

APLICACIÓN DE HERRAMIENTAS DE EVALUACIÓN DE PROYECTOS DE INVERSIÓN A LOS PROCESOS CONCURSALES Y LIQUIDATIVOS.

INDICE:

I. INTRODUCCIÓN

- 1. Propósito**
- 2. Objetivos**
- 3. Alcance del Plan de Empresa con las particularidades de los casos con concurso preventivo**
 - 3.1. Enfoque multidisciplinario**
 - 3.2. El Plan en la empresa concursada**

II. LA ELABORACIÓN DEL MODELO

- 1. Estudio retrospectivo de datos históricos.**
 - 1.1. Análisis RV**
 - 1.2 Análisis RH**
- 2. Análisis prospectivo: El plan de negocios proyectado.**
 - 2.1 Análisis PV**
 - 2.2 Análisis PH**
- 3. Variables**
 - 3.1 Variables Externas**
 - 3.2 Variables Internas**

III. EL ARMADO DEL PLAN DE NEGOCIOS PROYECTADO.

- 1. Estimación de la función de demanda**
- 2. Sobre los precios**
- 3. Otros rubros: costos fijos y variables, inversiones y economías**
- 4. Procesos de simulación probabilística**
- 5. Cuestiones que ajustan todo el modelo**
 - 5.1. Tasas de crecimiento**
 - 5.2. Inflación**

IV. DEL PLAN DE EMPRESAS AL FLUJO DE FONDOS Y SUS DIVERSAS APLICACIONES

- 1. El flujo de fondos**

2. El flujo de fondos de los acreedores y como se pueden pagar los pasivos concursales: la elaboración de la propuesta.

3. El flujo de fondos con la homologación del acuerdo para su control

V. CRITERIOS PARA LA VALUACIÓN DE LAS PROYECCIONES

1. Elección de la tasa de descuento.

1.1. La tasa libre de riesgo o risk free

1.2. La tasa de descuento de los accionistas

1.3. La tasa de descuento de la firma

1.4. La tasa de descuento desde el punto de vista de los acreedores.

2. El análisis del Valor Actual Neto o VAN

3. La Tasa Interna de Retorno o TIR

4. La Tasa de rentabilidad o índice de costo-beneficio

5. La teoría de valuación de opciones

VI. LA ALTERNATIVA DE LIQUIDACIÓN

1. Armonización de intereses: Deudora vs. Acreedores

2. Acreedores privilegiados Vs. Acreedores quirografarios

3. La preferencia de pago a los acreedores laborales

4. La estimación del valor de los activos.

PALABRAS FINALES

BIBLIOGRAFIA

EL CONCURSO PREVENTIVO – APÉNDICE I

- 1. Aspectos generales del proceso concursal**
 - a) principios generales**
 - b) La cesación de pagos**
 - c) Los efectos del concurso**
- 2. El trámite en sus etapas, principales problemas.**
 - a) La petición de apertura o presentación en concurso**
 - b) El trámite del concurso. Plan de empresa durante el concurso**
 - c) Etapa de elaboración de la propuesta. La justificación del Plan de empresa.**
 - d) Control de la marcha de las operaciones y el análisis de las posibilidades de modificar la propuesta. El Plan de empresa como respaldo indispensable.**

ENFOQUE MULTIDISCIPLINARIO - APENDICE II

- 1. Macroeconomía**
- 2. Microeconomía**
- 3. Estadística**
- 4. Matemática Financiera**
- 5. La información contable**
- 6. Gestión administrativa, organización y variables cualitativas.**
- 7. Evaluación social**

I INTRODUCCIÓN

El presente trabajo propone la aplicación de las herramientas de la evaluación de proyectos de inversión a los procesos concursales para mejorar los resultados y beneficios de dicho instituto.

El concurso preventivo es un proceso judicial que busca solucionar problemas de índole económica de las unidades productivas y que también afecta a otros actores diferentes, ya sea en forma directa o indirecta.

Este remedio legal tiende a la preservación del ente productivo y a resguardar el crédito, equilibrar las relaciones entre deudores y acreedores y a proteger las empresas que son la base del desarrollo económico de todo país.

Sin embargo los resultados que se alcanzan no son todo lo satisfactorios que podría esperarse. Las razones son muchas y existen permanentes propuestas de modificaciones al régimen legal procurando superar algunas limitaciones de la norma; el eje de este trabajo gira alrededor de la idea de que gran parte de las falencias en el trámite devienen de la falta de información pertinente. En las distintas etapas del proceso es indispensable contar con un cuadro de situación claro, actual y proyectado que sirva de respaldo para la toma de decisiones. La primera decisión judicial de trascendencia, la apertura o el rechazo de la petición del deudor debería adoptarse contando con un Plan de empresa; la elaboración de la propuesta de pago debería entonces surgir de ese mismo plan, ajustado y actualizado conforme se cuente con información ya no futura sino real y presente.

A medida que se avanza en el trámite se puede ir comprobando la precisión de las estimaciones previas respecto al comportamiento de las variables que intervienen en el negocio. En esas condiciones la elaboración de la propuesta de pago no sería nada más que una revisión del cuadro proyectado con premisas ajustadas y retocadas de acuerdo a lo que la realidad haya ido indicando. Bajo esta hipótesis casi podría afirmarse que en la propia presentación la deudora debería elaborar una propuesta anticipada de las condiciones en que podría cancelar sus pasivos, este primer cuadro de situación sometido al mérito judicial anticiparía una medida del sacrificio de acreedores, accionistas y del propio estado. El principio de economía procesal aconseja evitar dilaciones innecesarias, con este anticipo del “por venir” podrían conocerse los alcances y conveniencias de promover un proceso concursal que solo debería aconsejarse si se trata de un negocio que promete capacidad de recuperación.

La falta de imaginación en las propuestas, y la estrechez para formular alternativas deviene del insuficiente respaldo técnico con que se elaboran. Las formas en que se llevan a cabo las operaciones mercantiles son cada vez más sofisticadas, pero los trámites concursales se siguen manejando bajo las mismas modalidades vigentes desde hace varios años.

Sostener la continuidad de una empresa que da muestras de inviabilidad es económicamente inconveniente dado que importa un inútil sacrificio para acreedores, para la deudora misma y para la sociedad en su conjunto; tampoco parece justo confinar a los acreedores a modos de cobro que representan verdaderas postergaciones ante evidencias de capacidad de pago de la deudora.

Es cierto que la introducción de un Plan de empresa como eje del proceso concursal es una idea que modifica radicalmente el modo en que actualmente se resuelven las relaciones de los actores; con esta propuesta, la discusión se centra en como deben repartirse los excedentes y ello solo es posible si se cuenta con un Plan de Empresa que los estime; tener este respaldo a lo largo del proceso concursal no solo lo enriquecería en sus distintas etapas sino que aportaría mayor justicia.

1. Propósito del trabajo

El propósito del trabajo es:

Lograr una mayor eficiencia en los trámites concursales y liquidativos a partir de la incorporación del Plan de Empresa elaborado según las técnicas de la evaluación de proyectos de inversión

2. Objetivos

A partir de esta propuesta se puede:

- ✓ Proponer modificaciones a la norma vigente actual
- ✓ Mejorar los resultados globales de los procesos concursales
- ✓ Contribuir a reducir la información asimétrica entre deudores y acreedores
- ✓ Promover la continuidad de empresas viables
- ✓ Facilitar la liquidación de empresas con insolvencia irreversible

3. Alcance del Plan de Empresa con las particularidades de los casos con concurso preventivo

La elaboración de un proyecto de inversión implica estimar a futuro los resultados que producirá determinada actividad; la principal complejidad de estos desarrollos devienen de la variedad y diversidad de aspectos que se involucran en el análisis, para ello resulta necesario utilizar técnicas y herramientas que provienen de distintas disciplinas.

En este trabajo se agrega una dificultad adicional, la del particular caso de la empresa concursada, que plantea condiciones especiales que deben introducirse en el plan.

En el Apéndice I se mencionan los aspectos y características más relevantes de los procesos concursales que configuran una particular situación de empresa.

3.1. Enfoque multidisciplinario

En un plan de empresa se proyectan las expectativas respecto a los resultados que se obtendrán en un negocio, como se trata de un enfoque prospectivo, existe incógnita sobre el futuro y se deben enfrentar tanto factores de riesgo como de incertidumbre. El primero está referido al comportamiento aleatorio del sistema, como resultado de la combinación de las diversas variables y sus posibles valores mientras que la incertidumbre está referida al desconocimiento, a la ignorancia de determinados datos; la variabilidad total esperada surge de la combinación de ambos.

La validez de las proyecciones es tal vez el aspecto que genera mayor escepticismo en los legos dado que se supone que, en tanto no es posible contar con valores precisos y ciertos, todo lo demás entra en el campo de la mera especulación, por lo que el valor predictivo es relativo y limitado y por tanto inútiles los esfuerzos por estimar los resultados futuros.

Sin embargo la aplicación combinada de conocimientos técnicos y científicos de diversas disciplinas permite alcanzar muy buenos resultados en los modelos predictivos y ese es precisamente el aporte que las herramientas de uso en la evaluación de proyectos pueden realizar en los trámites concursales.

A partir de modelos básicos pueden construirse otros “a medida” para cada caso, buscando detectar las fuentes de creación de valor de cada negocio.

En el Apéndice II se hace referencia a las disciplinas que pueden intervenir en la elaboración de un plan de empresa.

3.2. El Plan en la empresa concursada

Excede los objetivos de este trabajo realizar un desarrollo teórico acerca de lo que es un Plan de empresa, existe sobrada y excelente bibliografía sobre el tema, el cometido del presente es introducir el uso de estas técnicas en una materia que no la utiliza

pero la necesita. Se trata de aportar eficiencia al proceso concursal por medio de “... un modelo que facilita la comprensión del comportamiento simplificado de la realidad...”¹

Cabe entonces establecer algunas definiciones previas que establecen el alcance del desarrollo, según los aspectos que particularizan este caso especial de Plan de Empresa en el marco de una empresa concursada:

a) Se desarrollarán las cuestiones referidas a empresas en concurso de manera específica sin considerar por ejemplo los proyectos de empresas nuevas, ni de adquisición de empresa en marcha, ni la de diversificar, ampliar o modificar el negocio con decisiones de *outsourcing* o internalización². No es que estas alternativas no puedan ocurrir en un trámite concursal, sino que su tratamiento sería extender el alcance del trabajo más allá de lo aconsejable.

b) Por otra parte pueden introducirse conceptos de evaluación social de proyectos, toda vez que en los trámites judiciales hay suficientes ejemplos de empresas que han continuado su actividad como respuesta a necesidades diferentes –por ejemplo la preservación de las fuentes de trabajo-, superando la idea de rentabilidad como único objetivo de viabilidad, al menos en el corto plazo. La última reforma a la ley – Ley 26.684- otorga un mayor protagonismo a las Cooperativas de Trabajo y refuerza con más énfasis los principios de conservación de la empresa y continuidad de la explotación.

c) La evaluación de proyectos puede realizarse desde diversas miradas: la del inversor, de la empresa, o de terceros interesados, y en cada caso el análisis varía. Por ejemplo los accionistas buscan maximizar los resultados que no siempre es lo mismo que maximizar el valor corriente de la firma o bien la gerencia podría perseguir otros objetivos distintos relacionados con la continuidad o permanencia en los cargos.

En el caso de empresa en concurso cabe utilizar la visión desde la empresa o negocio cuya actividad se pretende preservar, ello en congruencia con uno de los objetivos de la ley concursal; esto implica medir la rentabilidad del negocio. Sin perjuicio de ello, como elemento para decidir, también debe ser de utilidad para los acreedores cuyos intereses están en juego. Es decir que la finalidad del estudio es determinar la capacidad de pago del proyecto, donde los acreedores son inversionistas forzosos que requieren conocer las condiciones en que podrán recuperar su capital (monto y oportunidad).

d) Para analizar la conveniencia de acceder al trámite concursal podrá utilizarse el esquema:

¹ Evaluación de Proyectos de Inversión en la Empresa, Nassir Sapag Chain

² Material de clase Profesor Dr. Oscar DeLeo

$\text{Valor del proyecto concurso} = \text{Valor de la empresa con proyecto concursal} - \text{Valor con situación sin concurso}$
--

Introduciendo en el primer término de la ecuación los efectos del proceso.

Otra forma de valorar el proyecto concurso es establecer solo las variaciones que se introducen en el proyecto base, es decir la incidencia incremental (positiva de beneficios o negativa de costos) que acontece por efecto del concurso.

e) La alternativa de liquidación puede evaluarse bajo la forma de proyecto de abandono, considerando los valores de recupero residual y los costos de esta opción. También los acreedores evaluarán la conveniencia de una liquidación anticipada versus la alternativa de concurso hoy, y posible liquidación futura. La base de la decisión del acreedor está dada por su propio costo de oportunidad del capital (los flujos de fondos que deja de percibir por no poder invertir en negocios alternativos a determinadas tasas). Aquí se presentan un mosaico de resultados posibles dado que no todos los acreedores tienen el mismo costo de oportunidad.

f) El horizonte de análisis debería extenderse por lo menos hasta la cancelación total de los pasivos concursales, si por ejemplo hubiera necesidades de financiamiento posconcurzal que contemplar, en tanto estos pasivos tienen prioridad en el cobro, resulta indispensable medir la incidencia que su cancelación previa tiene respecto a la postergación en el cobro de los acreedores concursales. Podría ser conveniente que el estudio se extienda aun más allá de este periodo de pago de los acreedores si por ejemplo los accionistas quisieran evaluar su propia posición, una vez concluido el concurso.

g) Para evaluar la conveniencia de la continuación de la explotación en los términos de la ley concursal y su última reforma la Ley 26.684 que contempla específicamente la elaboración de un plan de negocios con las particulares características señaladas en los artículos 190, 191 y 191 bis.

II. LA ELABORACIÓN DEL MODELO

En la abundante bibliografía sobre el tema proyectos de inversión, plan de negocios o empresa, se describen los procedimientos para su elaboración, en este apartado se propone una adaptación de los mismos según las características particulares que presenta el caso empresa con concurso preventivo, a saber:

Hay una empresa en marcha y con una determinada actividad conocida

* Esta acumuló un pasivo cuya cancelación no puede atenderse de manera regular, es decir exhibe incapacidad de pago con el giro ordinario

* Que tiene acceso restringido al crédito y las condiciones de financiamiento externo no constituyen el eje del análisis (Project finance)

* Que cuenta con datos históricos del negocio, pero que estos deben ser analizados detenidamente para estimar sus probables valores futuros, dado que viene exhibiendo resultados negativos o insuficientes. Para ello hay que introducir los ajustes que permitan exponer el cuadro de situación que se espera.

* Que en el proceso concursal la empresa está sometida a los efectos previstos en la norma legal y estos deben ser contemplados en el plan

Se trata por lo tanto de un caso especial de proyecto que requiere que sea formulado considerando estas particularidades, para este caso se proponen los siguientes criterios de análisis: según se trate del estudio de datos históricos o proyectados, será un análisis retrospectivo o prospectivo. Si se analizan los elementos (rubros) que componen la ecuación del negocio en un determinado ejercicio o período, el análisis será en sentido vertical. Pero si se analizan diversos períodos y se realizan comparaciones de entre ellos, el análisis será horizontal, evaluando el comportamiento temporal de los diversos rubros y las tendencias.

Estas dimensiones de análisis a su vez pueden combinarse, a saber:

s/ temporal	Retrospectivo	Prospectivo
s/ periodos		
Vertical	RV	PV
Horizontal	RH	PH

Cada uno de estos estudios aporta una información diferente, todas ellas indispensables para la construcción del plan de empresa.

1. Estudio retrospectivo de datos históricos.

A diferencia del caso de proyecto de empresa nueva (green field), en el caso de una empresa que pretende concursarse cuenta con la valiosa ventaja de tener datos sobre su marcha. La ventaja será tal, sólo si se logra un adecuado análisis de la información, es decir si se alcanza a identificar cuales son las variables relevantes, su comportamiento e incidencia en los resultados finales. Tanto para evaluar la conveniencia del proceso concursal, como la factibilidad de recomponer su situación económico-financiera, la elaboración de toda propuesta se enriquece en tanto se sustenta en un análisis de lo acontecido.

1.1. Análisis RV: En las filas se consignan los conceptos que intervienen en la ecuación del negocio. La principal fuente de información para el armado de dicha ecuación la proporciona el balance contable, con la estructura del plan de cuentas; sobre este punto de partida cabe realizar una cuidadosa selección de rubros y cuentas con incidencia en el resultado final. Hay que tener en cuenta que los datos que surgen de los balances fueron obtenidos de acuerdo con las normas contables, por ejemplo cabe considerar que las disposiciones fiscales vigentes no admiten el ajuste de las cuentas por inflación y esto es una distorsión del valor informativo de los estados contables. En esta etapa se seleccionan las variables clave del negocio, además se determinan cuales son controlables y cuales no y cuales son las variables independientes y las dependientes, distinguiendo sus características básicas (discretas, continuas, incidencia directa, indirecta, positiva, negativa, sus magnitudes frecuencias y distribución de probabilidades).

En ese sentido, las estadísticas modernas aportan un gran bagaje técnico y permiten la construcción de modelos matemáticos que representan de manera simplificada la realidad de un fenómeno.

Si bien el punto de partida que se sugiere es el plan de cuentas existen algunas diferencias en el tratamiento de la información para la construcción del plan de empresa.

Así por ejemplo se recomienda trabajar con:

- * Resultados que excluyan los datos de amortizaciones, depreciaciones y toda otra operación que no implique un efectivo movimiento de fondos.

- * Resultados netos de los aspectos financieros, es decir, sin contemplar las formas en que fue financiado el negocio

- * Contemplando de manera integral los aspectos impositivos, tanto tasas vigentes, plazos de pago como toda otra alternativa de efecto sobre los resultados (exenciones, planes especiales, aplicación de quebrantos etc).

- * Despejando la incidencia de situaciones especiales que no se repetirán pero cuyos efectos positivos o negativos hayan incidido en los resultados observados. Así, deberán segregarse tanto los ingresos como los egresos extraordinarios o de única vez; las operaciones ordinarias no deben ser afectadas por circunstancias de carácter excepcional, éstas no deben ser mezcladas con la actividad habitual porque distorsionan la visión del negocio: complican la comparación entre períodos, no contribuyen para evaluar la gestión ni para predecir resultados futuros.

El procedimiento previsto en el APV o *adjusted present value* permite segregar los efectos que cada medida que se adopta tiene sobre el conjunto del negocio. Así se

puede despejar la incidencia del costo de diversas formas de endeudamiento, los aspectos impositivos de dicho endeudamiento, o el mayor valor que se genera por mejor aprovechamiento de capacidad instalada, o la liquidación de activos improductivos. Es decir que en este método de valuación se analizan en forma separada el impacto de cada una de las acciones que se toman en el gerenciamiento de un negocio: no solo sirve para calcular el valor de los activos sino aproxima información acerca de donde se genera ese mayor valor.³ De esta manera se obtiene un mejor conocimiento del negocio en sus aspectos económicos, despejando la incidencia de otros factores sobre su rentabilidad final.

1.2. Análisis RH: Los datos históricos, sujetos a buenos análisis constituyen una fuente de información indispensable para conocer la estructura de la actividad y contribuyen con su planificación y proyección.

Una vez que se han identificado las variables clave corresponde estudiar su comportamiento en los últimos ejercicios económicos, y en su caso determinar relaciones causales que ilustren no sólo qué es lo que ha ocurrido sino además que puedan explicar el porqué, evaluando el impacto y la magnitud.

Este tipo de estudios es el que prevé la ley concursal que establece que se realice un análisis de las causas del desequilibrio económico, y debe realizarlo la sindicatura en su informe general⁴ para expedirse acerca de las causales generadoras del estado de insolvencia patrimonial. Asimismo la propia empresa en crisis tiene que explicar las causales que generaron el desequilibrio de la empresa⁵, el art. 11 que detalla los requisitos para la presentación en concurso contempla la presentación de una descripción del negocio con una identificación de las razones que la han llevado a su situación.

El análisis de datos de varios ejercicios pasados, aporta luz sobre el comportamiento que han tenido las variables, sus rangos de variabilidad e incidencia sobre los resultados finales. Para un abordaje más ordenado y sistemático es conveniente organizar los datos con algunos criterios, así por ejemplo se pueden considerar:

- a) Descripción del producto, bien o servicio:

³ Using APV: A better tool for valuing operations. Timothy A. Luerhman HARVARD BUSINESS REVIEW may-june 1997

⁴ ARTICULO 39: Oportunidad y contenido. Treinta (30) días después de presentado el informe individual de los créditos, el síndico debe presentar un informe general, el que contiene: 1) El análisis de las causas del desequilibrio económico del deudor.

