del informe general (art. 39) realizado por el síndico concursal se refiere a la composición actualizada y detallada del activo, con la estimación de los valores probables de realización de cada rubro, incluyendo intangibles. Asimismo, se refiere también a la composición del pasivo, que incluye además, como previsión, detalle de los créditos que el deudor haya denunciado en su presentación y que no se hubieran presentado a verificar, así como los demás que resulten de la contabilidad o de otros elementos de juicio verosímiles.

Con la referida reforma tanto del contenido del art. 39 como lo relativo al procedimiento del *cramdown*, el legislador ha querido establecer una base cierta a partir de la cual el evaluador podrá comenzar su tarea estimativa.

En relación al pasivo, debe tomarse en consideración, a los fines de la estimación del mismo y como integrante de éste, aquellos créditos sujetos a incidente de revisión, créditos provenientes de juicios continuados en sede concursal (art. 21 inc. 1 in fine) y acreencias derivadas de los pronto pagos laborales.

Por otra parte, siendo la valuación que realiza el síndico siempre parcial, puede y deber ser dejada de lado, de manera fundada, por el evaluador cuando así lo crea conveniente para valuar correctamente las participaciones societarias<sup>16</sup>. No resulta vinculante para el evaluador la estimación del activo que realiza el síndico. Ello es así porque en oportunidad de emitir el informe general e informar, tal como le impone el art. 39 inc. 2, la labor del síndico se limita a justipreciar el valor de realización de los bienes de cada rubro del activo, no globalmente<sup>17</sup>.

### III.2.- Altas y bajas en los activos

A su vez, la ley establece como factor a tener en cuenta en el proceso valuatorio las altas, bajas y modificaciones sustanciales de los activos.

---

<sup>15</sup> En este punto seguimos a Ferraro Mila en FERRARO MILA, Pablo F., *op. cit.*, p. 87 y ss. Dicho autor señala que entre los métodos más usuales de valuación se encuentran el método del “valor del activo neto real” (el patrimonio de la empresa se calcula sobre la base de la diferencia entre el activo real y el pasivo real exigible), el del “valor de capitalización de resultados” (en donde se toma en consideración la suma del valor actual de todos los resultados futuros esperados de la *target* durante un período determinado, descontados en el momento de la evaluación) y el del “valor actual de flujos monetarios” (la valuación se focaliza en los estados contables futuros y sus planes de financiación, tomando en consideración las modificaciones de la estructura financiera de la empresa y las previsiones realizadas).

<sup>16</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 720.

<sup>17</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 720.

La norma se inserta dentro de la realidad cambiante del proceso concursal y de la dinámica propia de la empresa sujeta al régimen de administración controlada, buscando asegurar la apreciación de la empresa concursada en su faz operativa.

A través del análisis de las altas, bajas y modificaciones de los activos, se procura establecer un valor cierto, real, de la unidad empresaria, no dependiendo únicamente de los registros contables de la sociedad.

### III.3.- Los pasivos postconcursoales

La inclusión de los pasivos postconcursoales es otro de los aciertos efectuados por la ley 25.589 en su reforma a la legislación concursal, ya que viene a colaborar con la correcta identificación del pasivo de la sociedad deudora. Ello es de fundamental importancia, ya que, como lo señala Di Tullio, parte del éxito del salvataje depende de que el pasivo sea lo más detallado posible<sup>18</sup>.

Sin embargo, nada dice la ley sobre cómo se debe proceder en el supuesto en que el pasivo postconcursoal se encuentre indeterminado en virtud de la falta de elementos necesarios para cuantificarlo<sup>19</sup>.

La razón de ser de la inclusión de este ítem radica en que aunque el pasivo postconcursoal no forma parte del pasivo a reestructurar en el concurso, sí forma parte del pasivo de la sociedad de que se trata y cuyas acciones o cuotas adquiere el tercero, por lo que razonablemente debe formar parte del “valor” que se debe determinar que servirá como “precio” de la adquisición de esas cuotas o acciones<sup>20</sup>.

La determinación de la cuantía de los pasivos postconcursoales tendrá especial importancia en el procedimiento de valuación, ya que permitirá al tercero adquirente de la empresa tener un acabado conocimiento de la situación financiera de la concursada antes de hacer públicas sus intenciones de adquisición.

Sin embargo, y como magistralmente lo ponen de relieve Rivera, Roitman y Vítolo<sup>21</sup>, la ley 25.589 al reformular el sistema de valuación patrimonial de la empresa, incorporando los pasivos posconcursoales, no tomó en cuenta la incidencia de ellos en la afectación del cálculo de reducción. Y ello no es algo menor, al decir de dichos autores, en la medida en que los nuevos plazos concursales –que llevan un proceso, desde el inicio hasta la finalización del salvataje, a un período de más de un año y medio– hacen que los pasivos concursales resulten sumamente significativos en relación con el pasivo total.

### III.4.- Referencias omitidas por el legislador

<sup>18</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 721.

<sup>19</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 722.

<sup>20</sup> RIVERA, Julio César, ROITMAN, Horacio y VÍTOLO, Daniel Roque, *op. cit.*, p. 794.

<sup>21</sup> RIVERA, Julio César, ROITMAN, Horacio y VÍTOLO, Daniel Roque, *op. cit.*, p. 803. Los mencionados autores resaltan cómo al incluir a los pasivos postconcursoales al momento de valuación de la empresa, el porcentaje de resignación de los créditos que se toma en cuenta para determinar el sacrificio de los acreedores es sólo el correspondiente a los acreedores quirografarios, aunque dicho porcentaje de resignación de pasivos quirografarios se aplica posteriormente a todo el valor de la empresa que contiene –en su conformación– pasivos concursales (quirografarios, privilegiados, y contingentes) y posconcursoales. Asimismo, proponen una reformulación del precepto normativo a los fines de determinar el precio, que reza: “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 ha reducido el pasivo total del deudor [*considerando éste la suma del pasivo concursal quirografario y privilegiado y el posconcursoal*] a valor presente, como consecuencia del acuerdo alcanzado por el tercero con los acreedores quirografarios y los privilegiados, si se hubiere alcanzado un acuerdo también con éstos.”



Más allá de la loable intención del legislador de arrimarle al evaluador elementos que facilitasen la tarea del mismo, consideramos que hubiera sido deseable que la ley hubiera hecho mención de otros elementos a tener en cuenta por el profesional valuador.

Entre los otros elementos<sup>22</sup> que deben ser tenidos en cuenta al momento de la valuación entre los más importantes se encuentran: las distintas observaciones del informe general; la factibilidad y el plazo de retorno que tendrá la inversión que va a realizar el interesado; el posicionamiento de la empresa en el mercado empresario; la particular actividad que desarrolle la concursada; la rentabilidad de la actividad de la empresa; la riqueza y capacidad de los recursos humanos con que cuenta; etc.

#### III.4.a.- El flujo de fondos

La falta de referencia al flujo de fondos, cuya estimación constituye el punto neurálgico para la valuación económica de la empresa, constituye una de las omisiones efectuadas por el legislador.

Como indicador económico, el flujo de fondos permite realizar una estimación prospectiva de la situación de la empresa, buscando con ello considerar la capacidad de generación de resultados positivos<sup>23</sup>.

Desde el punto de vista económico, el análisis del flujo de fondos de una empresa permitirá lograr una visión dinámica del negocio y un más acabado conocimiento de su ecuación costo de adquisición-oportunidad y ratio de retorno, clave para estimar el valor de las participaciones sociales de los socios de la misma.