⁵ ARTÍCULO 11.- Requisitos del pedido. Son requisitos formales de la petición de concurso preventivo:....2) Explicar las causas concretas de su situación patrimonial con expresión de la época en que se produjo la cesación de pagos y de los hechos por los cuales ésta se hubiera manifestado.

- características del mismo,
- proceso de producción y comercialización
- requerimientos tecnológicos, logísticos y de gestión
- bienes sustitutos, complementarios
- elasticidad de la demanda / precio
- elasticidad de la demanda / ingreso
- ciclo de vida del producto

b) Descripción del mercado

- ubicación geográfica
- proveedores (formadores de precios de insumos y concentración de

la oferta, capacidad de negociación)

- clientes (concentración, capacidad de negociación)
- competencia, barreras de entrada y salida

c) Descripción de la empresa

- historia y evolución
- recursos tecnológicos, humanos, logísticos y de gestión
- matriz DAFO (debilidades, amenazas, fortalezas, oportunidades)
- organización interna
- gestión y gerenciamiento

El estudio de las variables, sus valores posibles, la media, el desvío y la distribución de probabilidades aportan información acerca de su comportamiento. Asimismo permite determinar cual es su función $F(x)$ todo lo cual implica acceder a operar matemáticamente el fenómeno a través de las fórmulas.

Por otra parte el estudio de la forma en que se comporta la función también resulta de utilidad para analizar los hechos del pasado y en su caso predecir el comportamiento que tendría en el futuro, bajo determinadas condiciones.

2. Análisis prospectivo: El plan de negocios proyectado.

Si en general es pobre en los procesos concursales, el estudio de lo acontecido en el pasado, prácticamente es nulo el análisis prospectivo. Excluyendo a las grandes empresas que tienen como modelo de gestión el análisis de los desvíos de los resultados con los estimados, las pymes construyen su día a día con poca o casi ninguna mirada analítica sobre el futuro.

Bajo estas condiciones resulta muy poco probable que la empresa esté en condiciones de sacar buen provecho de las ventajas que otorga el concurso. La ilusión de liquidez se puede diluir rápidamente si no se cuenta con un plan de negocios para los meses posconcursoales, que pueden ser difíciles atento la conmoción que se produce dentro de la empresa, con sus proveedores y hasta con los clientes.

El estudio prospectivo importa recrear posibles escenarios futuros considerando premisas diversas, de manera de exponer tanto las condiciones de mínima como de máxima que se pueden esperar. La construcción de los supuestos es el aspecto de mayor importancia, para ello se recurre a la información histórica, al análisis del comportamiento de las variables y las condiciones en que operaron; los valores que alcanzaron y las circunstancias que pueden explicar los resultados obtenidos. Tal como se ha señalado, el análisis de los acontecimientos del pasado, permite describir sucesos y consecuencias que pueden utilizarse en la proyección del futuro tornándolo más previsible y en su caso menos aleatorio. La cuestión clave es determinar si las dificultades podrán superarse y en su caso cuando.

Con esta proyección se enriquece el proceso: los magistrados están en condiciones de conocer de manera más precisa las circunstancias del negocio, sus fortalezas y amenazas. Esta información hecha luz sobre los alcances que tienen distintas medidas y el impacto que podrían tener algunos hechos. Pero además resulta indispensable como herramienta de gestión para la propia deudora que debe prever su panorama futuro y desarrollar las estrategias apropiadas para enfrentar el mismo.

Identificadas las causas generadoras del desequilibrio económico se pueden aplicar las medidas correctivas que permitan controlar y modificar la incidencia de las mismas⁶. El Plan de negocios tiene una estructura tal que puede leerse en su contenido vertical u horizontal.

2.1. Análisis PV

Esta instancia implica el armado de la ecuación de negocio que se proyecta para el período concursal. Como toda construcción prospectiva requiere que se expliciten los supuestos sobre los que se va a desarrollar el proyecto, para ello se han seleccionado las variables que inciden en el resultado final y los rangos de variabilidad.

⁶ Así por ejemplo, uno de los efectos del concurso es la suspensión del curso de los intereses, la incidencia de estos costos financieros sobre el resultado suele ser significativa, la interrupción de su devengamiento importa una modificación sustancial en la ecuación económica, especialmente en casos en que el endeudamiento alcanza gran magnitud con accesorios con crecimiento exponencial por efecto de la capitalización.

Con la identificación de los rubros que conforman la estructura del negocio se construye el plan de empresa base o de partida, este debe exponer la situación al momento en que se petitiona la apertura del concurso preventivo. Esta ecuación debe mostrar el cuadro económico, que surgirá del análisis retrospectivo que aporta el conocimiento de lo ya sucedido, exteriorizando el resultado de la actividad con independencia de las fuentes de financiamiento y sin considerar distribución de dividendos.

En este cuadro de resultados base, las variables deben ser estimadas en sus valores más probables de ocurrencia. Estos valores podrán extenderse entre mínimos y máximos y con distinta ocurrencia y distribución de frecuencia de estadística.

2.2. Análisis PH:

A partir del cuadro base, y con la construcción de supuestos se proyecta el negocio con la estimación de su posible comportamiento futuro tanto por sus condiciones propias como por las situaciones externas que lo condicionan.

Es importante señalar que la proyección de operaciones de una empresa que viene exhibiendo resultados negativos o déficit financiero requiere de algunas consideraciones especiales.

a) En primer lugar identificar con precisión las causas que ocasionaron las pérdidas, evitando la confusión entre causas y consecuencias, y si son cuestiones de corto plazo o vienen de larga data.

b) Determinar si se trata de situaciones coyunturales de la industria, del sector o del país o bien relativas a la economía mundial y el grado de su incidencia en la empresa

c) Si son causas estructurales propias del caso y atribuibles a decisiones internas, su alcance y posibilidades de modificación (operación ineficiente, producto/s con poca demanda, política comercial errada, etc.).

d) Las expectativas de crecimiento de las operaciones deben estimarse con prudencia, considerando las condiciones probables del mercado y de la propia empresa.

Identificadas las variables, deben estimarse los valores que podrán adquirir en los períodos sobre los que se realizan predicciones. Para ello se cuenta no solo con la información del pasado sino con estudios económicos prospectivos con predicciones acerca del comportamiento esperado de las principales variables macro y micro.

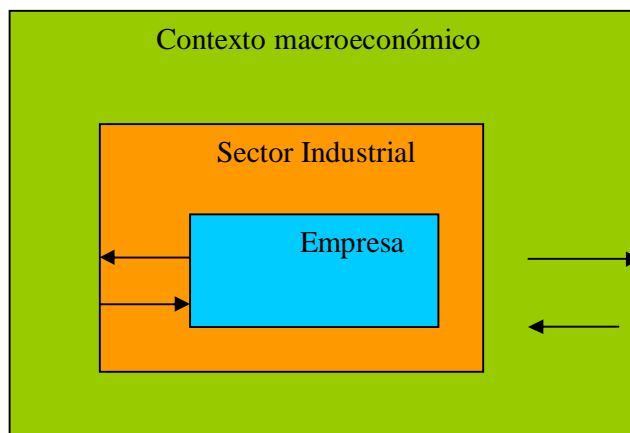
3. Variables

3.1 Las variables externas al negocio que más frecuentemente determinan condiciones futuras son la tasa de interés local e internacional, el tipo de cambio, el nivel de inflación, crecimiento del PBI esperado, las alícuotas impositivas, los términos de

intercambio externo y la balanza comercial, su efecto será diferente según el grado de correlación que presenten con el resultado final esperado. Establecer parámetros y expectativas del comportamiento que tendrán es tarea de analistas especializados, que anticipan pronósticos en base a sofisticados estudios. La pericia en la selección de los valores probables que serán *in-put* en el modelo es condición básica para una construcción realista, y consiste en saber distinguir de los diversos pronósticos cuales son los mejor fundados y que interpretan una visión más aproximada a la del responsable de la elaboración del plan; intervienen aquí cuestiones individuales basadas en las visiones personales, la experiencia y la formación del mismo.

Además de la incidencia de las condiciones macroeconómicas, el negocio se desenvuelve en determinado sector, industrial, agropecuario, de servicios, investigación etc.- cuyas características y particularidades son determinantes directas de las variables a incluir en el plan. Su adecuada selección, análisis y ponderación son requisitos imprescindibles para la construcción de los supuestos sobre los que se basará la elaboración de los pronósticos. Los aspectos laborales, las regulaciones gubernamentales, los accesos a canales de distribución son algunas de las particularidades de los sectores que a su vez condicionan los mercados. En este concepto se incluyen los proveedores, los clientes, el producto y los competidores, por lo que el análisis de cada uno, con proyecciones de sus potenciales comportamientos; la combinación de las situaciones dables con una probabilidad de ocurrencia asociada dará un mapa de escenarios, que tendrán asimismo asociado una diversa posibilidad de ocurrencia.

El análisis del sector debería considerar además las posibilidades de competidores potenciales según las condiciones de barreras de entrada y de salida. Tanto las variables macroeconómicas como las sectoriales deben ser ponderadas teniendo en cuenta las características propias de la empresa.



3.2 Las variables internas son las que dependen de las decisiones estratégicas de la dirección, para la construcción de los supuestos resulta indispensable que se expliciten las medidas de gestión que se prevén en relación por ejemplo, con niveles de inversión, economías de escala, acceso a fuentes de financiamiento etc., todo ello tendiente a cimentar el plan de negocios sobre supuestos concretos, ciertos y valederos que reducen el margen de aleatoriedad del programa prospectivo. Cabe asimismo tener en cuenta las reales posibilidades de superar cuestiones relacionadas con ineficiencias operativas, deficiencias en la gestión y conducción o errores en la selección de estrategias.

Para casos de empresas muy endeudadas, cuando de la proyección surgen restricciones para la cancelación de los compromisos con terceros, si estas fueran coyunturales o superables se está ante la alternativa de analizar la solución concursal, introduciendo en el plan los efectos del concurso preventivo: la suspensión del curso de los intereses, la postergación del pago de los pasivos, los costos del trámite, las restricciones de acceso a nuevos créditos. Además en el plan de negocios se deberá reflejar el impacto del concurso en las operaciones ordinarias: la afectación de las ventas, la posibilidad de pérdida de mercado, de licencias, de capital humano y todo lo que implique un cambio en la ecuación del negocio. La suspensión del pago de las deudas de causa o título anterior, importará una recomposición de la liquidez que tendrá su clara expresión en los saldos disponibles.

El resultado neto entre las mejoras o alivios que el concurso preventivo aporta y los costos y gastos adicionales que genera expresará la conveniencia de recurrir a esta alternativa de saneamiento.

Este estudio así propuesto no solo resulta de vital importancia para los directivos de la empresa que deben proponer la adopción de esta medida, y lograr la ratificación de los accionistas, sino que además constituye un elemento fundamental para el magistrado que deberá ponderar precisamente si la declarada deudora es merecedora de dicha solución legal.

III. EL ARMADO DEL PLAN DE NEGOCIOS PROYECTADO.

Una vez construida la ecuación del negocio, con la composición de rubros que representan sus fuentes de ingresos y gastos, debe reproducirse con las estimaciones para futuros períodos.

En sentido horizontal se ubican las columnas por los sucesivos períodos que se proyectan, los intervalos podrán corresponder a plazos más o menos largos, siendo aconsejable que los más cercanos a la fecha de la proyección sean equivalentes a períodos

más cortos y a medida que se extiende en el tiempo las estimaciones futuras podrán estar referidas a períodos más largos, anuales, bianuales o aun más. Las estimaciones más próximas tendrán la ventaja que serán más precisas dado que se parte de valores de las variables que son reales y vigentes. A medida que la proyección se aleja del momento presente, mayor pericia se requiere para estimar el comportamiento de las variables.

El primer concepto que determina y define todos los demás es el de las ventas, como resultado de la combinación de precios y cantidades (pxq). A partir de su estimación pueden calcularse el resto de los rubros, insumos, mano de obra, costos indirectos etc. que pueden ser funciones constantes o variables del nivel de las ventas.

1. Estimación de la función de demanda

La estimación más importante en todo plan de negocios es posiblemente la de la demanda. Constituye el primer concepto a definir y ello es así porque según su resultado se derivarán el resto de los rubros que en general son calculados precisamente a partir de ésta.

Para su evaluación se cuenta con el aporte de varias disciplinas, la ciencia económica a través de la microeconomía y su teoría del consumidor permite modelizar problemas, y la estadística a través del análisis de regresión permite por medio de una serie de procedimientos estadísticos analizar la relación entre variables dependientes e independientes, con un fuerte valor predictivo.

Además la macroeconomía también aporta teoría para estudiar las condiciones generales de la economía nacional e internacional y en su caso poder prever el comportamiento de determinadas variables y su incidencia en los mercados.

Una forma de estimar un nivel de ventas esperado es a través del análisis de las variables que inciden en el mismo (análisis exploratorio determina la forma de relación de la variable Y con otras X_i). Una vez encontrada la relación y confirmada (análisis que demuestra la validez encontrada), se puede recurrir a los datos históricos de las variables independientes y formular hipótesis respecto de sus valores futuro. Si bien se trata también de variables a los fines del análisis de regresión se toman como datos.

La expresión sería $Y = f (X_1, X_2, X_3, \dots, X_n; e)$ donde el último término e representa la perturbación o el ruido que hay que considerar dado que las variables pueden adquirir valores diversos aleatorios.

Por ejemplo, Y puede ser el valor de las ventas en determinado período (mes, año, etc.) y las variables independientes X_1 el precio del producto en el período, con

relación inversa en la ecuación, X2 podría representar el precio del competidor y X3 el gasto de publicidad y esta relación puede mostrarse como:

$$\tilde{Y} = B_0 - B_1 X_1 + B_2 X_2 + \dots + B_n X_n + e \quad \text{donde los } B \text{ representan los parámetros}$$

y se pueden así construir modelos, en este caso lineales, existiendo además técnicas para trabajar con otros casos de funciones con variables con valores exponenciales⁷. En un modelo lineal de solo dos variables, el B₀ es la coordenada al origen y B₁ es el coeficiente de regresión. Se puede trabajar con datos temporales correspondientes a varios períodos o transversales correspondientes a n casos en un determinado momento. Por ejemplo para estimar demanda de energía eléctrica pueden utilizarse series de datos de consumo de energía en KW variable Y dependiente del número de consumidores de una determinada zona y de sus ingresos; o así también para estimaciones de demanda de gas puede considerarse como variable independiente la temperatura, asumiendo una relación inversa con la demanda, teniendo siempre en cuenta que en el caso de utilizar series de datos éstas deben ser estacionalizadas. También se han probado relaciones entre los resultados de cosechas y la lluvia caída y cantidad de abono por hectárea utilizada.

El proceso importa definir la recta de regresión y calcular la función predictora $\tilde{y} = b_0 + b_1 X$ donde b₀ y b₁ son los estimadores.

Calculados los estimadores se aplican los criterios de validación calculando los coeficientes de correlación y determinación para verificar el ajuste del modelo a los datos.

2. Sobre los precios

El precio de venta de los productos, como el de compra de los insumos, son variables fundamentales, para su cálculo y ponderación deberán contemplarse distintos factores por ejemplo, el diverso poder de negociación de clientes y proveedores como así también el grado de concentración del mercado demandante como del oferente.

También deberán considerarse las tendencias generales del mercado y realizar los ajustes necesarios para bienes que tienen ciclos estacionales, o alzas o caídas excepcionales. Para estos casos recurrir a promedios anteriores o precios estabilizados resulta un camino apropiado.

3. Otros rubros: costos fijos y variables, inversiones y economías

El tratamiento de los costos debería introducir las modificaciones estructurales que aparecen como ineludibles para la viabilidad del negocio. El proceso concursal es una

⁷ . Se convierte en lineal con logaritmos en ambos términos, es la función de Cobb- Douglas

buena oportunidad para revisar la eficiencia de la gestión, aprovechando la oportunidad que representa el concurso para introducir los cambios necesarios.

La relación entre los costos fijos y los variables es otro aspecto a considerar, a mayor importancia de los primeros, más difícil resulta incidir sobre los resultados; las proyecciones deben prever además las condiciones de economías de escala e inversiones necesarias.

Es esta una buena ocasión para revisar los costos y gastos superfluos y la existencia de activos ociosos; cabe considerar la adopción de medidas de recortes de gastos que acompañen los efectos de saneamiento que devienen del concurso. El margen de maniobra que otorga la situación de concurso preventivo puede y debe ser aprovechada por la dirección de la empresa, buscando optimizar los resultados de la actividad.

4. Procesos de simulación probabilística.

El plan de negocios, tal como se ha descripto exhibe un resultado que es el resumen de la combinación simultánea de las distintas variables que intervienen en la actividad en los valores que se han estimado como los más probables, tras el análisis de las circunstancias que los condicionan.

Ahora bien, esta forma de expresión modelizada admite una serie de pruebas que aportan importante información para el decisor, la simulación de sucesos combinados para todas o algunas de las variables intervinientes da un panorama de resultados probabilísticos. Las estadísticas aportan los fundamentos para la construcción del modelo en el que cada variable responde a un modelo de distribución de ocurrencia del suceso según sus particulares características.

Las variables pueden presentar distribuciones de probabilidad de ocurrencia de los eventos con carácter continuo o discretos y provenir de fuentes objetivas o empíricas como series de datos o subjetivas como la opinión de expertos.

El análisis de la ocurrencia de los sucesos permite encuadrar el comportamiento del mismo en una distribución probabilística: normal, hipergeométrica, binomial, exponencial, Poisson etc., si el suceso es la variable la forma de distribución que mejor ajusta a los datos es la que corresponde utilizar e introducir en el modelo.

Así por ejemplo los niveles de venta pueden estimarse a partir de tres valores estimados de volúmenes según demanda cada uno con una probabilidad asociada de ocurrencia - distribución general triangular - que a su vez se puede combinar con precios de venta también estimados con su correspondiente probabilidad asociada.

En ese mismo sentido pueden estimarse costos por desperdicios o fallas en la producción, costos por reparaciones o máquinas fuera de servicio, márgenes de rendimiento en explotaciones agropecuarias según acontecimientos climáticos y todos aquellos eventos cuya aparición -o no- tenga una incidencia en la actividad que se analiza.

Los sistemas de procesamiento electrónico de datos permiten realizar varias pruebas (10.000, 20.000 y más) que combinan los valores del conjunto de las variables en sus probabilidades asociadas. Finalmente se obtiene un “mapa” o diagrama de posibles resultados finales con su probabilidad de ocurrencia, por ejemplo puede concluirse que el resultado del período i puede alcanzar valores entre $0 < X < 100$ con una probabilidad para cada uno de estos posibles valores entre 0 y 100. De esta manera el decisor puede saber por ejemplo que probabilidad tiene de tener un resultado de 60 también se puede conocer la probabilidad asociada de tener hasta - o por lo menos - ese valor, en estos casos se calculan los valores acumulados de la distribución.

5. Cuestiones que ajustan el modelo

Para completar la construcción del modelo proyectado hay que considerar además, el factor de crecimiento o decrecimiento de las variables a futuro y la inflación.

5.1. Tasas de crecimiento.

Se debe prever la posibilidad que las variables presenten comportamientos distintos en los períodos futuros, para ello se introduce el factor de crecimiento g en las fórmulas, y de esa manera se pueden calcular los valores proyectados en cada período. Las diversas variables podrán estimarse con distintos g_i según los análisis que para cada una de ellas se realicen.

El cálculo de la tasa de crecimiento a utilizar es una materia de análisis específico: podría tratarse de un crecimiento aritmético, geométrico o con cualquier otra progresión, por ejemplo a distintas escalas; esta es una primera cuestión a resolver. Teniendo en cuenta, además las consideraciones que merece la información del pasado como base fundamental para la construcción de predicciones.

El crecimiento esperado depende de diversos factores algunos externos o ajenos al negocio- condiciones internacionales o políticas sectoriales- y otros directamente relacionados con la gestión de la empresa, su política y objetivos. En el marco de la construcción de planes de negocio proyectados para una solución concursal, estos aspectos de la estrategia deben ser explicitados, fundados y volcados en las proyecciones, en estas condiciones se mejora la asimetría de información que existe entre deudora y acreedores.

Entre las medidas a adoptar pueden señalarse algunas que Damodaran Aswath desarrolla en “*Investment Valuation*” *Tools & techniques for determining the value of any asset* y que prueba la relación directa con el factor de crecimiento de la política de reinversiones, de las decisiones sobre endeudamiento y de la rotación de inventarios.

a) Política de reinversiones: el retorno del capital invertido está directamente relacionado con la retención de ganancias en el negocio⁸.

Si:

$$\text{Rendimiento del capital propio} = \frac{\text{Resultado}}{\text{Capital propio}}$$

Y

$$\text{Tasa de crecimiento } g = \frac{\text{Resultado}_t - \text{Resultado}_{t-1}}{\text{Resultado}_{t-1}}$$

Y

$$\text{Resultado}_{t-1} = \text{Capital}_{t-1} \times \text{Rend. del capital propio}_{t-1}$$

$$\text{Resultado}_t = (\text{Capital}_{t-1} + \text{Resultados retenidos}_{t-1}) \times \text{Rend. del capital propio}_t$$

$$\text{Si: Rend. del capital propio}_{t-1} = \text{Rend. del capital propio}_t$$

Entonces:

$$\text{Tasa de crecimiento } g = \frac{\text{Resultados retenidos}_{t-1}}{\text{Resultado}_{t-1}} \times \text{Rend. del capital propio}$$

$\text{Tasa de crecimiento } g = \text{Ratio de retención} \times \text{Rend. del capital propio}$
--

Surge de la ecuación que la tasa de crecimiento es una función tanto de los resultados retenidos como del resultado del período, si los resultados fueran cambiantes cabe introducir en la ecuación el factor de cambio (en más o en menos) en el rendimiento del capital.

b) Política de endeudamiento

En el mismo sentido, se puede demostrar que la política de endeudamiento incide en el factor de crecimiento, según surge de las siguientes relaciones (ver fórmulas de los ratios en el Apéndice II apartado 5. relativo a la información contable):

$$\text{Rendimiento sobre Activos (RA)} = \text{EBIT} / \text{Activo total}$$

$$\text{Rendimiento del capital propio}^9 \text{ (RPN)} = \text{Resultado Neto} / \text{Patrimonio Neto}$$

⁸ Damodaran Aswath “*Investment Valuation*” *Tools & techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & sons. 1996

⁹ También conocido como retorno de la inversión o tasa de rendimiento de los accionistas

Cabe recordar que $A = D + PN$, es decir que los activos son iguales a las deudas más el capital propio, se puede expresar el Rendimiento del Capital propio a partir de la fórmula del retorno de los activos:

$$RPN = RA + \frac{D}{PN} [RA - i(1 - t)]$$

Donde se muestra que el rendimiento del capital propio también depende de la proporción de endeudamiento y que además está afectado por la tasa i de endeudamiento y la tasa t que representa la proporción de impuesto a las ganancias. Surge además de la fórmula como impacta la tasa de interés que se paga por el endeudamiento en la tasa de rendimiento del negocio;

Para reconocer la incidencia de las deudas sobre el crecimiento, basta expresar la fórmula de la tasa de crecimiento g según esta última relación:

$$\text{Tasa de crecimiento } g = b \times \left\{ RA + \frac{D}{PN} [RA - i(1 - t)] \right\}$$

Donde la mencionada política de endeudamiento queda exteriorizada a través del ratio D/PN ; obviamente en el resultado también incide la política de distribución de dividendos representada por el ratio de retención “ b ” que cuanto mayor sea más se incrementa la tasa de crecimiento.

Además se puede reconocer la incidencia de la política de los activos (realización de ociosos, reemplazos tecnológicos etc) toda vez que el rendimiento de los activos es término de la ecuación. Pero fundamentalmente tienen incidencia en el resultado operativo y por ende en la tasa de crecimiento.

c) Rendimiento sobre activos y rotación de inventarios

Este ratio Rendimiento sobre Activos (RA) = $EBIT / \text{Activo total}$ puede expresarse también como:

$$RA = EBIT(1-t) / \text{Ventas} \times (\text{Ventas} / \text{Activos})$$

$$RA = \text{Margen de ganancia} \times \text{rotación de inventarios}$$

Se observa que hay una relación inversa entre el primer término y el segundo, cuando el margen de ganancia es mayor la rotación de inventarios se reduce y viceversa. Introduciendo esta expresión del RA en la fórmula de la tasa de crecimiento se puede analizar el impacto de decisiones relacionadas con la política de resultados (bajar o subir precios) en la tasa de crecimiento de la compañía y en su valor.

Los diversos rubros y conceptos que componen el plan de empresa pueden tener una tasa de crecimiento diversa, así por ejemplo mientras se estima una evolución para las ventas, se puede prever un encarecimiento de los insumos que no necesariamente acompañe la tendencia de éstas.

Lo más conveniente en los casos en que intervienen muchas variables con diversos factores de crecimiento (o disminución) es trabajar cada período de manera particular teniendo en cuenta asimismo las variaciones que corresponde contemplar en las tasas de descuento a utilizar en cada uno de ellos.

5.2. Inflación

El Plan de empresa puede ser elaborado en valores nominales o reales. En el primer caso el flujo de fondos se expresa considerando la tasa de inflación esperada, y se obtienen valores expresados en moneda corriente; en los flujos de fondos a valor real, la moneda es constante¹⁰.

En este esquema pueden estimarse a distintas tasas de inflación para los diversos rubros que integran el plan: el efecto de la inflación puede modificar los resultados según como se prevea que esta afecte los valores de las ventas y los costos de los insumos.

Además el grado de exposición del negocio a la inflación varía según la rotación de cobranzas y pagos: cuanto más capital de trabajo se requiere mayor es el efecto sobre los resultados. Es por ello que los empresarios tienden a anticipar incrementos en los precios de venta de sus productos frente a los incrementos en los costos, para compensar el deterioro en el capital de trabajo.

Por lo tanto, es imprescindible que la expectativa de inflación sea considerada en el modelo, porque se descuenta a tasas nominales, previendo un tratamiento diferencial para variaciones en los precios, según como se estima que afectará los distintos rubros. Por otra parte resulta conveniente que los efectos sean expuestos por separado para poder medir la incidencia o sensibilidad del modelo a la variable inflacionaria. Esto será especialmente importante en períodos en que la economía muestra tasas altas y también para aquellas actividades capital intensivas con largo períodos de recupero.

Se debe dar un tratamiento consistente de la inflación teniendo en cuenta que la relación entre las tasa reales y las nominales se expresa:

$$1+R_{nom} = (1 +R_{real}) (1+ R_{infl}) \quad \text{y por lo tanto}$$

¹⁰ El CAPM *capital asset pricing model* es un modelo nominal que permite estimar la tasa de descuento a aplicar a un flujo de fondos de acuerdo al riesgo relativo del mismo respecto del mercado.

$$R_{\text{infl}} = \frac{1+R_{\text{nom}}}{1+R_{\text{real}}} - 1$$

El plan de empresa en sus dos dimensiones resulta una herramienta útil para el control y la gestión, permite medir los desvíos pero además cuanto más desagregados los rubros (en sentido vertical) y menores los plazos considerados en cada período (en sentido horizontal) mayor precisión para identificar los conceptos y oportunidades en que se producen los desvíos.

IV. DEL PLAN DE EMPRESAS AL FLUJO DE FONDOS Y SUS DIVERSAS APLICACIONES

Una vez armado del Plan de Empresas con todos los conceptos que intervienen en el negocio, con su particular estructura de ingresos y costos reflejada en los rubros contables, con la selección de variables y la proyección de sus valores, se obtiene una estimación de las operaciones y los valores esperados de resultados propios a alcanzar en momentos t , como consecuencia de la interacción de los supuestos de trabajo seleccionados.

Estas circunstancias se reflejan en el plan de empresa, que expone el resultado neto producto de la proyección de las operaciones. Además se estiman los flujos de fondos, que exteriorizan la estructura financiera del negocio, sus necesidades y posibilidades exponiendo como resultado los saldos disponibles;

Una segunda etapa es la de determinar la apropiación o distribución de los excedentes: así por ejemplo una actividad puede generar ganancias pero los requerimientos de capital implican que éstas no son todas apropiables, en el caso de una empresa concursada este aspecto resulta esencial ya que implica definir la pauta de distribución del sacrificio entre acreedores y accionistas. Por un lado se presentan las necesidades de reinversión de fondos en la unidad económica, por el otro los acreedores que pretenden ir cancelando sus acreencias y solo en términos residuales están los accionistas. Quedarían también exteriorizadas las necesidades de financiamiento, siendo válido considerar la alternativa de aportes a cargo de los accionistas que podrían quedar subordinados a ciertos créditos.

1. El flujo de fondos

Los movimientos de fondos se pueden exponer con distintas ecuaciones dado que existen situaciones diversas, es necesario entonces conocer que es lo que está reflejando el saldo que en cada caso se muestra.

a) Para calcular el Flujo de Fondos Operativo se parte del resultado neto de los ingresos menos los egresos operativos, si además se restan las amortizaciones, los intereses y los impuestos se obtiene un Resultado Neto. Para calcular el Flujo de Fondos Operativo hay que sumar las amortizaciones, siendo estas un concepto económico sin efecto financiero

Así tenemos:

Ingresos

menos:

(Egresos operativos)

= Resultado antes de intereses, impuestos, amortizaciones (EBIDTA)

menos: (Amortizaciones)

= Resultado antes de intereses, impuestos (EBIT)

menos: (Intereses)

= Resultado antes de impuestos

menos: (Impuestos)

= Resultado o ingreso neto

mas: Amortizaciones

= **FLUJO DE FONDOS OPERATIVO**

b) Los flujos de fondos de la firma o libres (free-cash flows) exponen los saldos disponibles de la empresa, una vez calculado el Flujo de fondos operativos, hay que considerar las inversiones de capital, o fondos que deben permanecer invertidos más las diferencias en el capital de trabajo¹¹ para obtener saldos que exponen el resultado neto de las operaciones realizadas, es decir cuanto queda disponible, es el quantum que deja libre el negocio.

La sola existencia de un saldo positivo de fondos operativos no significa que el mismo sea apropiable, la posibilidad de disponer del mismo depende de las necesidades y requerimientos de fondos para garantizar la continuidad del negocio. Este aspecto no es menor, especialmente para los casos en que la sindicatura debe expedirse acerca de la posibilidad de cancelar los créditos laborales de acuerdo al instituto del pronto pago. Es indispensable entonces que el órgano sindical no se limite a informar la mera existencia de saldos positivos sino que deberá expedirse sobre los efectos que su distribución podría tener para del futuro operativo de la empresa. . La opinión podrá fundarse en las proyecciones realizadas y el juez podrá entonces resolver acerca de la conveniencia o inconveniencia de autorizar los mencionados pagos.

¹¹ Se entiende por capital de trabajo a la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes.

Para calcular el flujo de fondos libre en una empresa con deuda la ecuación a utilizar sería:

Resultado Neto Antes de Impuestos (EBIT) (1 - tasa impositiva)

+ Amortizaciones

= Flujo de fondos operativo

- (Inversiones de capital) fondos que deben permanecer invertidos

+/- (cambios en el capital de trabajo)

= **Flujo de fondos de la firma**

c) El flujo de fondos de los accionistas

Este modelo resulta de utilidad para medir el rendimiento de la inversión realizada por los titulares de la empresa. La apropiación de saldos por parte de los accionistas es residual es decir que solo serán distribuibles en tanto se hayan considerado todos los otros conceptos que tienen prioridad, los accionistas son los beneficiarios de último término.

Si bien es poco frecuente que los negocios se financien exclusivamente con capital propio, este análisis puede ser de utilidad para estudiar el negocio aislado de los efectos del financiamiento, no se consideran los costos de los intereses y gastos asociados a dicho financiamiento, ni su impacto impositivo. Tampoco se superponen cuestiones relacionadas con los riesgos del acceso a capital ajeno ni otras alternativas de inversión del propio.

En este caso el Activo Total es equivalente al Patrimonio Neto:

$$\text{ACTIVO} = \text{PATRIMONIO NETO}$$

y el Flujo de Fondos de la firma es el mismo que el de los accionistas dado que no hay terceros (acreedores) con mejor preferencia de cobro. En este esquema se asume que no existen deudas, que todo es financiado con capital propio y que se producirán las reinversiones necesarias o en su caso los aportes de capital para mantener la continuidad de las operaciones.

$$= \text{Flujo de fondos de la firma} = \text{Flujo de fondos disponible}$$

Pero lo más habitual es que la actividad de la empresa se financie con deuda y en los casos de empresas en que el pasivo adquiere una magnitud significativa el concurso preventivo aparece como una alternativa de solución, es precisamente esta ecuación la que aporta la información útil para evaluar la conveniencia de un trámite concursal.

$$\text{ACTIVO} = \text{DEUDA} + \text{PATRIMONIO NETO}$$

La diferencia de este enfoque respecto del anterior es que en éste se deben considerar las deudas; esto implica que se deberán incluir los pagos previstos en cancelación de deuda (en plazos y condiciones pactadas), el pago de los accesorios y gastos devengados de dichos pasivos, y los ingresos provenientes de nuevas deudas. Además de considerar los efectos impositivos que generan los pasivos.

Deduciendo los conceptos mencionados se llega al Flujo de fondos del capital propio:

= **Flujo de fondos de la firma**

menos: (intereses pagados (1-t))
(pagos de capital adeudado)

mas: nueva deuda

= **Flujo de fondos residual del accionista**

Un plan de negocios elaborado en estas condiciones permite acreditar de manera clara la situación de la empresa, y los excedentes para los accionistas. También en casos en que los pasivos son significativos queda exteriorizado el estado de cesación de pagos y las posibilidades de cancelación de dichos pasivos.

2. El flujo de fondos de los acreedores y como se pueden pagar los pasivos concursales: la elaboración de la propuesta.

La información que aporta un esquema de las características señaladas resulta de interés en el proceso concursal, especialmente para exponer el cuadro de situación y por eso debería integrar los requisitos para la petición de apertura de concurso preventivo. Este informe es una contribución para el conjunto de los actores, la deudora y los acreedores están en condiciones de desarrollar sus estrategias conforme las expectativas que surjan del plan y el Tribunal podrá contar con datos valiosos para las resoluciones que debe tomar.

En algunos casos los pasivos adquieren una dimensión tal que se aproximan o incluso superan a los activos. En estos casos, el patrimonio neto es apenas positivo y hasta podría llegar a ser negativo. Más allá de las cuestiones formales, legales y societarias, esta circunstancia significa que los bienes serían de propiedad de los acreedores y que los accionistas solo tendrían participación residual sobre ellos. La ecuación sería:

ACTIVO = DEUDA ó ACTIVO < DEUDA

En estos casos, si bien extremos no por ello infrecuentes, la elaboración del flujo de fondos de la empresa- si fuera viable su continuidad- debería contemplar

exclusivamente los pagos a los acreedores sin distribución de dividendos, ni retiros ni anticipos para los accionistas, por lo menos hasta lograr el equilibrio o la cancelación de las deudas. Bajo estas premisas el resultado de la proyección de la actividad exhibirá la capacidad del giro empresarial para cancelar estos pasivos; considerando también la atención de los nuevos créditos que fueran necesarios, precisamente para mantener la marcha de la empresa, condición para el pago.

Este flujo de fondos resulta un elemento valioso para que los acreedores evalúen sus alternativas, en su caso la conveniencia de la liquidación; por un lado se conocerán las condiciones necesarias para mantener operativa la actividad y además surgirá de la proyección un plazo en el que se prevé se podrán pagar los compromisos. Tanto lo uno como lo otro mejoran la asimetría de información que hoy afecta a los acreedores que desconocen las posibilidades reales de superación de las dificultades y entonces la conveniencia de aceptar la propuesta de pago que se ofrece.

Para analizar la situación desde el punto de vista del acreedor el plan de empresa deberá contemplar los ingresos, costos y gastos de la actividad, el pago de pasivos privilegiados introduciendo en caso de existir una propuesta, las condiciones de ésta, fondos que no son disponibles porque deben afectarse a la compra o renovación de activos fijos y en su caso los ingresos adicionales que podrían provenir de la liquidación de activos ociosos. No solo es importante analizar los valores de los flujos de fondos que se obtienen de la proyección sino además su volatilidad, es decir rango de variabilidad; esto dará una medida de la posibilidad de que se verifiquen estas proyecciones.

3. El flujo de fondos con la homologación del acuerdo para su control

En la etapa de control de cumplimiento del acuerdo el plan también resulta un elemento de respaldo para la evaluación de la marcha de la empresa y los desvíos respecto de las previsiones asumidas en el plan presentado en el pedido de apertura de concurso. Se transita el período posconcurso y ya los acontecimientos son hechos concretos, que permiten comprobar la evolución de los negocios y su capacidad de cumplimiento. La realidad puede apartarse poco, mucho o nada de lo planificado y estos desvíos pueden ser en más o en menos según las situaciones sean más favorables que las inicialmente presumidas o peor de lo estimado.

Con la norma legal vigente los compromisos adquiridos son inmodificables, no solo no se puede pretender que la concursada mejore su propuesta homologada aun cuando las condiciones lo permitan sino que el incumplimiento con un solo acreedor intransigente puede derivar en la quiebra.

Ni lo uno ni lo otro parece razonable especialmente cuando se cuenta con respaldos objetivos sobre las posibilidades del negocio; si las propuestas de pago consistieran en establecer las proporciones de apropiación de los excedentes entre los acreedores - según sus privilegios- y los accionistas, la buena performance de la empresa se convertiría en un objetivo común: los acreedores en esas condiciones podrían contribuir apoyando el concurso renovando el crédito posconcurzal y los accionistas podrían sentirse alentados a realizar aportes. Esta distribución consensuada de las “super utilidades” está alineada con los fundamentos del proceso concursal en tanto consolida la continuidad de la unidad económica con un régimen equitativo de distribución de los esfuerzos.

V. CRITERIOS PARA LA VALUACIÓN DE LAS PROYECCIONES

Para decidir hoy acerca de lo que se estima ocurrirá en el futuro es necesario reducir estos pronósticos a un valor presente. El valor presente así obtenido constituye un elemento concreto que será el punto de partida para las decisiones que los actores del proceso deban tomar. Porqué descontar? porque el dinero hoy no vale lo mismo que mañana, por el valor tiempo del dinero, es preferible tener el mismo dinero en el presente que tenerlo en el futuro; cuanto más vale tenerlo ahora? depende del costo que se asigna al riesgo y cuanto se pretende remunerar el capital. Por lo tanto un paso previo es seleccionar la tasa de descuento que se utilizará para el cálculo del valor actual.

1. Elección de la tasa de descuento.

La determinación de la tasa de descuento a utilizar es un tema central; la teoría sobre la estimación del costo del capital que se utiliza en las finanzas de empresas constituye un buen punto de partida para su estimación.

El riesgo y el valor económico del capital son los principales ejes de esta materia, el primero como medida de dispersión del resultado de un negocio o inversión tiene su correlato equivalente a través de la tasa de interés o retorno que premia dicho riesgo.

Para el caso en que la empresa esté en concurso preventivo la elección de la tasa de descuento requiere estudiar las condiciones de riesgo a la que está expuesto el negocio: habrá que considerar tanto los efectos positivos - tendientes a la recuperación del ente - por aplicación del régimen legal, como así también las dificultades operativas existentes reconocidas por la propia presentación y los impactos negativos que el “castigo” del mercado impone al ente concursado.

1.1. Tasa Libre de Riesgo o risk freee (rf)

La tasa libre de riesgo es un indicador objetivo que sirve como parámetro de comparación, es un estándar mínimo al que puede aspirarse en una inversión de capital; la utilización de esta tasa como elemento de referencia enriquece el análisis. En nuestro país su determinación resulta ciertamente difícil, en el mercado financiero local no se ha establecido ningún parámetro de este tipo para tomar como inversión libre de riesgo en el ámbito nacional, menos aun después de los drásticos episodios del año 2002. Una alternativa posible podría ser considerar la r_f (USA) + riesgo país; también parece razonable utilizar como tasa libre de riesgo el rendimiento de las Lebac – bajo el supuesto que el Banco Central no incumple en la propia moneda que emite-.

1.2. La tasa de descuento de los accionistas

El retorno de la inversión que puede pretender un inversor está en relación con el tipo de negocio y su riesgo.