Ya lo puso de relieve Mosso al señalar que el determinante del valor real de mercado de los activos es cuánto valen hoy esos futuros flujos de fondos y qué rentabilidad representan los mismos. Es fundamental la capacidad de la empresa considerada como un activo financiero más, para originar en el futuro flujos de fondos líquidos<sup>24</sup>.

#### III.4.b.- Intereses

Dos posiciones existen con relación a la posibilidad o no de computar dentro del valor presente del pasivo quirografario los intereses posteriores a la presentación concursal<sup>25</sup>. Una de ellas la niega, basada en el hecho de que la apertura del *cramdown* no deroga la regla del art. 19 de la ley concursal que establece la suspensión de los intereses.

La otra postura, en cambio, sostiene que lo que hay que determinar es el sacrificio concreto de los acreedores, el cual no se acota a la fecha de presentación concursal, razón por la cual la ley busca el valor presente. Ello hace que el pasivo nominal verificado se vea incrementado por esos intereses. Por otro lado, se argumenta que el estadio procesal del *salvataje* se puede asimilar a un estado virtual de quiebra indirecta, en donde por imperio del art. 202 el síndico debería proceder a un recálculo de los intereses suspendidos.

Por nuestra parte, somos partidarios de esta última posición, máxime cuando en el procedimiento del *cramdown* la alternativa reservada a los titulares de participaciones societarias en caso de no tener lugar la transferencia de las mismas es el cobro de su cuota de liquidación una vez concluido el proceso de quiebra, proceso que casi nunca (tal como lo ha enseñado la práctica) ha dejado remanente alguno para repartir entre los socios de la entidad concursada. En

---

<sup>22</sup> En este punto hacemos nuestras algunas de las consideraciones de Di Tullio en DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 722.

<sup>23</sup> TRUFFAT, E. Daniel y otros. *Algunas notas sobre el artículo 48 de la ley 24522, ejemplo práctico*. ED, 164-1142, p. 1146.

<sup>24</sup> MOSSO, Guillermo G., *op. cit.*, ED, 175-705, p. 711. Dicho autor expresa que es decisiva "la aptitud del ente para generar en el futuro *cash flow* líquidos".

<sup>25</sup> En este punto seguimos el desarrollo efectuado por Di Tullio en DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 743

línea con dicho pensamiento, y atento a la idea de encontrar el real valor de mercado, entendemos que resulta procedente el cálculo de intereses, ya que el mismo redundará efectivamente en la correcta apreciación del valor de la concursada.

#### III.4.c.- Parámetros de referencia

Sin perjuicio de las consideraciones vertidas precedentemente, estimamos que el legislador ha omitido brindar ciertos parámetros de referencia en relación a la valuación de ciertos aspectos de la actividad empresaria a priori difícil de valorar.

Resulta necesario ponderar la posición de la empresa en el mercado, la calidad de la mercadería o el servicio, el trato a los clientes, las buenas relaciones con los trabajadores, la confianza en el buen desempeño gerencial, entre otros elementos<sup>26</sup>.

El intento en distinguir el salvataje de una empresa potencialmente en quiebra y una empresa en proceso de reorganización quizás sea la ampliación para que no se haya utilizado la fórmula de valuación de *flujos de fondos descontados*, que es el método para determinar el valor de una compañía en el mercado<sup>27</sup>. En efecto, tal como oportunamente lo señalara Mosso, el flujo futuro de fondos descontado a una cierta tasa es lo que realmente vale la empresa<sup>28</sup>

#### IV. OBSERVACIONES A LA VALUACIÓN, RESOLUCIÓN DE VALUACIÓN E INAPELABILIDAD DE DICHA RESOLUCIÓN

El nuevo art. 48 establece que los interesados (concepto que debe ser interpretado en forma amplia como comprensivo de todos aquellos que pudieran ver frustrado algún derecho personal por el dictamen evaluador) podrán hacer conocer al juez las observaciones que le merezca el informe evaluador.

Dichas observaciones deberán ser tenidas en cuenta por el juez al momento de dictar la resolución de valuación.

Una crítica que se realiza al dispositivo legal es la no fijación de un plazo dentro del cual el juez debe expedirse. Siendo la valuación de las cuotas o acciones sociales el andamiaje de todo el procedimiento, y a pesar de la dificultad que presenta este paso valuatorio, ésta no se puede dilatar por tiempo indefinido<sup>29</sup>. Ante la falta de disposición expresa, la doctrina mayoritariamente entiende que se aplica el término de 5 días que establece el art. 273 inc. 1.

Un aspecto a dilucidar es si el juez puede o no apartarse de la valuación llevada a cabo por el legislador. Sin embargo, esta incógnita es despejada por el legislador al establecer que el juez fijará el valor de las participaciones societarias *teniendo en cuenta* la valuación, lo que viene a asignarle al dictamen del evaluador la naturaleza de un informe pericial, el cual deberá ser apreciado por el juzgador de acuerdo a las reglas de la sana crítica racional, pudiendo apartarse del mismo, aunque siempre de manera fundada, a fin de no incurrir en arbitrariedad.

#### IV.1.- La cuestión de la inapelabilidad

En este tópico la ley reitera aquí el principio de la inapelabilidad de las resoluciones concursales establecidos en el art. 273 inc. 3, en virtud de la celeridad que busca asignarse al proceso concursal.

Sobre el particular, Rivera señala que la inapelabilidad de la resolución que fije el valor está sujeta a los límites propios de la inapelabilidad concursal<sup>30</sup>.

<sup>26</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 304.

<sup>27</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 723.

<sup>28</sup> MOSSO, Guillermo G., *op. cit.*, ED, 175-705, p. 711.

<sup>29</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 728.

<sup>30</sup> RIVERA, Julio César, *op. cit.*, p. 464.



El tema de la inapelabilidad concursal es uno de los institutos del derecho concursal que es objeto de mayor debate en la actualidad. Sin perjuicio de no adentrarnos en el mismo (ya que ello no es objeto del presente trabajo), consideramos que debería otorgársele al perjudicado en sus derechos por la resolución de valuación la posibilidad de discutir la misma ante el tribunal de Cámara.

No ignoramos, por otro lado, el principio de celeridad que debe imperar en el proceso concursal y los perjuicios que puede traer para el mismo una demora en la tramitación de la causa, en especial en el procedimiento del *cramdown*.

Por otra parte, cabe resaltar que la ley se refiere a “inapelabilidad” de la resolución de valuación, no haciendo mención a imposibilidad alguna de interponer otras vías impugnativas tales como el pedido de aclaratoria o el incidente de reposición legislados en la ley procesal local, con el objeto de revertir decisiones desfavorables o que vulneren derechos de las partes intervinientes en el procedimiento de salvataje.

IV.2.- 4% para gastos

Asimismo, la resolución de valuación ha de computar la incidencia de un pasivo adicional equivalente al 4% del activo, estimado para gastos del concurso.

#### V. PROCEDIMIENTO A SEGUIR CUANDO ES EL TERCERO QUIEN PRIMERO REÚNE LAS CONFORMIDADES DE LOS ACREEDORES

Cuando el tercero es quien primero reúne las conformidades de los acreedores, el inc. 7 b) del art. 48 exige un nuevo dictamen del evaluador que ajuste el pasivo quirografario a valor presente y determine en qué proporción se reduce de conformidad al acuerdo obtenido por el tercero<sup>31</sup>.

Se abre entonces una nueva etapa dentro del procedimiento del *cramdown*, que tiene sus particulares características.