El manejo de la incertidumbre del retorno de cierto activo se realiza a través de la teoría probabilística donde los posibles valores esperados tienen una frecuencia de ocurrencia, todo lo cual permite trabajar con atributos de la distribución de frecuencias: el valor medio probable o retorno esperado y la dispersión medida por el desvío estándar. Asimismo se pueden calcular el retorno esperado de un conjunto de activos (portafolio) y el desvío estándar del mismo, comprobando que el riesgo individual de cada uno es diferente del riesgo del conjunto (este seguramente menor en la medida que no se encuentren correlacionados); en ese sentido es posible calcular la relación de dependencia o independencia que vincula a cada activo integrante del portafolio. El concepto intuitivo de “diversificar riesgos” ampliando la cartera de tenencias de activos encuentra una clara representación en las covarianzas que miden como los retornos de pares de activos se mueven en conjunto.¹²: cuanto más diversos son los elementos menor es el riesgo del conjunto,

El CAPM (Capital Asset Pricing Model) es un modelo de equilibrio del precio de los activos financieros, y sirve para determinar el retorno de un activo en función a su riesgo, siendo la varianza la medida del riesgo no diversificable que es por otra parte el que es retribuido¹³, así pueden distinguirse dos fuentes de riesgo la propia de cada activo que derivan de su propia condición o característica y la proveniente de las cuestiones generales

¹² Elton Edwin , Gruber Martin “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis” John Wiley & Sons Inc. Fifth Edition. Leonard N Stern School of business New York University

¹³ Damodaran Aswath, “Investment Valuation” John Wiley & Sons Inc. 1996

del mercado que afectan a varios sino a todos los activos (por ejemplo una suba ó baja en la tasa de interés) aun cuando existan variantes del nivel de afectación a unos u otros.

El modelo se sustenta sobre varios supuestos, entre otros cabe mencionar: a) que hay un portafolio de mercado que contiene a la totalidad de los activos y expresa la total diversificación del riesgo intrínseco de cada activo, y b) que hay por lo menos una alternativa de inversión, no correlacionada con el mercado, libre de riesgo que importa un retorno mínimo a esperar.

En el primer supuesto que se señala en a) el riesgo del activo respecto del mercado se representa con β^{14} y expresa una medida estandarizada del riesgo no diversificable de un activo, matemáticamente corresponde a la covarianza del retorno del activo con el retorno conjunto de activos del mercado:

$$\text{Beta de un activo } i = \frac{\text{COV}_{im}}{\sigma_m^2}$$

Ahora bien, sabiendo que el β del mercado es 1, dado que la covarianza del mercado respecto de si mismo es 1, se puede medir el efecto de la inclusión de un activo en ese portafolio M, *existirán* activos más riesgosos que, incorporados al portafolio importen valores de β mayores a 1, y los más seguros exhibirán valores menores a 1.

Respecto del supuesto señalado en b), cabe asumir que existen activos libre de riesgo, si bien en nuestro mercado esto es de difícil justificación se acepta convencionalmente que por ejemplo los bonos de la tesorería de USA son activos cuyo retorno está libre de riesgo, en sentido nominal¹⁵. El retorno esperado de estos activos (risk free) se denota como $E_{(rf)}$ y es $> a 0$, con un desvío estándar $\sigma_{rf} = 0$

El modelo permite expresar el retorno esperado de cualquier activo como:

$E(R_i)^{16} = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$ donde el retorno de este activo puede descomponerse en dos términos el primero representado por el retorno esperado de un activo libre de riesgo, o retorno mínimo posible y el segundo con dos componentes el β que multiplica la diferencia entre el retorno del mercado y el libre de riesgo.

Para descontar los saldos disponibles o flujos de fondos residuales de los accionistas es apropiado utilizar la tasa de retorno esperada $E(R_i)$ cuya fórmula incluye el riesgo del negocio. La diferencia entre el valor actual del flujo de fondos calculado según

¹⁴ mide como varía el **retorno del** activo respecto del **retorno del** mercado.

¹⁵ libre de riesgo de default pero subsiste el riesgo de pérdida de poder adquisitivo

¹⁶ Como se desarrolla a continuación es la tasa a utilizar para descontar el flujo de fondos de los accionistas

el retorno esperado y el descontado a la tasa libre de riesgo representa el plus del negocio, que justifica el riesgo a asumir

El APM (Arbitrage Pricing Model) es otro modelo que también explica las diferencias en los retornos esperados de combinaciones de activos de diverso riesgo, este también supone que el retorno depende del riesgo propio del activo más el riesgo del mercado, pero considera que este último proviene de diversas fuentes como crecimiento en el producto bruto, inflación, tasas de interés y la medida de sensibilidad de cada activo a estos múltiples factores¹⁷. Es decir que en este caso se trabaja con múltiples medidas de sensibilidad de los activos a la inflación, a cambios en la tasa de interés etc. El CAPM es más restrictivo y capta el efecto del mercado a través de un solo factor, y por ello puede ser considerado un caso particular del APM.

1.3. La tasa de descuento de la firma

Para descontar los flujos de fondos de la firma se utiliza una tasa promedio ponderado WACC (weighted average cost of capital) o tasa costo ponderado que es la más apropiada dado que se trata de un valor que contempla la participación proporcional del costo del capital propio y del ajeno y por lo tanto refleja adecuadamente el costo total del capital.

La ventaja de calcular una tasa promedio es que pueden incluirse los costos de las distintas fuentes de financiamiento de la firma, con una ponderación según su efectiva participación en dicho financiamiento.

La fórmula tendrá tantos términos como fuentes alternativas de financiamiento; a su vez para el análisis de un plan de empresa concursada podrá construirse considerando un término para cada crédito con privilegio especial, según la tasa comprometida y uno para los quirografarios en su conjunto, usando la tasa ofrecida en la propuesta de pago.

$$WACC = i_{(p)} \frac{P}{V} + i_{(d1)} \frac{D_1}{V} + i_{(d2)} \frac{D_2}{V} + \dots + i_{(dn)} \frac{D_n}{V}$$

Donde:

P representa el capital propio y $i_{(p)}$ la tasa de retorno esperada por los accionistas

¹⁷ Damodaran Aswath, "Investment Valuation" John Wiley & Sons Inc. 1996

$D_{1...n}$ representa los distintos créditos: para los posconcursoales a valor de mercado y para los de causa o título anterior cabe considerarlos neto de la quita de la propuesta o en su caso, también a valor de mercado

$i(d_{1...n})$ representa las diversas tasas pactadas para cada crédito con privilegio especial, o la ofrecida en la propuesta para los quirografarios y

V el valor total de los bienes a valor de mercado

Detrás del concepto de “descuento”, hay una expectativa de compensación por la inversión de capital¹⁸ que si bien para el caso de empresas concursadas, la cuestión es más compleja, la metodología del costo del capital promedio ponderado (WACC weighted average cost of capital) ofrece una aproximación válida. El procedimiento para ser consistente debe tener presente las condiciones en que se elaboró el flujo de fondos proyectado que se pretende descontar, es decir los supuestos que se utilizaron. Otras cuestiones no menores a tener en cuenta son que deben: incluirse todas las fuentes de capital (propio, ajeno por deudas concursales o posteriores), considerarse los efectos impositivos, utilizar tasas nominales- porque los valores proyectados son nominales- para cada una de las fuentes de financiación, y prever los posibles cambios en la composición de la estructura de financiamiento.

1.4. La tasa de descuento desde el punto de vista de los acreedores.

Los acreedores también son actores en el proceso que realizan una evaluación de conveniencia, ésta es respecto de la propuesta de pago que realiza la concursada, siendo su decisión la de apoyar o no la continuidad del negocio. Para ello están en condiciones de evaluar los supuestos sobre los que se ha construido el plan presentado como flujo de fondos para el pago de sus créditos y exteriorizar esta evaluación a través de la tasa de descuento a utilizar que expresará su valoración del riesgo de la propuesta. En efecto, aquellos que entiendan que los supuestos no son válidos o que discrepan en cuanto a su verdadero alcance realizarán sus propios análisis previos a decidir; así podrán “castigar” el valor actual del flujo de fondos añadiendo un factor de riesgo que incremente la tasa de descuento. Por el contrario otros podrían considerar que los supuestos son conservadores y que por lo tanto las condiciones de ocurrencia son probables, en ese caso se podría morigerar la tasa de descuento, entendiendo que estaría asegurado el cobro en los plazos y condiciones previstas.

¹⁸ Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack “ Valuation Measuring and Managing the value of companies” 2º ed. John Wilwy & sons Inc.

El análisis desde el punto de vista de los acreedores debe considerar que: a) vieron postergadas sus expectativas iniciales de cobro, b) se ha configurado una real pérdida de rentabilidad, c) el acuerdo homologado importa la novación del crédito, d) su posibilidad de cobro está atada al resultado operativo y e) no tiene alternativa de inversión para el capital que ha prestado, salvo respecto a las porciones que va recuperando o si pudiera “vender” el crédito.

El valor actual del crédito obtenido por aplicación de la tasa de descuento es una medida del sacrificio del acreedor, y podría ser un referente para su valor de mercado, además es un valor útil en tanto puede compararse con la alternativa de cobro en la liquidación.

2. El análisis del Valor Actual Neto o VAN

El criterio del Valor Actual consiste en descontar los futuros flujos de fondos a una determinada tasa, lo que permite obtener un monto presente, equivalente al de esos fondos futuros.

Tal como se desarrolló, la tasa de descuento que corresponde utilizar varía según para qué y para quien se descuenta, también difiere la composición de los flujos de fondos de los accionistas, de la firma o negocio y el de los acreedores descriptos en el acápite IV.

Una vez descontados los flujos de fondos se obtiene un valor actual de esos ingresos futuros, para el análisis desde el punto de vista de los accionistas representa una medida de evaluación de su inversión, según el costo del capital que se ha calculado para el caso. Así, de la comparación de la “inversión” inicial y su capacidad de generar flujos de fondos, medidos a su valor actual surge un dato objetivo que permite tomar la decisión acerca de la conveniencia de la inversión: si el VAN es positivo implica que se ha generado valor, que la inversión ha cubierto el costo de oportunidad estimado por los accionistas.

$$VAN = -I_0 + \frac{FF_1}{1+k} + \frac{FF_2}{(1+k)^2} + \frac{FF_3}{(1+k)^3} \dots + \frac{FF_n + VT^*}{(1+k)^n}$$

*VT = Valor Terminal de los activos

Desde el punto de vista de la firma expresa el mayor valor que se obtendría habiendo considerado las fuentes alternativas de financiamiento. Cuanto mayor sea la tasa a la cual se descuenta, menor será el VAN; esto es intuitivamente evidente: si la tasa

promedio (WACC) obtenida es alta significa que el financiamiento es caro, y por lo tanto menor será el resultado “apropiable”.

Pero el análisis más interesante a los objetivos de este trabajo, es el que puede realizarse desde la visión de los acreedores, este resultado expresa algo diferente:

a) En primer lugar, no se trata de una inversión sino de un pasivo (puede verse como inversión forzosa) a cancelar con los excedentes de futuros flujos de fondos, con el concepto de continuidad de la empresa concursada. Es entonces P, para este particular caso, el primer término de la ecuación representando el pasivo del concurso:

$P = \sum Di$ Se parte del supuesto que la prioridad de cobro la tienen los acreedores

$$VAN = -P + \frac{FF_1}{1+i} + \frac{FF_2}{(1+i)^2} + \frac{FF_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{FF_n + VT}{(1+i)^n}$$

b) En segundo lugar hay que construir los flujos de fondos que reflejen el resultado de las operaciones post concursales considerando la atención de las deudas contraídas con posterioridad a la presentación en concurso y cuyo pago al vencimiento resulta imperativo para mantener el proceso concursal. Al descontar los flujos futuros de fondos conforme fueran proyectados y utilizando la tasa de descuento apropiada se está expresando la capacidad de la empresa de generar valor con sus operaciones, para compensar a los acreedores.

c) Caben algunos comentarios adicionales acerca del Valor Terminal.

Podría argumentarse que no corresponde, en el caso de una empresa concursada, considerar el valor terminal de los activos dado que no se está contemplando, en principio, la alternativa de liquidación, o por lo menos no como resultado a distribuir entre los acreedores, bajo el supuesto de continuidad de la explotación.

Sin embargo excluirlo importaría una visión incompleta, que contempla solo el análisis de capacidad financiera del ente en un plazo determinado, si éste es menor al que razonablemente cabe esperar como de actividad potencial de la empresa, entonces no se habría considerado su total capacidad económica.

Por otra parte, los bienes de la empresa son prenda común de los acreedores, excepto aquellos que garantizan en forma especial determinada deuda. Ahora bien, cómo debe calcularse el valor terminal y en qué periodo “n” debe incluirse son dos cuestiones que están muy relacionadas y merecen atención.

Una forma es estimar el valor que podría obtenerse por los activos que se prevé que existirán en un período terminal, es el valor neto de realización o valor posible

de mercado. Este valor de liquidación debe contemplar por un lado el desgaste y deterioro de los bienes, como así también la pérdida de valor por obsolescencia tecnológica, y por el otro el mayor valor de reposición por efecto de la inflación. La limitación que presenta no es solo la dificultad para realizar estas estimaciones a futuro sino fundamentalmente que el valor así obtenido no refleja su capacidad de generar rentabilidad.

El valor contable -aun cuando se puedan estimar las amortizaciones y las altas y bajas de bienes-, tampoco alcanza para reflejar un valor terminal aceptable en tanto es el producto de la aplicación de normas contables que responden a criterios de prudencia que pueden ser distintos de los valores reales.

La valuación “relativa” es otra forma de estimar el valor terminal de los activos, y se basa en el uso de múltiplos o valores comparables. Dividiendo el patrimonio neto por el número de acciones se obtiene el valor de cada acción, que puede diferir del precio de mercado dependiendo de la situación general de éste o particular del sector.

Este valor, si bien sencillo de obtener, para que pueda ser comparado con los de otras empresas, debe ser estandarizado relacionando el precio de mercado con por ejemplo las ganancias que produce cada acción: P/E “*price earnings ratio*” que es una medida de rendimiento dado que expone la relación entre el precio y las ganancias por acción; así se obtiene un múltiplo que es un indicador o valor de rendimiento comparable.

La limitación que tiene este indicador es que no puede utilizarse en los casos en que las empresas arrojen pérdidas o no generen ganancias.

Cuando se trata de valuar toda la firma y no solo el patrimonio neto, hay que relacionar su valor con los ingresos operativos que produce o con el EBITDA, y se obtiene otro indicador de rendimiento para el total de los activos.

El método más aconsejable para estimar el valor terminal es el de calcular los flujos de fondos futuros como una perpetuidad. En este modelo se estima que por un período largo de tiempo la empresa mantendrá un nivel estable de operaciones, es utilizado para valuaciones de empresas “maduras” con riesgo menor al del mercado y que no prevén retornos extraordinarios. Esta forma de valuar logra captar el potencial a futuro, el riesgo y las oportunidades, es la mejor alternativa de valuación bajo el supuesto de continuidad de la actividad frente a la de liquidación que es más propia de una quiebra.

$$\text{El VT en el momento } n \text{ será } VT = \frac{FF_{n+1}}{i}$$

lo que implica descontar los flujos de fondos como una perpetuidad a una tasa i .

Cabe entonces abordar la cuestión de en qué momento o período incorporar el valor terminal, cuando se trata de un proceso concursal. Una alternativa es incorporar este valor terminal en el momento en que se estima que la empresa alcanza su equilibrio y que logra superar sus desfasajes, pero más apropiado es incluir en la fórmula el Valor Terminal en el período en que se termina de pagar el acuerdo. De esta manera, al momento de evaluar la propuesta el VAN va a exponer no solo la capacidad de pago de todos y cada uno de los períodos sino que al incluir el VT se está considerando un valor adicional de la empresa cuyos bienes, como se mencionó, son respaldo de los acreedores.

Si el VAN es positivo está mostrando que la deudora no solo tiene capacidad para pagar su pasivo en el plazo establecido sino que además existen excedentes.

Por el contrario si el VAN así construido fuera negativo estaría indicando que las operaciones posconcursoales no pueden generar resultados suficientes para cancelar la totalidad de la deuda concursal en el plazo estimado. Cabe entonces considerar la posibilidad de introducir una quita que disminuya el valor de P o bien ampliar el plazo de pago calculando nuevos flujos de fondos por más períodos.

d) El tercer paso para completar el análisis consiste en introducir en los flujos de fondos ya estimados, la propuesta de pago. Previo a ello, conviene, realizar una primer evaluación que es calcular el valor actual de las cuotas concursales, descontadas a la tasa elegida y compararlo con el pasivo P: Si $P > VACC$ (valor actual de cuotas concursales) implica que hay una quita implícita; si $P = VACC$ se estaría cancelando la totalidad del pasivo; por el contrario si $P < VACC$ no solo se estaría cancelando el pasivo sino que se estaría además agregando un valor accesorio que puede estimarse y expresarse como el resultado de la adición de intereses.

Aclarada la cuestión relacionada con el quantum que se cancelaría con la propuesta elaborada por la deudora corresponde analizar cuánto podría pagar y cuando; para ello debe introducirse en los flujos de fondos la atención de las cuotas según montos y vencimientos previstos en la propuesta de la deudora. La primera cuestión a revisar es si aparecen, en algún período, saldos negativos; si fuera así estaría indicando que, en principio esa cuota podría ser de difícil cumplimiento, excepto que se prevean aportes o inversiones adicionales o bien acumulación de excedentes de períodos anteriores a ser aplicados al período deficitario.

Una vez “equilibrados” los flujos de fondos se deben descontar a la tasa promedio, si el VAN es positivo está indicando que la deudora tiene capacidad para mejorar su propuesta de pago. Cabe aquí considerar alternativas de mejoras que sean

viales y compatibles con las condiciones generales del negocio. Este es un proceso dinámico que admite sucesivos ajustes, se pueden introducir diversas alternativas de pago de cuotas hasta adecuar las posibilidades de la deudora a las condiciones generales del negocio (su estacionalidad, la necesidad de implementar los cambios que permitan alcanzar ecuaciones positivas, el tiempo para la consolidación de los cambios, etc.) y se armonicen con las expectativas de los acreedores.

Por último, un valor de VAN negativo, para esta ecuación, no aporta mucha información dado que solo está indicando que los excedentes luego de pagar las cuotas concursales son inferiores a la deuda.

Sin embargo, un dato interesante se puede obtener relacionando el valor actual de los flujos de fondos y el pasivo, en efecto calculando $VAFF / P$ se obtiene un valor que permite dimensionar la importancia de los excedentes respecto del pasivo. Si además se lo expresa en forma de porcentaje $VAFF \times 100 / P$ se contará con un dato concreto para evaluar cuanto podría mejorarse la propuesta, esta información es de indudable valor para la decisión de los magistrados.

3. La Tasa Interna de Retorno o TIR

La tasa interna de retorno TIR es otra medida de utilidad, expresa la rentabilidad del flujo de fondos descontados, es la tasa que iguala a cero el Valor Actual Neto de un proyecto.

Esto es:

$$VAN = -P + \frac{FF_1}{1 + TIR} + \frac{FF_2}{(1 + TIR)^2} + \frac{FF_3}{(1 + TIR)^3} \dots + \frac{FF_n}{(1 + TIR)^n} = 0$$

En esta fórmula la incógnita es precisamente la tasa, que recupera la inversión inicial en los n períodos estimados para el proyecto.

Este valor resulta de interés como dato para comparar con otras tasas de inversión del mercado, y constituye una medida de rendimiento propio esperado de la empresa en la continuación de su actividad.

Para el caso de un plan de empresa concursada, el dato aporta un valor relativo, dado que no hay retorno de inversión para evaluar, la relación se debería establecer respecto del pasivo. En ese caso, el análisis tendrá las siguientes particularidades: a) el saldo de libre disponibilidad del FF (flujo de fondos de cada período) es el neto de las reinversiones necesarias para la continuidad de la empresa. En un primer paso es conveniente no incluir los pagos de cuotas concursales, dado que así puede ser una

medida para evaluar la rentabilidad de las operaciones proyectadas y su relación con la deuda a cancelar, es decir la capacidad de pago del propio negocio. b) Se calcula el FF de la firma, es decir no se incluyen pagos de dividendos ni distribución de ganancias a los accionistas. c) El FF deberá calcularse considerando las nuevas deudas posconcursoales (tanto el ingreso de los fondos como los egresos por pago de intereses o amortizaciones de capital y d) P representa el “préstamo” forzoso que realizaron los acreedores o sea la sumatoria del pasivo concursal.

La tasa será entonces un indicador de la capacidad de cancelar las deudas concursales que tiene el negocio en el plazo establecido en el plan bajo el supuesto de continuación de la actividad. Es importante tener en cuenta que al calcularla se está asumiendo un supuesto que no es válido: que durante el plazo de análisis, no se pagan las deudas concursales y que por lo tanto los saldos de los flujos de fondos se mantienen “invertidos” durante dicho plazo, para ser aplicados a su término íntegramente a la cancelación de las deudas concursales.