En relación a las implicancias societarias que tiene la adquisición de las participaciones sociales de la concursada por parte del tercero oferente, cabe hacer algunas consideraciones. Se debe tener presente el carácter de la obligación que asumirá el tercero que se haga de las participaciones sociales de la concursada. En efecto, cuando el oferente-adquirente de las participaciones sociales sea uno sólo, tanto si esa persona es física como jurídica, al momento de la adquisición la sociedad pasará a ser de un solo socio, y, aunque luego se recomponga la pluralidad en el plazo de tres meses del art. 94 inc. 8 de la ley 19.550, hasta que ello ocurra el adquirente-socio será ilimitada y solidariamente responsable por los pasivos sociales, incluidos, eventualmente los gastos del concurso<sup>32</sup>. En relación a dicho tema, y si bien no está previsto expresamente por la ley, entendemos que es perfectamente admisible que dos o más terceros (ya sea en forma asociativa, bajo un contrato de colaboración empresaria o simplemente como condóminos de una cosa futura) se inscriban como un mismo participante en el procedimiento del salvataje.

<sup>31</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 309.

<sup>32</sup> MANÓVIL, Rafael M.. *El cramdown: crítica de algunos de sus aspectos societarios*. Ponencia presentada en el VI Congreso Argentino y II Iberoamericano de Derecho Societario y la Empresa, Mar del Plata, T. III, Ad-Hoc, Buenos Aires, 1995, p. 78. Dicho autor asimismo señala el dilema que se plantea cuando la concursada es una sociedad de responsabilidad limitada y el oferente-adquirente es una sociedad por acciones, en donde la incapacidad derivada del art. 30 de la Ley de Sociedades Comerciales trae como consecuencia la imposibilidad de que una sociedad por acciones adquiera las cuotas sociales de una sociedad de responsabilidad limitada en procedimiento de *cramdown*.

Siguiendo con el tema en análisis, de acuerdo a si la resolución de valuación arrojó resultado negativo o positivo, serán los pasos a seguir por parte del tercero que hubiera conseguido la conformidad de los acreedores.

#### V.1.- Valor negativo

Si el resultado de la valuación hubiera sido negativo, el tercero tiene derecho a que se le transfieran las participaciones sociales sin otro trámite, pago y/o exigencia adicional.

Desde un punto de vista práctico, cabe resaltarse únicamente el daño que sufren en su patrimonio los socios de la sociedad concursada quienes se ven compelidos a enajenar de manera forzosa sus participaciones sociales sin obtener un justo precio a modo de compensación. Piénsese que si los mismos hubieran optado por transferir sus acciones antes del avenimiento de la resolución de valuación seguramente podrían haber obtenido un mejor precio por las mismas.

#### V.2.- Valor positivo

Cuando el valor fijado judicialmente a las cuotas es positivo, hay que proceder a una nueva valuación tendiente a reducir el valor fijado en la resolución judicial de valuación. A tal efecto, hay que esclarecer a cuánto (o en qué proporción) se reduce el pasivo quirografario a valor presente y como consecuencia del acuerdo alcanzado por el tercero<sup>33</sup>.

Ese valor presente del pasivo quirografario debe cotejarse con el valor atribuido a igual pasivo en la oportunidad señalada en el inc. 3 del art. 48. De dicha comparación surgirá la proporción que el primero representaba respecto del segundo, y en igual proporción se debe reducir el valor de las cuotas o acciones representativas del capital social de la concursada, lo cual se establece por resolución judicial.

A través de dicho cálculo, se busca determinar cuál es el valor presente de los créditos quirografarios, esto es, cuánto vale hoy el crédito quirografario<sup>34</sup>

Una vez esclarecido cuál es el valor definitivamente asignado por resolución judicial a las participaciones sociales, el tercero puede optar por pagarlo a los socios o convocar a éstos a una negociación.

#### V.2.a.- ¿Nueva resolución de valuación?

Si bien la ley no lo menciona expresamente, entendemos que es necesaria una nueva resolución por parte del tribunal, previo un nuevo dictamen del evaluador, no siendo suficiente una resolución aclaratoria de la primera valuación.

Esta segunda valuación estará sujeta a las mismas características de la primera en cuanto a las observaciones a la misma y a la facultad de juez.

#### V.2.b.- Irrecurribilidad

En este supuesto la ley habla de “irrecurribilidad” de la resolución, concepto más amplio que la “inapelabilidad” de la primera resolución de valuación.

No entendemos el por qué de la diferencia del legislador.

Sobre el tema nos remitimos a lo expresado respecto de la inapelabilidad de la resolución del inc. 3.

#### V.2.c.- Fundamento de la reducción establecida en el dispositivo legal

En la reducción proporcional establecida en el inc. 7 b), se plasma uno de los principios fundamentales del salvataje: el del sacrificio recíproco y compartido entre acreedores y socios o accionistas<sup>35</sup>. Se trata de que los socios soporten igual merma que los acreedores<sup>36</sup>

<sup>33</sup> ROUILLÓN, Adolfo A.N., *op. cit.*, p. 132.

<sup>34</sup> RIVERA, Julio César, *op. cit.*, p. 467.

<sup>35</sup> DI TULLIO, José A. en CÁMARA, Héctor (actualizado bajo la dirección de Ernesto E. Martorell), *op. cit.*, p. 741.

<sup>36</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 309.

En efecto, los socios, en las sociedades, son acreedores subordinados a los acreedores de la sociedad.

Tal como lo señala Rouillón<sup>37</sup>, se advierte que, según las reglas contables ordinarias, la reducción del pasivo conduce a un incremento del patrimonio neto y, así, al consiguiente aumento de valor de las cuotas o acciones de los socios. Esa consecuencia, de aplicarse en este procedimiento, llevaría a la consagración de una doble injusticia. Por un lado, el esfuerzo hecho por el tercero para alcanzar acuerdo preventivo terminaría beneficiando a los titulares del capital social de la concursada, quienes, precisamente, fallaron en la obtención de un acuerdo con los acreedores de ella. Por otro lado, el sacrificio de los acreedores quirografarios redundaría en un beneficio para los socios quienes jerárquicamente tienen menor rango que aquéllos, pues en un liquidación serían pagados después de haberse satisfecho íntegramente todos los créditos. Para evitar esa situación de manifiesta injusticia, la ley impone una solución distinta a la que derivaría de la aplicación de las reglas contables. Esa solución consiste en imponer a los socios (como mínimo) igual sacrificio que el que experimentan (en promedio) los acreedores quirografarios, lo cual se obtiene reduciendo el valor de las cuotas o acciones en la misma proporción en que se reduce el pasivo quirografario (a valor presente y como consecuencia del acuerdo alcanzado por el tercero).

Por otro lado, Rivera, Roitman y Vítolo<sup>38</sup> advierten que los socios están recibiendo en contraprestación por la transferencia de su participación social un precio superior al eventual remanente liquidatorio; es decir, calculado el valor de sus acciones sobre pautas mejores que a las que pueden aspirar en caso de quiebra, y sin el incremento de los pasivos derivados de la liquidación en dicho proceso de quiebra.

#### V.2.d.- Valor presente

A los efectos de determinar ese *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<sup>39</sup>.

#### V.2.e.- ¿Y si no hay reducción?

Un interrogante se plantea cuando la propuesta del tercero no redunde en un pago con quita, sino que implica otro tipo de avenimiento con los acreedores.

Pareciera que el legislador a priori estableciera que la propuesta del tercero implicará siempre un pago con una solicitud de quita, sin percatarse de que el pago con quita es sólo una de las formas (aunque pueda ser la más frecuente) en que el deudor concursado procura un acuerdo con sus acreedores.

Como lo señalara acertadamente Truffat<sup>40</sup>, la única manera de determinar que el pasivo concursal se redujo en algún porcentaje es si el nuevo derecho emergente de la novación concursal contempla algún pago. En caso contrario, habría remisión de la deuda.