Este supuesto entra en contradicción con la prioridad de cobro que tienen los acreedores, por lo que cabe hacer un nuevo cálculo incluyendo pagos de cuotas concursales en los flujos de fondos, la TIR sería una medida de rentabilidad que expresa no solo la capacidad de pago sino además de retorno, respecto del pasivo toda vez que los flujos de fondos - netos de cuotas concursales- descontados a la TIR igualan a éste. Si el análisis se realiza desde el punto de vista de los acreedores del concurso, se trata de una tasa que aporta un parámetro acerca de la oportunidad de recupero del crédito; si por otra parte se lo considera desde el punto de vista de la deudora, indica la capacidad del negocio para seguir funcionando y cancelando el pasivo.

Esta tasa aporta información para el análisis de las condiciones de la propuesta y los debates acerca de su abusividad. Se obtiene un valor que sirve de parámetro para ser comparado con tasas de mercado y demás alternativas financieras, por ejemplo con la WACC, permitiendo establecer premisas equitativas respecto del modo de apropiación de los excedentes.

Este resultado es de utilidad para el análisis de la alternativa de los accionistas de liquidar la empresa frente a continuar con la actividad, si la tasa del negocio resulta inferior al costo de oportunidad del mercado. La ventaja de este “estándar de rentabilidad” es que permite evaluar los sacrificios a través de la medida del costo, verificando por un lado que no resulten confiscatorios para los acreedores quienes por otra parte deberán

asumir que se trata de una inversión “desafortunada” con una pérdida en el costo de oportunidad que no resulta razonable pretender recuperar de una empresa concursada.

Cabe resaltar que este valor debe ser utilizado con prudencia atento que la fórmula encierra algunos supuestos que, en el particular análisis de la empresa concursada, pueden conducir a interpretaciones erróneas.

Por un lado la fórmula arroja varios resultados cuando hay flujos de caja positivos y negativos; además la cuestión temporal es esencial y pone de manifiesto las distintas alternativas: mayor rendimiento por un plazo menor, o menor rendimiento pero durante más períodos. Estas son las mismas opciones que se plantean al momento de decidir una inversión financiera, en la cual la expectativa acerca del comportamiento futuro de las tasas de interés es un variable fundamental. En el cálculo de la TIR hay un supuesto subyacente que la tasa no sufre modificaciones en el plazo en que se analizan los flujos de fondos, es decir se asume una tasa constante (o promedio) durante todo el espacio temporal de estudio, esto también ocurre cuando se utiliza la WACC.

Por último habría que realizar los ajustes necesarios, teniendo en cuenta que en el cálculo de la tasa interna de retorno para el estudio de proyectos de inversión, se asume como supuesto de trabajo que los excedentes se reinvierten a la misma tasa, lo cual en general no ocurre y tampoco en el caso de un plan de empresa concursada que aplica sus excedentes (o parte de ellos) a la cancelación del pasivo concursal. Este efecto se puede corregir considerando los flujos resultantes netos del pago de las cuotas concursales.

Algunos de estos inconvenientes pueden superarse con la aplicación de la TIR MODIFICADA¹⁹, esta fórmula calcula el valor futuro de los flujos de fondos positivos a la tasa que representa el costo de oportunidad y hasta el término del plazo del proyecto; los flujos negativos se proyectan a la tasa de financiamiento kd y hasta el mismo plazo. Entonces la TIRM es la tasa que descuenta los valores finales de los flujos positivos y negativos igualándolos con la inversión inicial- para el caso con la deuda concursal- por lo cual, ya no se debe asumir la reinversión de fondos a la misma tasa y además se resuelve el problema de los flujos negativos.

El valor informativo de la TIR para analizar proyecciones de empresas concursadas y evaluar su capacidad de pago es relativo y debe interpretarse con prudencia y en forma conjunta con otros parámetros. Sin embargo, puede ser de utilidad como valor de referencia y para comparar distintas alternativas de pago que contemplen quitas

¹⁹ Lopez Dumrauf Guillermo. Técnicas de Evaluación de Proyectos de Inversión 2ª Edición Actualizada y Ampliada La Ley 2006.

(diversos Pasivos P) y plazos (n). La TIRM supera algunas de las limitaciones y mejora el valor informativo,

4. La Tasa de rentabilidad o índice de costo-beneficio

Esta es otra medida de rendimiento que puede ser de utilidad para el análisis de las condiciones del plan de empresa. Este indicador se calcula con la siguiente fórmula:

$$\text{Tasa de rentabilidad} = \frac{\text{Valor Actual}}{I_0}$$

El Valor Actual de los flujos de fondos divididos por la inversión, muestra el rinde o recupero de un capital; es un cálculo simple que brinda un dato relevante para el estudio de proyectos. Ahora bien, para su cálculo se requiere que previamente se defina a qué tasa se descuentan los flujos de fondos para su actualización. Además deberán definirse cuantos períodos se incluirán en el cálculo, teniendo en cuenta que considerar un horizonte más allá de 10 años, no resulta conveniente dado que los valores de períodos tan lejanos pueden resultar irrelevantes respecto del total.

Para el estudio de un plan de empresa en régimen concursal este indicador expresa una medida interesante para que los acreedores puedan conocer la capacidad del negocio para pagar las deudas. La inversión inicial puede sustituirse la deuda concursal a su valor verificado asimilándole a un préstamo forzoso que realizan los acreedores. La tasa así obtenida expresa el rendimiento de los préstamos invertidos en el negocio,

5. La teoría de valuación de opciones

Este modelo, aporta una visión diferente sobre el tema valuación y es de especial utilidad para determinados casos en que el valor actual de los flujos de fondos estimados no permite aproximaciones válidas, por ejemplo, cuando determinados activos derivan su valor de otros, o los flujos de fondos están expuestos a determinados eventos.

Así las cosas, en los casos de empresas muy endeudadas, con resultados negativos pero con activos de relevancia económica es pertinente la aplicación del modelo de opciones que amplía las posibilidades de reconocer valor aun en casos de patrimonio neto negativo. En efecto, cuando los inversores/accionistas tienen su responsabilidad limitada lo máximo que pueden llegar a perder son los fondos aportados y las reinversiones, la alternativa es liquidar y pagar las deudas y los acreedores lo máximo que podrán obtener es el resultado de esa liquidación neto de los costos que demande:

$V < D$ \longrightarrow todo lo que se obtiene liquidando V se destina a la cancelación de D , pero si V es muy inferior a D éstos tampoco encontrarán satisfacción suficiente.

Sin embargo, utilizando los conceptos de opciones, se introduce una alternativa: que la firma puede llegar a tener valor; ello así porque se considera la posibilidad que el total de los activos se incrementen en determinado tiempo y bajo determinadas condiciones llegando a ser superiores a la deuda: $A_t > D_t$.

En ese caso, y teniendo en cuenta el límite de la responsabilidad de los accionistas, el valor de las acciones puede ser visto como una opción de compra que tienen los accionistas, cuyo activo subyacente es el valor de la firma (A) con un precio de ejercicio D igual al valor de los pasivos y plazo de vencimiento concurrente con el de la deuda o en su caso el previsto en la propuesta.

Planteado en estos términos los accionistas tienen el derecho, pero no la obligación, de ejercer su opción de compra el día del vencimiento de la obligación, en tanto $A_t - D_t > 0$; esto implica que asumen el pago de la deuda quedándose con la propiedad de la firma y el excedente de los activos respecto de los pasivos. En el caso opuesto, en que el valor de mercado de la firma (A) resultare inferior al valor de la deuda (D), los accionistas no tendrían incentivo para ejercer la opción, y en consecuencia los acreedores se apropian de la firma asumiendo el quebranto en tanto no alcanzan a cobrar el total de su crédito

Para la aplicación de esta teoría se requiere considerar que:

- a) solo hay dos con derecho a cobrarse: los titulares de deuda y los de las acciones, éstos subordinados a los primeros.
- b) la deuda está cuantificada y tiene fecha de cancelación sin cláusulas especiales.
- c) la dispersión del valor puede ser estimada

Es precisamente este último concepto el que al incorporarse en este modelo le otorga una alternativa de valor a aquello que de otra manera no valdría nada.

Para su estimación hay que contar con los siguientes datos:

1. Valor de la firma, se ha señalado que en estos casos particulares este valor puede ser de difícil determinación por eso pueden considerarse distintas alternativas: un valor intermedio entre deuda y patrimonio neto si ambos tuvieran un valor de mercado; o el valor de liquidación de los activos neto de sus costos o bien comparar si existieran activos similares cual podría ser el valor por el cual un tercero podría tener interés en

comprar. Otra alternativa es vía flujos de fondos proyectados, en todos los casos el valor debe estimarse a la fecha de ejercicio.

2. La varianza de la firma, es decir su volatilidad, cuanto más y cuanto menos puede esperarse de su actividad, las empresas altamente endeudadas están más expuestas a altas variaciones, y es precisamente esta alternativa de “altas” que este modelo permite captar.

3. Vencimiento de la deuda, es importante contar con un plazo máximo de vencimiento para toda la deuda.

4. Un valor total de deuda. Para los casos de empresas concursadas se cuenta de manera precisa con el dato de la deuda y su vencimiento.

El valor de la firma se puede calcular tal como ya se ha comentado, por otra parte para contar con un valor que refleje la volatilidad de los resultados cabe tener presente los antecedentes de la empresa, la performance de los “años buenos” y las alternativas de expansión y recuperación tras la crisis. Estos son aspectos que considerados en las proyecciones pueden exteriorizar este concepto de oportunidad que los accionistas pueden captar a través del ejercicio de la opción.

Con estos datos y considerando algunas circunstancias especiales puede estimarse el valor de una opción de compra, en la alternativa que los accionistas pretendan recuperar parte del valor o también la de venta por parte de los acreedores si estos quisieran garantizarse el cobro de su deuda.

Así por ejemplo, dado el caso de una empresa concursada, con:

- * un valor estimado de liquidación de los activos, A
- * un total de deuda que será el precio de ejercicio $D=E$
- * un plazo máximo acordado con los acreedores t
- * una Varianza estimable del valor de la firma σ^2
- * y una tasa de interés libre de riesgo

Se puede calcular un valor para la opción de compra basado en el modelo de Black -Sholes que estima los valores de (d_1) , (d_2) y $N(d_1)$, $N(d_2)$

$$\text{Valor de la opción de compra} = A \times N(d_1) - D e^{-(r \times t)} \times N(d_2)$$

En este escenario, si en el plazo t el valor de A es mayor al del precio de ejercicio, los titulares ejercerán la opción, en caso contrario corresponderá la liquidación y la cancelación de la deuda con su producido. Tanto unos como otros en lugar de competir por la apropiación del valor comparten un objetivo común: intentar que la alternativa de

mejores resultados se verifique y captar ese mayor valor y mejorar la retribución de ambos. Esto mismo puede pensarse para empresas muy endeudadas que aun no han recurrido a la solución concursal y podrían plantear esta visión alternativa en una negociación privada con los acreedores, estableciendo un plazo y un precio de ejercicio además de los otros parámetros, en la búsqueda de aprovechar el posible mayor valor.

La teoría de valuación de opciones permite medir cuanto vale hoy poder tomar una decisión mañana

Las variantes son muchas y dependen además de diversas circunstancias, el tipo de negocio, y de las particularidades del caso: cuándo se valúa, quien es el estimador y con qué fin realiza tal estimación.

VI. LA ALTERNATIVA DE LIQUIDACIÓN

1. Armonización de intereses: Deudora vs. Acreedores

La decisión de los acreedores se completa con un dato adicional: el valor que se podría alcanzar con la realización de los bienes. Esta es una referencia de interés dado que permite cuantificar el dividendo concursal, en la alternativa que se liquiden los activos; es además, un valor comparable con el valor actual del flujo de fondos excedentes:

Valor actual realización de bienes Vs. Valor actual del flujo de excedentes

Si: $VARB > VAFE \rightarrow$ los acreedores podrían preferir la quiebra

Si: $VARB < VAFE \rightarrow$ los acreedores podrían preferir la continuación de la actividad

Se trata de datos contrastables dado que tanto uno como el otro están calculados a un mismo momento T_0 y además en ambas hipótesis se debe contemplar la aplicación de prioridad en la apropiación de los resultados para el pago de los créditos con privilegios especiales de prenda o hipoteca. Se cuenta con elementos que mejoran la información para decidir acerca de aprobar o rechazar la propuesta.

El primer caso, la decisión racional es la de liquidar, que es asimilable a la opción de abandono en el cual el valor residual de los bienes, neto de los gastos de liquidación y cierre es mayor a los excedentes a obtener con la continuidad de la explotación; en la otra alternativa el resultado que puede generar el negocio justifica la postergación en el cobro, en las condiciones de la propuesta.

2. Acreedores privilegiados Vs. Acreedores quirografarios

Pero no solo es una cuestión de juego de intereses de deudora vs. Acreedores sino que también intervienen las pretensiones de acreedores privilegiados vs. Acreedores quirografarios. Así por ejemplo:

a) $PE < AAP$ si los pasivos con privilegio especial son inferiores a los activos asiente de esos privilegios, los acreedores privilegiados preferirán la liquidación de los bienes.

b) $PE > AAP$ si los pasivos privilegiados especiales fueran superiores a los valores de realización de los activos, los acreedores podrían preferir cobrar de la continuidad del negocio, y no del producido de la venta de los bienes.

Si con la continuación de la actividad se generaran excedentes suficientes, según del plan de negocios proyectado como flujo de fondos y los montos fueran superiores a los necesarios para cancelar los pasivos privilegiados en plazos menores o iguales a los que demandaría la liquidación individual de los bienes, podría suponerse que en un esquema de decisión racional los acreedores quirografarios podría preferir hacer el esfuerzo postergando temporalmente el cobro de sus créditos y “adquirir” los bienes gravados, para el proceso como generadores de excedentes para su apropiación.

Los acreedores quirografarios estarían ejerciendo una opción de compra de los derechos de los privilegiados sobre dichos bienes hasta el límite de sus créditos: en la alternativa señalada como a) los acreedores privilegiados podrán pretender la cancelación plena de sus créditos con costas y gastos si se hubieran devengado, más los intereses posteriores a la presentación en concurso.

En la alternativa b) la opción es de los acreedores privilegiados pero si del plan proyectado surge que con la continuidad de la explotación, las expectativas de cobro de los quirografarios son altas, éstos podrían igualmente ejercer la opción de compra por los bienes - el límite quedaría establecido hasta el valor de realización de los activos - conservarlos para el negocio teniendo en cuenta que los saldos insolutos de los acreedores privilegiados concurrirían como quirografarios. Con proyecciones serias y fundadas, los jueces contarían con respaldo técnico para incidir sobre los acreedores privilegiados para “vender su opción de ejecución” contra la masa.

Estas alternativas tienen como fundamento la continuidad de la explotación a partir de la conservación de los bienes para que sea aplicada a la misma.

La armonización de los intereses de deudora y acreedores es la base de la norma concursal y en estas ideas se proponen mecanismos que buscan nuevas formas de solución. Además se reconoce un supuesto básico que es que el conjunto de bienes, tanto físicos como intangibles, afectados a una explotación representan un valor mayor que sus partes, es más algunos intangibles directamente se diluyen o desaparecen con el cese de la actividad.

3. La preferencia de pago a los acreedores laborales

El modelo de flujo de fondos calculado para mantener la empresa en marcha, que se ha venido desarrollando, atendiendo todos los compromisos operativos, y considerando a los excedentes resultantes como montos “apropiables” por los acreedores con la prelación y prioridad que los privilegios legales les atribuyen, es el que debe utilizar el síndico para elaborar el informe previsto en el artículo 14 inciso 12²⁰ LC y Q y dar respuesta al requerimiento del tribunal respecto a la procedencia de los pronto pagos laborales, artículo 16 LC y Q²¹. En éste, la ley prevé que el síndico elabore un plan de pagos proporcional a los créditos y privilegios, además de realizar un control mensual “...a los efectos de abonar la totalidad de los pronto pagos o modificar el plan presentado”. Es evidente que el concepto de fondos líquidos disponibles está referido a los saldos resultantes después de haber atendido los compromisos posconcursoales que constituyen un requisito para garantizar la continuidad de las operaciones.

²⁰ 12) El síndico deberá emitir un informe mensual sobre la evolución de la empresa, si existen fondos líquidos disponibles y el cumplimiento de las normas legales y fiscales. (Inciso incorporado por art. 2° de la [Ley N° 26.086](#) B.O. 11/4/2006)

²¹ ARTICULO 16. **Artículo 16: Actos prohibidos.** El concursado no puede realizar actos a título gratuito o que importen alterar la situación de los acreedores por causa o título anterior a la presentación. **Pronto pago de créditos laborales.** Dentro del plazo de diez (10) días de emitido el informe que establece el artículo 14 inciso 11), el juez del concurso autorizará el pago de las remuneraciones debidas al trabajador, las indemnizaciones por accidentes de trabajo o enfermedades laborales y las previstas en los artículos 132 bis, 212, 232, 233 y 245 a 254, 178, 180 y 182 del Régimen de Contrato de Trabajo aprobado por la ley 20.744; las indemnizaciones previstas en la ley 25.877, en los artículos 1° y 2° de la ley 25.323; en los artículos 8°, 9°, 10, 11 y 15 de la ley 24.013; en el artículo 44 y 45 de la ley 25.345; en el artículo 52 de la ley 23.551; y las previstas en los estatutos especiales, convenios colectivos o contratos individuales, que gocen de privilegio general o especial y que surjan del informe mencionado en el inciso 11 del artículo 14. Para que proceda el pronto pago de crédito no incluido en el listado que establece el artículo 14 inciso 11), no es necesaria la verificación del crédito en el concurso ni sentencia en juicio laboral previo. Previa vista al síndico y al concursado, el juez podrá denegar total o parcialmente el pedido de pronto pago mediante resolución fundada, sólo cuando existiere duda sobre su origen o legitimidad, se encontraren con trovertidos o existiere sospecha de connivencia entre el peticionario y el concursado. En todos los casos la decisión será apelable. La resolución judicial que admite el pronto pago tendrá efectos de cosa juzgada material e importará la verificación del crédito en el pasivo concursal. La que lo deniegue, habilitará al acreedor para iniciar o continuar el juicio de conocimiento laboral ante el juez natural. No se impondrán costas al trabajador en la solicitud de pronto pago, excepto en el caso de connivencia, temeridad o malicia. Los créditos serán abonados en su totalidad, si existieran fondos líquidos disponibles. En caso contrario y hasta que se detecte la existencia de los mismos por parte del síndico se deberá afectar el tres por ciento (3%) mensual del ingreso bruto de la concursada. El síndico efectuará un plan de pago proporcional a los créditos y sus privilegios, no pudiendo exceder cada pago individual en cada distribución un monto equivalente a cuatro (4) salarios mínimos vitales y móviles. Excepcionalmente el juez podrá autorizar, dentro del régimen de pronto pago, el pago de aquellos créditos amparados por el beneficio y que, por su naturaleza o circunstancias particulares de sus titulares, deban ser afectados a cubrir contingencias de salud, alimentarias u otras que no admitieran demoras. En el control e informe mensual, que la sindicatura deberá realizar, incluirá las modificaciones necesarias, si existen fondos líquidos disponibles, a los efectos de abonar la totalidad de los pronto pagos o modificar el plan presentado. **Actos sujetos a autorización.** Debe requerir previa autorización judicial para realizar cualquiera de los siguientes actos: los relacionados con bienes registrables; los de disposición o locación de fondos de comercio; los de emisión de debentures con garantía especial o flotante; los de emisión de obligaciones negociables con garantía especial o flotante; los de constitución de prenda y los que excedan de la administración ordinaria de su giro comercial. La autorización se tramita con audiencia del síndico y del comité de control; para su otorgamiento el juez ha de ponderar la conveniencia para la continuación de las actividades del concursado y la protección de los intereses de los acreedores. (Artículo sustituido por art 5° de la [Ley N° 26684](#) B.O. 30/6/211)

Es precisamente este estudio el que hay que realizar para dar respuesta a este requerimiento legal.

Para completar el análisis cabe una consideración referida a la evaluación que se realiza respecto al pago de deudas prendarias o hipotecarias y el aplazamiento de los pronto pago laborales. Es necesario aclarar que en la postura que se desarrolla se propone considerar la cancelación de los créditos con privilegio especial en las condiciones pactadas y conforme lo admite la norma legal²², esto implica dar preferencia al pago de deudas prendarias o hipotecarias y solo una vez atendidos los mismos considerar los saldos como fondos líquidos disponibles para los pagos de los pronto pago laborales. Si bien la ley no aclara como deben calcularse los excedentes, el plazo temporal que transcurre hasta la verificación de los créditos - artículo 21 *in fine*- implica que pueden estimarse postergaciones en el pago de estos créditos; salvo que se contara con un acuerdo diferente con los acreedores privilegiados, el cual de existir, también debería volcarse en el modelo.

4. La estimación del valor de los activos.

Las fórmulas que se han presentado tienen en todos los casos un primer término de la igualdad que se representa con una “A” y equivale al valor de los activos: a) $A = PN$; b) $A = D + PN$; c) $A = D$

Se han desarrollado para cada uno de los casos las consideraciones de los flujos de fondos, y se ha explicitado que el valor de mercado de los Activos, puede estimarse a partir del valor actual de los mismos. Esta estimación contempla la totalidad de los bienes, toda vez que se construye en base a las expectativas de fondos que pueden generar los activos en su conjunto: incluye no solo patentes y licencias cuyos valores pueden ser

²² ARTICULO 21.- Juicios contra el concursado. La apertura del concurso produce, a partir de la publicación de edictos, la suspensión del trámite de los juicios de contenido patrimonial contra el concursado por causa o título anterior a su presentación, y su radicación en el juzgado del concurso. No podrán deducirse nuevas acciones con fundamento en tales causas o títulos. Quedan excluidos de los efectos antes mencionados: Los procesos de expropiación, los que se funden en las relaciones de familia y las ejecuciones de garantías reales; 2. Los procesos de conocimiento en trámite y los juicios laborales, salvo que el actor opte por suspender el procedimiento y verificar su crédito conforme lo dispuesto por los artículos 32 y concordantes; 3. Los procesos en los que el concursado sea parte de un litis consorcio pasivo necesario. En estos casos los juicios proseguirán ante el tribunal de su radicación originaria o ante el que resulte competente si se trata de acciones laborales nuevas. El síndico será parte necesaria en tales juicios, excepto en los que se funden en relaciones de familia, a cuyo efecto podrá otorgar poder a favor de abogados cuya regulación de honorarios estará a cargo del juez del concurso, cuando el concursado resultare condenado en costas, y se regirá por las pautas previstas en la presente ley. En los procesos indicados en los incisos 2) y 3) no procederá el dictado de medidas cautelares. Las que se hubieren ordenado, serán levantadas por el juez del concurso, previa vista a los interesados. La sentencia que se dicte en los mismos valdrá como título verificadorio en el concurso. **En las ejecuciones de garantías reales no se admitirá el remate de la cosa gravada ni la adopción de medidas precautorias que impidan su uso por el deudor, si no se acredita haber presentado el pedido de verificación del crédito y su privilegio.** (Artículo sustituido por art. 4° de la [Ley N° 26.086](#) B.O. 11/4/2006)

(Nota **Infleg**: por art. 9° de la [Ley N° 26.086](#) B.O. 11/4/2006 se establece la aplicación de las modificaciones introducidas por dicha ley a los juicios excluidos del presente artículo)

estimados de manera más o menos precisa sino además el valor del *know how* técnico y de gestión, el recurso humano capacitado y especializado, la cartera de clientes, su fidelización, conceptos éstos que producen ingresos o regalías. Este tipo de estimación además puede variar si se cuenta con información específica y privilegiada, o si existen alternativas de sinergia con otras empresas o grupos habría un valor adicional solo aprovechable para ese particular caso.

Sin embargo el valor de realización o liquidación puede diferir del anterior, este “precio” está sujeto a variaciones tanto por la forma de realización de los bienes: en conjunto o por partes o en forma individual; como trámite judicial o privado, como por sus condiciones intrínsecas que siendo únicos o especiales pueden tener pocos, uno o ningún interesado en el mercado; así es que hay activos que valen más de lo que cuestan o tienen un valor diferente para unos que para otros, todo ello es materia de estudio en la Teoría del Valor.

El valor de reposición indica el costo de compra de los bienes, puede ser de fácil determinación en los casos de bienes con mercado conocido y transparente pero puede ser difícil para bienes específicos o autogenerados.

PALABRAS FINALES

La temática de los procesos concursales es específica y materia de estudio de especialistas, fundamentalmente abogados y contadores. La evaluación de proyectos de inversión también es una especialidad, solo que convoca a perfiles profesionales distintos, economistas e ingenieros, y también materia de competencia de licenciados en administración y contadores.

Esta super especialización de unos y otros ha sido probablemente la causa por la cual los desarrollos temáticos transcurren como compartimentos estancos y separados sin aportes ni enriquecimiento en las materias.

La problemática de las crisis empresarias puede ser abordada de diversas maneras, una primera distinción a hacer es si la solución es judicial o no; en este último caso los consultores, expertos y asesores utilizan las herramientas y los conocimientos técnicos que las diversas disciplinas aportan y de las cuales se han desarrollado los principales aspectos. Sin embargo, en el ámbito de los Tribunales poco o nada se aplica de dichos saberes afectando la calidad de los procesos, todo lo cual también fue específicamente señalado en el trabajo.

Las particularidades que tiene el tratamiento de las crisis empresarias en el ámbito judicial, y la variedad y cantidad de disciplinas involucradas en la evaluación de

proyectos ha sido probablemente la principal barrera que no ha sido superada por los profesionales que trabajan en uno y otro ámbito y que los ha mantenido aislados.

Cabe mencionar que es claro, que el esfuerzo debe provenir de aquellos que, con competencia en el tratamiento de los procesos concursales, reconozcan la importancia de mejorarlo, precisamente por medio del enriquecimiento que aportan las técnicas de la evaluación de proyectos a estos casos específicos: de eso se trata este trabajo.

BIBLIOGRAFÍA

Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack “ Valuation Measuring and Managing the value of companies” 2º ed. John Wilwy & sons Inc

Damodaran Aswath “Investment Valuation” Tools & techniques for determining the value of any asset. John Wiley & sons. 1996

Edwin Elton , Gruber Martin “Modern Portfolio Theory and Investment Analysis” John Wiley & Sons Inc. Fifth Edition. Leonard N Stern School of business New York University

Fontaine Ernesto “Evaluación social de proyectos” Ediciones Universidad Católica de Chile Año 1999

Giussarri Adrian C. Temas de Management Volumen III 7/2005 CIMEeI UCEMA

Harberger Arnold “Project Evaluation – Collected Papers” Midway Reprint The University of Chicago Press

Krugman Paul, Economía Internacional, Teoría y Política 2000 5ª/ 2001 5ª Mac Graw-Hill/Addison-Wesley/ Pearson Educación

Ley 24.522 y sus modificaciones Leyes 24.760, 25.113, 25.374, 25.563, 25.589 y 26.068

Lopez Dumrauf Guillermo. Técnicas de Evaluación de Proyectos de Inversión 2ª Edición Actualizada y Ampliada La Ley 2006.

Luerhman Timothy A. Using APV: A better tool for valuing operations. HARVARD BUSINESS REVIEW may-june 1997

Nassir Sapag Chain Evaluación de Proyectos de Inversión en la Empresa,

Pasqual Joan La evaluación de Políticas de proyectos Criterios de Valoración Económicos y sociales Universitat autònoma de Barcelona Servei de Publicacions

Villanueva Julia, Concurso Preventivo, p.18 ed. 1997

Walsh Ciaran "Ratios Clave para la direcci3n de empresas" Ediciones Folio S.A. Barcelona 1994

EL CONCURSO PREVENTIVO – APÉNDICE I

En este apartado se desarrollan los aspectos que caracterizan los procesos concursales. De esta manera se busca presentar un marco de referencia para comprender las particularidades de los procesos concursales y como se podría introducir la utilización del Plan de empresa a lo largo del trámite.

1. Aspectos generales del proceso concursal.

El concurso preventivo es un instituto legal que integra nuestra legislación desde hace muchos años.²³ La norma sufrió varias reformas a lo largo de la historia y las mismas fueron producto de la necesaria adaptación a los cambios en la situación política y económica del país.

Es el propio deudor quien ante las evidencias de un estado de impotencia patrimonial puede/debe realizar la petición de apertura de concurso preventivo ante el juez competente. Esta presentación constituye un verdadero reconocimiento público de estar en imposibilidad de pagar y es el primer paso de un trámite judicial ordenado por la ley vigente y, que tiene un importante componente procesal.

a) Los principios generales

Para una mejor comprensión de las cuestiones que caracterizan el proceso concursal, cabe realizar una breve referencia a los principios generales que son su basamento.

En primer lugar se trata de un procedimiento colectivo, y el término concursal remite a este aspecto, en el que intervienen el deudor y todos los acreedores. Esto se distingue de los otros “procesos individuales de cobro” que operan con reglas de juego diferentes y que pueden estar referidos a uno o varios incumplimientos.

En el concurso, el deudor responde a todos los acreedores con su patrimonio, actuando este como garantía común de cobro; el *patrimonio es prenda común de los acreedores*, esta expresión enuncia el principio de universalidad que establece que el proceso abarca la totalidad del acervo del deudor.

“Esa garantía, común a todos, establece una suerte de vínculo entre ellos, a resultas del cual sus derechos se interrelacionan” ²⁴ Esta “solidaridad económica” implica compartir el riesgo del negocio, e intentar cobrar el crédito soportando de manera equitativa la imposibilidad del deudor de pagar todo a todos.

²³ “En los orígenes del derecho concursal, primaba la quiebra como remedio de la insolvencia. en nuestro país, recién con la ley 4156 de 1902 se incorporó el concurso Preventivo, aun cuando los ordenamientos anteriores habían admitido el “concordato resolutorio “ como modo de poner fin a la falencia”. Villanueva Julia “Concurso Preventivo” p.49

²⁴ Villanueva Julia, Concurso Preventivo, p.18 ed. 1997

La igualdad de los acreedores es otro de los principios que rigen el proceso concursal; la continuidad de la empresa y la protección de la unidad económica como fuente generadora de trabajo y con efecto multiplicador en la economía, es un objetivo concreto de la norma legal.

b) La Cesación de Pagos

El concepto de cesación de pagos es eje central del proceso concursal, es el término que define el estado de insolvencia o imposibilidad para atender regularmente a todos y cada uno de los compromisos. Estas expresiones han sido objeto de desarrollos doctrinarios de importantes juristas, no cabe en este trabajo profundizar sobre el tema, solo reconocer que existe un patrimonio que no es capaz de generar los excedentes necesarios para cumplir con todos y cada uno de los compromisos y que esta impotencia patrimonial tiene rasgos de permanencia que la distingue de un mero desequilibrio coyuntural.

No se trata por lo tanto de un déficit financiero, de insuficientes fondos disponibles en el corto o mediano plazo. Es una incapacidad estructural del negocio, propia del mismo o generada por causas externas, pero que no puede ser superada en plazo menor o anterior al del vencimiento de los compromisos ya asumidos y los futuros, también necesarios, para la continuidad de la actividad.

El resultado económico positivo, rédito o ganancia se conforma con los excedentes que genera la actividad, estos términos deben distinguirse de los resultados financieros que más comúnmente se expresan como superávit o déficit de caja. Son cuestiones distintas, exhiben cosas diferentes y no pueden ser utilizados como sinónimos de manera indistinta para cualquier situación. Estas diferencias resultan fundamentales al momento de analizar la situación de un ente económico y su estado de insolvencia.

El desequilibrio económico puede originarse por causas diversas y variadas, su expresión más clara es el resultado negativo o pérdida; un negocio que no tiene ganancias o que estas resultan insuficientes para garantizar su continuidad, deriva casi sin excepción, en desajustes financieros, estos son clara consecuencia de aquellos. Se exteriorizan a través de la insuficiencia de los saldos de disponibilidades para pagar los costos y gastos a sus vencimientos. Estos déficit suelen cubrirse con préstamos que sirven para nivelar los ingresos con los egresos pero que en el largo plazo, hasta pueden contribuir a profundizar la crisis, toda vez que hay que agregar como nuevos costos los accesorios que estos devengan. Por lo tanto la aplicación eficiente de los fondos de terceros es condición necesaria.

Puede entonces distinguirse la causa del efecto: una ecuación económica que no arroja resultados positivos o estos son magros genera en consecuencia insuficientes fondos para atender las necesidades del giro.

La cuestión temporal es trascendente en el proceso, a mayor tiempo transcurrido con baja o nula rentabilidad mayor es el deterioro patrimonial y más difícil su recomposición. La dimensión de la crisis y la extensión del período en que acontece son dos medidas a considerar teniendo en cuenta que están directamente implicadas entre sí. El plazo necesario para la recuperación dependerá de los tres aspectos: las causales generadoras de los desequilibrios, de su magnitud y del tiempo transcurrido con dificultades.

c) Los efectos del concurso

Los efectos que produce el concurso preventivo constituyen uno de los temas más importantes de esta materia, sin embargo, excede los objetivos de este trabajo realizar un desarrollo de los mismos. No obstante, no pueden dejar de mencionarse dado que es indispensable comprender los mecanismos que se ponen en funcionamiento y como inciden en la evolución del negocio. Bastará una simple enunciación:

i) La suspensión del curso de los intereses a la fecha de presentación, con las excepciones previstas para las deudas con privilegio especial, constituye una medida de evidente saneamiento, se acota el monto de intereses a pagar hasta lo devengado a dicha fecha evitando el constante crecimiento- en general de carácter exponencial- de los pasivos.

ii) La prohibición de pagar deudas de causa o título anterior libera al deudor de atender los vencimientos, generándose un inmediato alivio al ahogo financiero, evitando el despojo patrimonial.

iii) El proceso legal para la admisión de pasivos contribuye a componer el cuadro de situación; así a través del trámite de verificación de créditos se puede determinar de manera fehaciente el monto de la deuda, abriendo un espacio además para analizar las condiciones en que fueron contraídas, revisar tasas, hacer efectivas las prescripciones. La ley establece un plazo máximo para la insinuación de los créditos, dotando al proceso de un mecanismo que limita en el tiempo la inclusión de pasivos ocultos, tendiente a lograr certeza acerca del monto total de la deuda.

iv) Otro efecto a señalar es la posibilidad de decidir la resolución de contratos en curso de ejecución que pudieran resultar inconvenientes.

v) La norma legal establece restricciones para la disposición de ciertos activos obligando al deudor a pedir autorización judicial para su realización. Esta limitación contribuye a la conservación del patrimonio, o en su caso abre la vía a una evaluación previa e indispensable sobre su conveniencia.

vi) Por último, el control del Tribunal sobre el ente concursado que de manera principal se ejerce a través de la vigilancia del síndico, constituye una medida de sana prevención de acciones que pudieran ser perjudiciales para el negocio. Podrá así tenerse información oportuna sobre la generación de nuevos pasivos, contrataciones o actos que pudieran ser perjudiciales para el ente permitiendo la adopción de inmediatas medidas correctivas evitando agravar la situación.

2. El trámite en sus etapas, principales problemas.

Se ha enunciado como propósito del trabajo contribuir a mejorar la eficiencia de los procesos concursales a partir de la incorporación del uso de herramientas de la evaluación de proyectos de inversión, y concretamente a través de la elaboración de un Plan de Empresa. El concurso preventivo es un proceso judicial y sujeto a un trámite prescripto por la ley concursal, señalar las principales instancias de dicho trámite permitirá una mejor comprensión del aporte que el mencionado plan puede brindar al mismo. Por otra parte, la experiencia del ejercicio profesional en esta especialidad permiten reconocer una serie de problemas que obstaculizan el camino hacia la obtención de resultados satisfactorios para las partes intervinientes. Se señalan a continuación dichas dificultades, conjuntamente con la descripción de las etapas y sus particularidades.

a) La petición de apertura de concurso o presentación en concurso.

La realiza el propio deudor y alcanza su propio reconocimiento de estar en cesación de pagos y el cumplimiento de los requisitos formales y sustanciales previstos en la ley para que el magistrado a cargo decrete la correspondiente apertura del trámite.

Podría suponerse que la decisión de petitionar la apertura de un trámite concursal surge de una decisión fundada y respaldada con elementos técnicos que revelaron la conveniencia de la misma. Sin embargo, la mayoría de los concursos se petitionan como respuesta a situaciones límite: pedidos de quiebra, ejecuciones individuales, o emplazamientos que comprometen la continuidad del ente. Es decir que es más una respuesta-reacción que el resultado de una estrategia debidamente merituada.

Dentro de los requisitos formales la ley obliga al deudor a enunciar las causales que generaron su desequilibrio económico, la fecha de inicio del estado de cesación de pagos y a acompañar copia de los tres últimos balances. Podría parecer que con estos

datos se está ilustrando el cuadro de situación de manera suficiente como para que el Juez interviniente pueda resolver acerca de la conveniencia de aceptar o rechazar la petición, sin embargo no es así.

En primer lugar, el análisis del cumplimiento de los requisitos que realiza el Tribunal es solo formal, es casi una mera verificación de la existencia de los presupuestos objetivos y subjetivos sin mayor análisis. Pero aun cuando quisiera realizar una ponderación más profunda, esta información no es suficiente para conocer de manera cierta el estado del ente, ello por: i) *prima facie* no se puede probar la veracidad de la información presentada, ii) además se requieren conocimientos propios de la formación de las ciencias económicas para interpretar el contenido de los Estados Contables, iii) que además la ley no exige que sean los correspondientes a los últimos ejercicios económicos cerrados, solo establece “ los tres últimos balances...” por lo que en muchos casos se acompañan los tres últimos pero que corresponden a varios ejercicios anteriores habiendo quedado pendientes de confeccionar precisamente los de los últimos años. Ciertamente es que alguna de la información a acompañar deberá contar con dictamen de contador público – estado de Activos y Pasivos, correspondencia de saldos de deuda con registros contables e inexistencia de otros acreedores- sin embargo éste está referido a solo una parte de la información contable, cabe aclarar que en los dictámenes parciales se pierde la confiabilidad que otorga la integralidad de los balances.

Asimismo, el análisis de las causales del desequilibrio económico que aporta el deudor puede suponerse en principio sesgado; es poco probable que en este acápite el propio peticionante de la apertura de concurso preventivo reconozca causales generadas por incompetencia en la gestión, falta de previsión de acontecimientos externos o su participación en la descapitalización del negocio, por nombrar solo alguna de las situaciones frecuentes en estos procesos y que no suelen ser reconocidas

Si bien es cierto que la sindicatura realiza un estudio que presenta como Informe General (Art.39 LC y Q), este se incorpora al trámite después de varios meses de haberse iniciado, por lo tanto no constituye un elemento para la evaluación inicial del tribunal.

Pero más aun, en muchos casos el mencionado informe tampoco puede alcanzar los niveles de análisis que se requieren para lograr un acabado cuadro de situación, esto porque a veces no se cuenta con los datos necesarios para ello o porque éstos no integran la información contable; por ejemplo, plazos de cobro o de pago, concentración o atomización de ventas, política de precios de la competencia etc. Es decir

que, en los balances se refleja el resultado de un ejercicio económico y la situación patrimonial en un momento determinado pero poco se explica de las causales que lo generaron, es necesario recurrir a otra información que muchas veces no se encuentra disponible en la propia empresa.

Por último cabe agregar un comentario que surge como producto de la experiencia en el ejercicio de la sindicatura concursal. Resulta especialmente significativo el número de empresas que terminan en concurso por desórdenes administrativos, falta de información confiable y deficiencias de gestión. Ha sido costumbre habitual, en especial en empresas chicas o medianas, el ocultar información, manejar circuitos paralelos e informales y mantener registros confusos e ininteligibles, ello, con fines de evasión fiscal, entre otros. Se observa una auspiciosa tendencia a revertir esta modalidad empresarial y cada vez son más los negocios que cuentan con datos contables que son reflejo adecuado de las operaciones.

Además, los cuadros gerenciales se han ido profesionalizando incorporando técnicas de análisis y captación de datos, todo lo cual hace prever que cada vez serán menos los inconvenientes para poder exigir más y mejores informes, esto es válido para las medianas y aun las pequeñas empresas.