#### V.2.f.- ¿Y si hay categorías y quitas diferenciadas?

<sup>37</sup> ROUILLÓN, Adolfo A.N., *op. cit.*, p. 132. Agrega dicho autor que los socios de la concursada estarán de todos modos en mejor situación que en una liquidación “ya que en ésta experimentarían mayor sacrificio que todo el resto de los acreedores (incluso que los subordinados); pero al menos no se benefician en detrimento de los acreedores quirografarios”. En igual sentido, se pronuncian RIVERA, Julio César, ROITMAN, Horacio y VÍTOLO, Daniel Roque, *op. cit.*, p. 778 y ss.

<sup>38</sup> RIVERA, Julio César, ROITMAN, Horacio y VÍTOLO, Daniel Roque, *op. cit.*, p. 784.

<sup>39</sup> RIVERA, Julio César, ROITMAN, Horacio y VÍTOLO, Daniel Roque, *op. cit.*, p. 800.

<sup>40</sup> TRUFFAT, E. Daniel y otros, *op. cit.*, p. 1144.

Una circunstancia interesante en relación a la valuación de las participaciones sociales en el procedimiento del *cramdown* puede darse en el caso de que el tercero oferente hubiera otorgado propuestas diferentes a los acreedores de la concursada, otorgando diferentes quitas según las categorías. La cuestión se suscitara en torno a cuál sería el porcentaje en que procedería la reducción.

Sobre el tema se expide Truffat, señalando que para el caso de que hubiera propuestas alternativas, para saber cuál fue la reducción soportada por los acreedores deberá ponderarse qué reducción representó cada propuesta respecto del total<sup>41</sup>.

#### V.2.f.- La problemática de los socios minoritarios

Un tema central en el procedimiento del *cramdown* es la vulneración de los derechos de propiedad de los socios minoritarios ante el acuerdo efectuado por el tercero adquirente y los socios controlantes de la sociedad de adquirir todas las participaciones sociales por un precio inferior al fijado por el tribunal en sus resoluciones.

Si se mira la cuestión desde el ángulo del adquirente, cuanto más gravoso sea para los acreedores el acuerdo propuesto por el tercero, tanto más se beneficiará por la reducción del precio que deba pagar por las acciones o cuotas sociales<sup>42</sup>.

Es ciertamente una vulneración que sufren en su patrimonio los accionistas minoritarios cuando tiene lugar una negociación entre los controlantes de la concursada y el tercero-oferente que gira en torno a la obtención de las mayorías legales a los fines de obtener la posibilidad de lograr el pago de un precio inferior al precio base de transferencia de las participaciones sociales determinado por el juez.

En este caso, siempre se debería respetar la valuación judicial, y la conformidad de la mayoría a los fines de abonar un precio menor por parte del *cramdista* no podría afectar el derecho de propiedad individual de los disidentes<sup>43</sup>.

Sobre el tema se pronuncia Dasso<sup>44</sup>, señalando que la regla de la mayoría no es aplicable cuando se trata de imponer la transferencia por un precio inferior al de la fórmula establecida por la ley, lo que configura una desposesión de la propiedad del socio o en otros términos la disponibilidad por parte de la mayoría de un derecho inderogable del socio singular, sin mínima correspondencia con una pauta razonable en la fijación del precio.

Entendemos loable la solución que propician los citados autores toda vez que se está ante un problema delicado que, de no ser tratado adecuadamente e interpretando las normas que regulan el ordenamiento concursal de manera sistemática, pueda ocasionar la lesión de derechos subjetivos de los accionistas minoritarios.

## CONCLUSIÓN

---

<sup>41</sup> TRUFFAT, E. Daniel y otros, *op. cit.*, p. 1145.

<sup>42</sup> MANÓVIL, Rafael M., *op. cit.*, p. 77.

<sup>43</sup> JUNYENT BAS, Francisco y MOLINA SANDOVAL, Carlos A., *op. cit.*, p. 289.