Sin embargo ni antes ni durante el trámite concursal se exige que el ente en crisis exponga de manera concreta su cuadro de situación deficitario, y como planea superarlo. Esto genera no pocos inconvenientes al proceso a saber: 1) el propio deudor desconoce muchas veces las causas y los alcances de la crisis que lo aqueja, ello lo limita para buscar alternativas y soluciones apropiadas; este es uno de los motivos que explican la cantidad de concursos que derivan en procesos liquidatorios, porque gran parte de los trámites son simples postergaciones de verdaderas quiebras con una nociva antesala dilatoria. Además, 2) el juez que debe decidir acerca de la apertura de un proceso sin tener un panorama completo del caso. La ley vigente no obliga al deudor a explicitar de manera concreta cuales son las posibilidades de superar la crisis y los supuestos de trabajo que respaldan su petición de ampararse en los beneficios del proceso concursal. Tal como se señaló, el análisis de mérito que realiza el juez queda limitado al control del cumplimiento formal de los requisitos legales²⁵, la información a presentar resulta

²⁵ ARTÍCULO 11.- Requisitos del pedido. Son requisitos formales de la petición de concurso preventivo: 1) Para los deudores matriculados y las personas de existencia ideal regularmente constituidas, acreditar la inscripción en los registros respectivos. Las últimas acompañarán, además, el instrumento constitutivo y sus modificaciones y constancia de las inscripciones pertinentes. Para las demás personas de existencia ideal, acompañar, en su caso, los instrumentos constitutivos y sus modificaciones, aun cuando no estuvieren inscritos. 2) Explicar las causas concretas de su situación patrimonial con expresión de la época en que se produjo la

insuficiente para que los magistrados puedan conocer de manera cierta la situación por la que atraviesa la unidad económica ni sus posibilidades de revertir el cuadro, y 3) los acreedores que a pesar de su protagónico papel en el proceso, carecen de la información suficiente para definir las estrategias que más les convienen a sus intereses.

“Lamentablemente nuestra norma legal no contempla, como la hace la que rige en los EEUU, como uno de los ejes del proceso, la existencia de “Un Plan de Saneamiento”. Con este o con otro nombre lo importante sería empezar por reconocer la importancia de contar con este tipo de respaldo en el trámite concursal.

Con la misma presentación del pedido de formación de concurso preventivo ya se instala el tema fundamental: ¿se trata de una actividad viable?, la pregunta a contestar, remite a otra, como ¿cual sería una adecuada aplicación de los objetivos de la ley?. Sin embargo, en la respuesta que habitualmente se obtiene adquieren preponderancia vital cuestiones de índole formal que pueden llegar a ser causal incuestionable para rechazar una presentación; en contra partida se soslayan y ni se mencionan aspectos tales como la factibilidad de operaciones del negocio, y si vale la pena que continúe, bajo qué condiciones y asumiendo cuales riesgos.”²⁶

En virtud de lo expuesto, y conforme los objetivos del trabajo se propone que se incluya como requisito de la presentación en concurso un Plan de Empresa; este debería reflejar los escenarios futuros que el deudor prevé que se verificarán y que permitirán el saneamiento de su negocio. Así esta proyección de la actividad debe exhibir condiciones de viabilidad para el cumplimiento de las obligaciones que permitan justificar la decisión judicial de decretar la apertura del concurso. Si así no fuera, ante el reconocimiento del deudor de su incapacidad de pago, los magistrados deberían contar con facultades para arbitrar los mecanismos necesarios para evitar la profundización de la crisis; por ejemplo decretar la quiebra sería una medida de máxima, o bien la separación de la administración de sus directores, la designación de coadministradores o veedores o

cesación de pagos y de los hechos por los cuales ésta se hubiera manifestado. 3) Acompañar un estado detallado y valorado del activo y pasivo actualizado a la fecha de presentación, con indicación precisa de su composición, las normas seguidas para su valuación, la ubicación, estado y gravámenes de los bienes y demás datos necesarios para conocer debidamente el patrimonio. Este estado de situación patrimonial debe ser acompañado de dictamen suscripto por contador público nacional. 4) Acompañar copia de los balances u otros estados contables exigidos al deudor por las disposiciones legales que rijan su actividad, o bien los previstos en sus estatutos o realizados voluntariamente por el concursado, correspondientes a los TRES (3) últimos ejercicios. En su caso, se deben agregar las memorias y los informes del órgano fiscalizador. 5) Acompañar nómina de acreedores, con indicación de sus domicilios, montos de los créditos, causas, vencimientos, codeudores, fiadores o terceros obligados o responsables y privilegios. Asimismo, debe acompañar un legajo por cada acreedor, en el cual conste copia de la documenta sustentatoria de la deuda denunciada, con dictamen de contador público sobre la correspondencia existente entre la denuncia del deudor y sus registros contables o documentación existente y la inexistencia de otros acreedores en registros o documentación existente. Debe agregar el detalle de los procesos judiciales o administrativos de carácter patrimonial en trámite o con condena no cumplida, precisando su radicación. 6) Enumerar precisamente los libros de comercio y los de otra naturaleza que lleve el deudor, con expresión del último folio utilizado, en cada caso, y ponerlos a disposición del juez, junto con la documentación respectiva. 7) Denunciar la existencia de un concurso anterior y justificar, en su caso, que no se encuentra dentro del período de inhabilitación que establece el artículo 59, o el desistimiento del concurso si lo hubiere habido. El escrito y la documentación agregada deben acompañarse con DOS (2) copias firmadas. Cuando se invoque causal debida y válidamente fundada, el juez debe conceder un plazo improrrogable de DIEZ (10) días, a partir de la fecha de la presentación, para que el interesado dé cumplimiento total a las disposiciones del presente artículo.

²⁶ “Acerca del concepto de propuesta abusiva” Kurlat Alicia en Revista Errepar N° 221 Abril 2006. Pág. 446

bien promover acciones diversas para alcanzar una capitalización del negocio en los casos en los que la infracapitalización sea evidente.

Las opciones y alternativas giran alrededor de una misma cuestión central: empresa apoyada para continuar versus empresa liquidada para evitar males mayores.

El plan de empresa debe exponer de manera inequívoca las condiciones bajo las cuales se estima podrá operar, así se exhiben sus posibilidades de continuar y los requisitos de viabilidad que hacen sustentable el negocio.

El aspecto más importante que aporta un estudio de esta naturaleza no es solo conocer como prevé el deudor que se comportará su empresa y los resultados finales que podría alcanzar sino que la principal contribución es que se hacen manifiestos los supuestos subyacentes que se utilizan como premisas para la elaboración de la proyección. Así los cuestionamientos deberán versar sobre la validez de dichos supuestos y la probabilidad de que se verifiquen en la medida y con la extensión con que han sido estimados. Los jueces estarían dotados con más y mejores elementos para evaluar los riesgos asociados a los diversos cursos de acción y con un mayor respaldo a sus decisivos.

b) El trámite del concurso. Plan de empresa durante el concurso

Una vez decidida la apertura del concurso se inicia el trámite y tampoco en esta instancia se exige a los deudores exhibir sus condiciones de operación, lo cual genera lagunas de información que resultan muy gravosas para el proceso.

La práctica judicial viene intentando superar estas carencias, a veces a través de requerimientos de datos específicos que en general resultan insuficientes, incompletos y poco conducentes a los fines que se pretende ilustrar, o con la convocatoria a audiencias para conocer opiniones o pareceres. Son acciones individuales y excepcionales que solo se adoptan en determinadas circunstancias y no alcanzan a conformar un método.

También respecto a esta etapa, se sostiene la hipótesis formulada en este trabajo: que se alcanzarían mejores resultados finales si durante el trámite se contara con un Plan de Empresa. Ello así porque a lo largo del período de aproximadamente 10 meses que dura el proceso se persigue el objetivo de preservación de la continuidad de la actividad, y se deben adoptar resoluciones judiciales de trascendencia que requieren ser enmarcadas en un cuadro de situación completo que permita evaluar las consecuencias que devienen de las alternativas posibles. La proyección del negocio representa un importante aporte para la toma de decisiones,

Pueden señalarse por lo menos tres circunstancias en que resulta indispensable contar con el respaldo que brinda el plan de empresa, la primera de ellas es que debe

vigilarse la marcha de la explotación. Debe considerarse que el negocio se desarrolla bajo nuevas condiciones como consecuencia directa de la propia presentación en concurso preventivo y la incidencia de sus efectos. Muy importante resulta, por ejemplo la interrupción de las vías de acceso al crédito dado que tanto bancos como agentes financieros restringen los préstamos, y en ese mismo sentido los proveedores comerciales pasan a modificar sus acuerdos de abastecimiento exigiendo pagos de contado y hasta anticipos, todo ello altera sustancialmente las condiciones del negocio. El Plan de Empresa debería ser elaborado conforme las nuevas pautas operativas propias del momento pos concursal, teniendo en cuenta el impacto de los efectos jurídicos.

Existen algunos tibios avances que tienden a remediar las consecuencias que devienen de la falta de información – ausencia del plan de empresa-; así con la reforma de abril del 2006 se modificó por Ley 26.086 el artículo 14 de la ley 24.522 introduciendo el inciso 12 mediante el cual se impone al síndico la obligación de emitir “un informe mensual sobre la evolución de la empresa, si existen fondos líquidos disponibles y el cumplimiento de las normas legales y fiscales.”

Es evidente la necesidad que perciben los jueces de contar con más y mejor información, así por ejemplo para evaluar la marcha de la empresa suelen requerir datos sobre la generación de nuevos pasivos; sin embargo este dato, si bien indiciario puede conducir a errores de interpretación si no se lo analiza en un marco más amplio: podría tratarse de un negocio estructuralmente deficitario que ni los beneficios que otorga el concurso son suficientes para alcanzar un equilibrio financiero o una recomposición patrimonial, en este caso los nuevos pasivos serían una exteriorización de dicha incapacidad operativa. Pero nada nos dice acerca al plazo en que podría equilibrarse ni de la posibilidad de ser revertida. Por otra parte, una situación diametralmente opuesta podría verificarse ante el caso en que la deudora pudiera contar con apoyo crediticio externo asociado a una evaluación acerca del futuro resultado promisorio del negocio. Así las cosas estaríamos ante agentes de crédito que optan por contribuir con el financiamiento de la empresa tras haber realizado un análisis racional de conveniencia económica.

Es decir que en uno y otro caso la acumulación de nuevos pasivos podría responder a situaciones distintas, como así también la ausencia de éstos no debe ser directamente interpretada como equilibrio operacional.

Una segunda circunstancia decisoria se verifica respecto de la autorización a hacer efectivo el derecho al pronto pago laboral, instituto que ha generado planteos doctrinarios y jurisprudenciales y que constituye una excepción a la regla en el pago a los

acreedores. Con el fundamento básico de los derechos alimentarios subyacentes en las deudas de origen laboral el legislador introdujo este “pago anticipado” pero dejando un gran vacío legal cuando establece que los mismos podrán pagarse “si existieran fondos líquidos disponibles...” artículo 16 LC y Q²⁷. Resulta evidente que existen principios legales que se contraponen, por un lado la consagración del valor retributivo de los salarios y la importancia de su efectivo e inmediato pago versus el de la continuidad de la empresa. En algunos casos atender anticipadamente estos conceptos puede no hacer mella en el giro del negocio, no afecta el capital de trabajo necesario para garantizar la continuidad empresarial. Pero también podría no ser así y que se estuviera ante un concurso con fuerte preeminencia de pasivos de origen laboral. La preservación de la unidad económica es un fundamento básico que de manera explícita e implícita subyace en el espíritu de la norma, y la dificultad para armonizar este concepto con el derecho del trabajador se puede comprobar del propio texto legal, con una frase ambigua que remite a la disponibilidad de fondos y admite la postergación del pago “hasta que se detecte la existencia de los mismos...” Si se adoptara una interpretación literal de dicha frase se estaría ante una situación contraria al valor que se pretende tutelar. Puede afirmarse que, la mera existencia de saldo positivo en Caja o Bancos no importa concluir capacidad de pago, para

²⁷ ARTÍCULO 16.- Actos Prohibidos. El concursado no puede realizar actos a título gratuito o que importen alterar la situación de los acreedores por causa o título anterior a la presentación. Pronto pago de créditos laborales: Dentro del plazo de 10 días de emitido el informe que establece el artículo 14 inciso 11), el Juez del concurso autorizará el pago de las remuneraciones debidas al trabajador, las indemnizaciones por accidentes de trabajo o enfermedades laborales y las previstas en los artículos 132 bis., 232, 233 y 245 a 254, 178, 180 y 182 de la Ley N° 20.744; artículo 6° a 11 de la Ley N° 25.013; las indemnizaciones previstas en la Ley N° 25.877, en los artículos 1° y 2° de la Ley N° 25.323; en los artículos 8°, 9°, 10, 11 y 15 de la Ley N° 24.013; en el artículo 44 y 45 de la Ley N° 25.345 y en el artículo 16 de la Ley N° 25.561, que gocen de privilegio general o especial y que surjan del informe mencionado en el inciso 11 del artículo 14. Para que proceda el pronto pago de crédito no incluido en el listado que establece el artículo 14 inciso 11), no es necesaria la verificación del crédito en el concurso ni sentencia en juicio laboral previo. Previa vista al síndico y al concursado, el juez podrá denegar total o parcialmente el pedido de pronto pago mediante resolución fundada, sólo cuando se tratare de créditos que no surgieren de los libros que estuviere obligado a llevar el concursado, existiere duda sobre su origen o legitimidad, se encontraren controvertidos o existiere sospecha de connivencia entre el peticionario y el concursado. En todos los casos la decisión será apelable. La resolución judicial que admite el pronto pago tendrá efectos de cosa juzgada material e importará la verificación del crédito en el pasivo concursal. La que lo deniegue, habilitará al acreedor para iniciar o continuar el juicio de conocimiento laboral ante el juez natural. No se impondrán costas al trabajador en la solicitud de pronto pago, excepto en el caso de connivencia, temeridad o malicia.

Los créditos serán abonados en su totalidad, si existieran fondos líquidos disponibles. En caso contrario y hasta que se detecte la existencia de los mismos por parte del síndico se deberá afectar el 1% mensual del ingreso bruto de la concursada. El síndico efectuará un plan de pago proporcional a los créditos y sus privilegios. En el control e informe mensual que la sindicatura deberá realizar, incluirá las modificaciones necesarias, si existen fondos líquidos disponibles, a los efectos de abonar la totalidad de los pronto pagos o modificar el plan presentado.

Actos sujetos a autorización. Debe requerir previa autorización judicial para realizar cualquiera de los siguientes actos: los relacionados con bienes registrables; los de disposición o locación de fondos de comercio; los de emisión de debentures con garantía especial o flotante; los de emisión de obligaciones negociables con garantía especial o flotante; los de constitución de prenda y los que excedan de la administración ordinaria de su giro comercial. La autorización se tramita con audiencia del síndico y del comité de acreedores; para su otorgamiento el juez ha de ponderar la conveniencia para la continuación de las actividades del concursado y la protección de los intereses de los acreedores.

(Artículo sustituido por art. 3° de la [Ley N° 26.086](#) B.O. 11/4/2006)

dimensionar el alcance de las existencias líquidas corresponde contrastarlas con los compromisos que deben atenderse. Acaso un saldo el día 29 del mes con los compromisos pendientes de pago implica una mejor situación que un saldo nulo, al día siguiente, pero sin cuentas pendientes de cancelar?

Casi con seguridad se podría afirmar que no conforme el legislador con el texto quiso ir más allá y puso en cabeza de la sindicatura la elaboración de “un plan de pago proporcional a los créditos y privilegios...” para preservar otro principio fundamental de la ley concursal, la *pars conditio creditorum* dando observancia y cumplimiento de las prioridades previstas en los privilegios legales.

En ambos textos, se menciona como indicador supuestamente objetivo de la capacidad de pago la existencia de fondos líquidos, sin ninguna referencia a su magnitud ni significatividad. Es evidente que el informe que la sindicatura debe elaborar “sobre la evolución de la empresa...” – Art. 14 inc. 12 LC y Q²⁸ - debería incluir un panorama completo que ilustre acerca de la marcha de la empresa. Si la presentación del plan de empresa fuera un requisito de la petición de apertura de concurso preventivo, en esta instancia se podría contar no solo con un cuadro de situación pos concursal sino además se podría contar con elementos de medición y control para contrastar con lo presupuestado. Este seguimiento permite verificar la validez de los supuestos utilizados y corregir las estimaciones para futuro. Todo ello aporta información veraz y actualizada para un mejor proceso decisorio.

Aquí aparece nuevamente la relevancia del Plan de Empresa como elemento de gestión; no es lo mismo que la sindicatura informe las operaciones realizadas, los saldos

²⁸ ARTÍCULO 14.- Resolución de apertura. Contenido. Cumplidos en debido tiempo los requisitos legales, el juez debe dictar resolución que disponga: 1) La declaración de apertura del concurso preventivo, expresando el nombre del concursado y, en su caso, el de los socios con responsabilidad ilimitada.2) La designación de audiencia para el sorteo del síndico.3) La fijación de una fecha hasta la cual los acreedores deben presentar sus pedidos de verificación al síndico, la que debe estar comprendida entre los QUINCE (15) y los VEINTE (20) días, contados desde el día en que se estime concluirá la publicación de los edictos.4) La orden de publicar edictos en la forma prevista por los artículos 27 y 28, la designación de los diarios respectivos y, en su caso, la disposición de las rogatorias, necesarias.5) La determinación de un plazo no superior a los TRES (3) días, para que el deudor presente los libros que lleve referidos a su situación económica, en el lugar que el juez fije dentro de su jurisdicción, con el objeto de que el secretario coloque nota datada a continuación del último asiento, y proceda a cerrar los espacios en blanco que existieran.6) La orden de anotar la apertura del concurso en el Registro de Concursos y en los demás, que corresponda, requiriéndose informe sobre la existencia de otros anteriores.7) La inhibición general para disponer y gravar bienes registrables del deudor y, en su caso, los de los socios ilimitadamente responsables, debiendo ser anotadas en los registros pertinentes.8) La intimación al deudor para que deposite judicialmente, dentro de los TRES (3) días de notificada la resolución, el importe que el juez estime necesario para abonar los gastos de correspondencia.9) Las fechas en que el síndico deberá presentar el informe individual de los créditos y el informe general.10) La fijación de una audiencia informativa que se realizará con CINCO (5) días de anticipación al vencimiento del plazo de exclusividad previsto en el artículo 43. 11) Correr vista al síndico por el plazo de DIEZ (10) días, el que se computará a partir de la aceptación del cargo, a fin de que se pronuncie sobre: a) Los pasivos laborales denunciados por el deudor;b) Previa auditoría en la documentación legal y contable, informe sobre la existencia de otros créditos laborales comprendidos en el pronto pago;c) La situación futura de los trabajadores en relación de dependencia ante la suspensión del convenio colectivo ordenada por el artículo 20(Inciso 11 sustituido por art. 1° de la Ley N° 26.086 B.O. 11/4/2006)12) El síndico deberá emitir un informe mensual sobre la evolución de la empresa, si existen fondos líquidos disponibles y el cumplimiento de las normas legales y fiscales. (Inciso incorporado por art. 2° de la Ley N° 26.086 B.O. 11/4/2006)

de los principales rubros como datos aislados a que además se conozca la situación de la empresa y esta pueda ser contrastada con lo estimado. La comparación de uno y otro cuadro de situación, permite que estos datos tengan un valor de interpretación integral, se pueden encontrar explicaciones a los desvíos y en su caso aplicar de modo anticipado las medidas correctivas. Esta función de control constituye una verdadera acción preventiva y evita que los acontecimientos de la vida económica de la empresa sorprendan con estados irreversibles que una vez que se transforman en hechos consumados limitan el margen de maniobra para la aplicación de las posibles medidas de saneamiento.

El debate acerca de la pertinencia de pagar anticipadamente a acreedores laborales sin desfinanciar el negocio es un tema central en la administración de justicia, conciliar intereses contrapuestos es su función básica, pero de muy difícil o casi imposible ejercicio si no se cuenta con los elementos necesarios para decidir.

Sin perjuicio que existen líneas argumentales en contra de la posibilidad de elaborar un plan de negocio por ausencia de información veraz y actualizada en las empresas o los costos adicionales que genera el control, estas son insuficientes para justificar la conveniencia de resignarse a que los trámites concursales transiten sin respaldos de información técnica pertinente.

Por último, existen circunstancias en que los jueces deben expedirse sobre determinados actos que específicamente la ley en el art. 16 LC y Q²⁹ prescribe que están sujetos a autorización judicial. Se trata de actos de excepción que exceden la administración ordinaria de su giro comercial, y como la norma legal prevé cierta tutela o custodia de la unidad económica se justifica que, previo a la adopción de medidas de gestión que pudieran de alguna manera afectar los intereses de los acreedores, el Tribunal tome intervención y autorice, o en su caso rechace lo solicitado.