<sup>44</sup> DASSO, Ariel A.. "Cramdown: Los derechos de los accionistas". Revista de las Sociedades y Concursos, nro. 5, ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, Julio/Agosto 2000, p. 60 y ss. Señala dicho autor que "es derecho del accionista disconforme con un precio inferior al *valor base*, percibir el mismo (*rectius*: la prorrata que en el mismo le corresponde según su participación en el capital social) sin que resulte lícito imponerle un precio *inferior* por vía de una decisión mayoritaria de socios o accionistas porque la esfera de esta decisión es inoponible por mayoría a los disconformes." En idéntico sentido, el mismo autor en: DASSO, Ariel A.. *El salvataje o cramdown como alternativa de solución de conflictos societarios en las sociedades de capital en cesación de pagos*. Ponencia presentada en el Congreso Argentino – Español de Derecho Mercantil. Las Sociedades Comerciales y su Actuación en el Mercado, Valencia, 19 a 21 de Septiembre de 2001, publicada en "Las sociedades comerciales y su actuación en el mercado", editorial Comares, p. 831 y ss.

A lo largo del presente trabajo, hemos querido efectuar un análisis de los principales aspectos y aristas conflictivas que involucra al procedimiento de valuación de las participaciones societarias establecido en el art. 48 de la Ley de Concursos y Quiebras.

La principal inquietud que se buscó satisfacer con el mismo era determinar cuál era la razón de ser del proceso de valuación y la necesidad de una segunda valuación cuando quien obtuviera las conformidades de los acreedores fuera un tercero. En dicho sentido, la idea de que los socios de la sociedad concursada no pueden enriquecer su patrimonio a instancias de los acreedores concursales deviene como la respuesta a dicho interrogante.

Sin perjuicio de los conflictos que trae aparejada la aplicación del actual procedimiento de valuación, entendemos que las reformas introducidas por la ley 25.589 han mejorado el sistema establecido primigeniamente en la ley 24.522. Ello, sin perjuicio de que todavía sean necesarias algunas reformas en lo relativo al procedimiento de valuación de las participaciones sociales dentro del *cramdown*, tales como la inclusión del flujo de fondos como parámetro ordenatorio de la valuación, la mención sobre los intereses a los efectos del cálculo del valor real de mercado, la modificación de la irrecurribilidad de la segunda valuación en caso de que el tercero consiguiera las conformidades de los acreedores en primer lugar, la protección de los accionistas minoritarios de la empresa concursada, etc..

En ningún momento del análisis debe perderse de vista el hecho de que se está frente a una realidad en extremo dinámica, que requiere de criterios flexibles y adaptados a la práctica empresaria a los fines de lograr el éxito. Tal como lo señalara acertadamente Mosso, en el proceso de valuación se debe procurar establecer el valor integral, real y actual de las participaciones sociales<sup>45</sup>.

En tal orden de ideas, el legislador junto con la doctrina y la jurisprudencia no deben cesar en su búsqueda de arrojar mayor claridad sobre los institutos jurados a los fines de contribuir a la seguridad jurídica y, por ende, al desarrollo de la economía y de la actividad empresaria, con los consiguientes beneficios para la sociedad en su conjunto.

---

<sup>45</sup> MOSSO, Guillermo G., *op. cit.*, ED, 175-705, p. 716. El citado autor (no estando vigente al momento de sus expresiones la ley 25.589) señalaba que la valuación debía ser integral (esto es, incluir todo lo que la empresa tuviere, sea de naturaleza material o inmaterial), real (en el sentido de reflejar lo más exactamente posible la situación de la empresa tal como está) y actual (lo más próxima posible a la fecha de confección del informe). Entendemos que dichas consideraciones son válidamente aplicables como criterios ordenatorios a seguir en el procedimiento de valuación de las participaciones societarias establecido en el nuevo art. 48 de la normativa concursal.