Las situaciones podrían ser de diversa índole y variedad, desde la venta de activos ociosos, o amortizados o de baja rentabilidad hasta medidas de racionalización de gastos y supresión de líneas de negocios. La variedad y complejidad de casos que pueden presentarse está solo limitada a la multiplicidad de circunstancias que la vida comercial

²⁹ Actos sujetos a autorización. Debe requerir previa autorización judicial para realizar cualquiera de los siguientes actos: los relacionados con bienes registrables; los de disposición o locación de fondos de comercio; los de emisión de debentures con garantía especial o flotante; los de emisión de obligaciones negociables con garantía especial o flotante; los de constitución de prenda y los que excedan de la administración ordinaria de su giro comercial. La autorización se tramita con audiencia del síndico y del comité de acreedores; para su otorgamiento el juez ha de ponderar la conveniencia para la continuación de las actividades del concursado y la protección de los intereses de los acreedores.

(Artículo sustituido por art. 3° de la [Ley N° 26.086](#) B.O. 11/4/2006)

presenta día a día. Los jueces deben resolver acerca de cuestiones que pueden ser de significativa incidencia en el negocio y sin embargo no cuentan con elementos que permitan enmarcar el cuadro de situación y dimensionar el impacto de las medidas a adoptar, sobre los resultados de la actividad. Con el esquema de Plan de empresa que se viene mencionando bastaría con introducir las variables apropiadas para cuantificar la respuesta del negocio al cambio propuesto. La limitación en la disposición sobre activos registrables tiende a evitar un posible deterioro patrimonial pero la conservación de todos los bienes aun de aquellos que claramente no representan generación de recursos o incluso arrastran gravosos costos de mantenimiento tampoco es el objetivo que se persigue con las mencionadas restricciones legales. El requisito previo de la autorización judicial tiende a evitar que se perjudique a los acreedores pero no a impedir que se mejoren las condiciones generales del negocio.

En ese mismo sentido cabe considerar la evaluación que debe realizarse acerca de la incidencia que podría tener la realización de un activo gravado con prenda o hipoteca. El acreedor con privilegio especial del Art. 241 inc:4 LCQ puede reclamar en cualquier tiempo el pago mediante la realización de la cosa sobre la que recae el privilegio³⁰ es decir que una vez cumplido el trámite de verificación del crédito el acreedor podrá impulsar la liquidación del bien para procurar el cobro de su crédito. Esta facultad de los acreedores con privilegio especial, puede ser ejercida también en trámite del concurso, con la contradictoria situación en la cual por un lado se promueve la continuidad de la empresa y su actividad, pero por el otro se da vía libre al titular de tales créditos a disponer sobre el bien que asienta su privilegio. Si el activo en cuestión fuera de significativa importancia para la factibilidad de la empresa, el conflicto de intereses que la facultad dispositiva otorga al acreedor especial sería de muy difícil conciliación. Así las cosas, contando con un Plan de empresa se podrían analizar los escenarios del negocio con el bien y sin éste y

³⁰ ARTICULO 126.- Verificación: obligatoriedad. Todos los acreedores deben solicitar la verificación de sus créditos y preferencias en la forma prevista por Artículo 200, salvo disposición expresa de esta ley. Créditos prendarios o hipotecarios. Sin perjuicio del cumplimiento oportuno de esa carga, los acreedores con hipoteca, prenda o garantizados con wuarrant, pueden reclamar en cualquier tiempo el pago mediante la realización de la cosa sobre la que recae el privilegio, previa comprobación de sus títulos en la forma indicada por el Artículo 209 y fianza de acreedor de mejor derecho. Los síndicos pueden requerir autorización al juez para pagar íntegramente el crédito prendario o hipotecario ejecutado por el acreedor con fondos líquidos existentes en expediente, cuando la conservación del bien importe un beneficio evidente para los acreedores. A tales fines puede autorizarse a constituir otra garantía o disponer la venta de otros bienes.

y ARTÍCULO 209.- Concurso especial. Los acreedores titulares de créditos con garantía real pueden requerir la venta a que se refiere el Artículo 126, segunda parte, mediante petición en el concurso, que tramita por expediente separado. Con vista al síndico se examina el instrumento con que se deduce la petición, y se ordena la subasta de los bienes objeto de la garantía. Reservadas las sumas necesarias para atender a los acreedores preferentes al peticionario, se liquida y paga el crédito hasta donde concurren el privilegio y remanente líquido, previa fianzas en su caso.

es probable que las soluciones concertadas fueran de más fácil alcance si las partes de manera objetiva pueden medir los efectos y las conveniencias de las diversas situaciones.

La ley de concursos y quiebras busca armonizar la permanente tensión que se produce por los conflictos de intereses entre deudora y acreedores, su normativa tiende a equilibrar distintos principios que constituyen sus fundamentos básicos como por ejemplo la protección del crédito, la conservación de unidades económicas y la administración organizada de los esfuerzos económicos de las partes. El Plan de empresa, que expone de manera neutral los resultados de los posibles escenarios constituye una verdadera contribución para la justa toma de decisiones y la distribución equitativa de los esfuerzos.

c) Etapa de elaboración de la propuesta. Justificación del Plan de empresa.

El objetivo del concurso es el saneamiento de la unidad productiva para una atención ordenada de los compromisos que no pueden ser cancelados en los plazos y las condiciones originalmente pactadas.

Con la reforma del año 1995, la norma tuvo un claro vuelco hacia una visión privatista del proceso: lo que ya venía sucediendo - negociación directa entre deudor y acreedores- y que en apariencia solo se exteriorizaba en la junta de acreedores, se formalizó a través del reconocimiento de un plazo legal para lograr el acuerdo.

Tanto antes como ahora, muchos empresarios recién en esta etapa empiezan a considerar como van a “salir del embrollo”, algunos prometen lo que a sabiendas o no nunca podrán cumplir, otros intentan una oportunidad para licuar pasivos y obtener ventajas adicionales del proceso ofreciendo condiciones que ofenden y no deberían ser aceptadas, aun cuando a veces terminan siendo consentidas. El Art. 43 LCy Q³¹ establece

³¹ ARTÍCULO 43.- Período de exclusividad. Propuestas de acuerdo. Dentro de los noventa (90) días desde que quede notificada por ministerio de la ley la resolución prevista en el artículo anterior, o dentro del mayor plazo que el juez determine en función al número de acreedores o categorías, el que no podrá exceder los treinta (30) días del plazo ordinario, el deudor gozará de un período de exclusividad para formular propuestas de acuerdo preventivo por categorías a sus acreedores y obtener de éstos la conformidad según el régimen previsto en el artículo 45. Las propuestas pueden consistir en quita, espera o ambas; entrega de bienes a los acreedores; constitución de sociedad con los acreedores quirografarios, en la que éstos tengan calidad de socios; reorganización de la sociedad deudora; administración de todos o parte de los bienes en interés de los acreedores; emisión de obligaciones negociables o debentures; emisión de bonos convertibles en acciones; constitución de garantías sobre bienes de terceros; cesión de acciones de otras sociedades; capitalización de créditos, inclusive de acreedores laborales, en acciones o en un programa de propiedad participada, o en cualquier otro acuerdo que se obtenga con conformidad suficiente dentro de cada categoría, y en relación con el total de los acreedores a los cuales se les formulará propuesta. Las propuestas deben contener cláusulas iguales para los acreedores dentro de cada categoría, pudiendo diferir entre ellas. El deudor puede efectuar más de una propuesta respecto de cada categoría, entre las que podrán optar los acreedores comprendidos en ellas. El acreedor deberá optar en el momento de dar su adhesión a la propuesta. La propuesta no puede consistir en prestación que dependa de la voluntad del deudor. Cuando no consiste en una quita o espera, debe expresar la forma y tiempo en que serán definitivamente calculadas las deudas en moneda extranjera que existiesen, con relación a las prestaciones que se estipulen. Los acreedores privilegiados que renuncien expresamente al privilegio, deben quedar comprendidos dentro de alguna categoría de acreedores quirografarios. La renuncia no puede ser inferior al treinta por ciento (30%) de su crédito. A estos efectos, el privilegio que proviene de la relación laboral es renunciante, debiendo ser ratificada en audiencia ante el juez del concurso, con citación a la asociación gremial legitimada. Si el trabajador no se encontrare alcanzado por el régimen de Convenio Colectivo, no será necesaria la citación de la asociación gremial. La renuncia del privilegio laboral no podrá ser inferior al veinte por ciento (20%) del crédito, y los acreedores laborales que hubieran renunciado a su privilegio se incorporarán a la categoría de quirografarios laborales por el monto del crédito a cuyo privilegio hubieran renunciado. El privilegio a que hubiere renunciado el trabajador que hubiere votado favorablemente el acuerdo renace en caso de quiebra posterior con origen en la falta de existencia de acuerdo preventivo, o en el caso de no homologarse el acuerdo. El deudor deberá hacer

un lapso de 90 días llamado “período de exclusividad”, para que el deudor formule sus propuestas de pago a los acreedores, y asimismo determina que en un plazo no menor a 20 días antes del vencimiento del período de exclusividad dichas propuestas deberán ser presentadas en el expediente. No existe ningún requisito adicional a anexar al “plan de pagos”, tampoco hay otros antecedentes en autos que permitan merituar la posibilidad de cumplimiento de la propuesta ni en su caso condiciones de mejora. Bajo estas circunstancias, la conformidad que deberán prestar los acreedores parece más un acto de fe que el resultado de una decisión racional; no hay antecedentes en el expediente que permitan evaluar las posibilidades de la empresa.

El informe general que elabora el síndico tampoco es suficiente para ilustrar de manera acabada el cuadro de situación y la capacidad de pago, por el tenor del mismo puede deducirse cierto interés del legislador en que se aporte información de la empresa y del negocio y lo que es más importante aún es que el análisis provenga de un profesional experto, externo e independiente a la deudora. Esta mirada si bien objetiva, no alcanza para dotar al proceso de la información pertinente, basta repasar el contenido del artículo para comprobar que se trata de información variada, que responde a diversos objetivos algunos de clara esencia jurídica – fecha de cesación de pagos, existencia de actos revocables- otros tendientes a verificar el cumplimiento de obligaciones y accionar de la deudora, y otros para conocer el estado patrimonial y los antecedentes del proceso. Es cierto que muchos síndicos amplían el contenido de sus informes incluyendo datos, opiniones fundadas y conclusiones que no son exigencias de la ley pero que aportan elementos para decidir: tanto para los acreedores como para el Tribunal; pero no solo se trata de excepciones, sino que además responden más al interés profesional de ampliar el contenido informativo que a una reconocida necesidad de contar con mayor información; es por ello que en general en los procesos ésta es insuficiente.

El Plan de empresa es el elemento idóneo y apropiado para respaldar una propuesta de pago; su contenido permite conocer cuales son las previsiones para el futuro y lo que es más importante la solidez de las premisas utilizadas para su elaboración; la bondad de la proyección dependerá de la calidad técnica con que se apliquen las herramientas de evaluación de proyectos.

pública su propuesta presentando la misma en el expediente con una anticipación no menor a veinte días (20) del vencimiento del plazo de exclusividad. Si no lo hiciere será declarado en quiebra, excepto en el caso de los supuestos especiales contemplados en el artículo 48.El deudor podrá presentar modificaciones a su propuesta original hasta el momento de celebrarse la Junta Informativa prevista en el artículo 45, penúltimo párrafo.(Artículo restablecido por art. 1 de la [Ley N° 25.589](#) B.O. 16/5/2002. Ver vigencia art. 20)

Asimismo, en esta etapa el plan podrá ser utilizado como elemento de medición para ser contrastado con los resultados reales.

Estos desarrollos permiten medir las necesidades de capital de trabajo previstas para los niveles de actividad estimados, exhiben de manera clara cuales son los límites económico-financieros del negocio para cancelar los pasivos del concurso.

La tensión de intereses contrapuestos entre deudor, acreedores del concurso y acreedores posconcursoales queda plasmada en las porciones del resultado final a dar a cada uno: con un plan como elemento base se traslada el eje de la discusión hacia las proporciones que en cada caso le corresponderán a los interesados pero todos conociendo de manera conjunta las posibilidades y necesidades reales del negocio. Es más fácil que los acreedores acepten postergar el cobro de sus acreencias si conocen el destino de las partidas de fondos, el impacto que dichos pagos tienen en el resultado final y el efecto “reparador” del diferimiento de su dividendo en la recomposición económica.

Los aspectos técnicos relacionados con la elaboración de las proyecciones se desarrollan en los acápites siguientes, pero cabe realizar alguna referencia acerca de la técnica de administración financiera de los pasivos. A través de la proyección de flujos de fondos, las empresas organizan sus operaciones, diseñan políticas de cobranzas y pagos y cuentan con un elemento objetivo para decidir sobre la conveniencia de anticipar o prorrogar un pago según su costo financiero. Se trata entonces de una herramienta para la optimización de los recursos financieros, medidos en forma integral como resultado de la incidencia individual que cada operación tiene.

Así por ejemplo no es descabellado imaginar una propuesta que contemple el ejercicio de opciones reales para que terceros puedan comprar o vender en condiciones previamente acordadas. Estas alternativas implicarían un enriquecimiento para el proyecto le agregarían valor y flexibilidad, todo ello en claro beneficio para deudor y acreedores.

Por último, en este acápite cabe un párrafo relacionado con el concepto de “abusividad” en la propuesta. El artículo 52 LC y Q ³² modificado por la ley 25.589, en

³² ARTÍCULO 52.- Homologación. No deducidas impugnaciones en término, o al rechazar las interpuestas, el juez debe pronunciarse sobre la homologación del acuerdo.1. Si considera una propuesta única, aprobada por las mayorías de ley, debe homologarla.2. Si considera un acuerdo en el cual hubo categorización de acreedores quirografarios y consiguiente pluralidad de propuestas a las respectivas categorías) Debe homologar el acuerdo cuando se hubieran obtenido las mayorías del artículo 45 o, en su caso, las del artículo 67;b) Si no se hubieran logrado las mayorías necesarias en todas las categorías, el juez puede homologar el acuerdo, e imponerlo a la totalidad de los acreedores quirografarios, siempre que resulte reunida la totalidad de los siguientes requisitos: i) Aprobación por al menos una de las categorías de acreedores quirografarios;ii) Conformidad de por lo menos las tres cuartas partes del capital quirografario; iii) No discriminación en contra de la categoría o categorías disidentes. Entiéndese como discriminación el impedir que los acreedores comprendidos en dicha categoría o categorías disidentes puedan elegir —después de la imposición judicial del acuerdo— cualquiera de las propuestas, únicas o alternativas, acordadas con la categoría o categorías que las aprobaron expresamente. En defecto de elección expresa, los disidentes nunca recibirán un pago o un valor inferior al mejor que se hubiera acordado con la categoría o con cualquiera de las categorías que prestaron expresa conformidad a la propuesta;iv) Que el pago resultante del acuerdo impuesto equivalga

su inciso 4 establece que “... en ningún caso el juez homologará una propuesta abusiva o en fraude a la ley...” Este texto impone una obligación al magistrado que deberá descartar la existencia de abuso o fraude. Sobre el tema hay abundante doctrina y jurisprudencia y se observan avances concretos de la práctica judicial con requerimientos de información adicional para una mejor decisión.

El ya mencionado art. 43 LC y Q señala en su segundo párrafo en que pueden consistir las propuestas: “... quita, espera o ambas...” En todos los casos se trata de un concepto general de sacrificio de los acreedores, esfuerzo o contribución para el saneamiento de la unidad económica. Cuando entonces este sacrificio adquiere las características de un abuso? He señalado que³³:

“... A modo de hipótesis podría sugerirse que la condición de abusividad se verifica cuando una parte recibe más que otra y esto es en detrimento de esta última...”

“... Sobre la apropiación del resultado

Esta cuestión encierra otro tipo de dilemas, más filosóficos y menos técnicos. Determinar cuánto del resultado debe destinarse a las reinversiones, al pago de la cuota o para distribución de utilidades implica un debate de ideas no exento de posiciones antagónicas.

Algunas actividades solo pueden sobrevivir si cuentan con inversiones intensivas, ¿vale la pena postergar a los acreedores en esas condiciones? ¿Deben las inversiones realizarse con el sacrificio de los acreedores que postergan su cobro (en monto o tiempo)?

La norma legal establece algunas pautas respecto de las preferencias y el orden en que se debe pagar a los acreedores, tomando dicho orden como premisa para el trabajo, podría llegar a definirse a la propuesta de pago como el resultado de proyectar la actividad un “n” número de ejercicios de manera tal que se cancelen las deudas con privilegio, especial, general y quirografarios, siguiendo el orden establecido por la ley, postergando totalmente a los accionistas. También podría considerarse, tal como lo hace la norma legal vigente para la distribución de fondos en las quiebras, que una vez satisfechos los créditos con privilegio especial y los generales del inciso 1 se destine el 50% para los acreedores con privilegio general y el 50% a los quirografarios evitando postergaciones injustas de los acreedores comunes.

Entonces el planteo que se fórmula es: analicemos primero que puede realmente ofrecer el negocio, establezcamos las condiciones de operatividad (no matar la gallina de los huevos de oro), asignemos los excedentes así obtenidos al pago de las deudas respetando el orden de los privilegios o el que voluntariamente los acreedores acuerden. Recién entonces, calculemos cuanto tiempo se requiere para cancelar las deudas, a continuación definamos un criterio de equidad en el tiempo para postergar a los accionistas y con esa información podremos determinar la magnitud de la quita, que deviene como resultado del criterio mencionado.

a un dividendo no menor al que obtendrían en la quiebra los acreedores disidentes. 3. El acuerdo no puede ser impuesto a los acreedores con privilegio especial que no lo hubieran aceptado. 4. En ningún caso el juez homologará una propuesta abusiva o en fraude a la ley. (Artículo sustituido por art. 17 de la [Ley N° 25.589](#) B.O. 16/5/2002. Ver vigencia art. 20)

³³ Alicia Kurlat “Acerca del concepto de propuesta abusiva” Errepar N° 221 Pag. 446

Un porcentaje de quita no es en abstracto ni mucho ni poco, debe meritarse en relación con el sacrificio que realizan los acreedores, para no perder todo y las posibilidades reales de cobrar “algo”. Asimismo el tiempo o plazo de pago no es ni largo ni corto en si mismo, es el posible. ...”

“...Puede pensarse en situaciones de diversa índole, por ejemplo un negocio que como requisito de viabilidad requiere de un plazo para su consolidación para lo cual se deben reinvertir las utilidades, cabe, bajo esas circunstancias postergar a los acreedores hasta alcanzar dicha consolidación? O el caso en que de las proyecciones surge que del resultado de la actividad solo se alcanza a pagar los créditos sin que por años se puedan distribuir utilidades, tiene sentido para los accionistas mantener sus inversiones en un negocio que opera bajo esas condiciones?

Es decir lo sustancial a dilucidar es cuanto se puede efectivamente destinar a pagar deudas concursales sin que estas erogaciones lleguen a socavar la actividad poniendo en peligro las condiciones de operatividad. ...”

d) Control de la marcha de las operaciones y el análisis de las posibilidades de modificar la propuesta. El Plan de empresa como respaldo indispensable.

Una vez homologado el acuerdo se inicia la etapa final del proceso: el cumplimiento de la propuesta de pago.

Contar con datos proyectados y sus correlativos reales importa un valor adicional toda vez que se podría considerar la posibilidad de flexibilizar las condiciones del acuerdo. La bizantina discusión acerca de si la propuesta es susceptible de mejora, o si es o no abusiva quedaría totalmente superada, los hechos y la incontrovertible realidad mostrarán si existe capacidad de recupero y la capacidad de pago.

Algunos más escépticos podrán sugerir que si frente a la existencia de mejores resultados, estos se tuvieran que destinar a incrementar el pago a los acreedores no se tendría estímulo alguno para perseguir una mejor performance comercial. Sin embargo no hay dilema alguno, basta con remitirnos a los objetivos del concurso preventivo para encontrar las respuestas adecuadas, así considerando que se persigue la conservación de la unidad económica, su saneamiento y recupero para hacer posible la cancelación de los pasivos, parecería lógico que la medida de justicia a aplicar gire alrededor de definir la prioridad de los actores en la apropiación de los resultados del negocio. De esta manera debería establecerse la proporción a destinar para reinvertir asegurando la continuidad, para el pago de cuota concordataria sin que importe despojo y en su caso el reconocimiento de un dividendo a los accionistas en la medida que no signifique beneficio improcedente.

La simplificación en el proceso es evidente, el debate acerca de lo que teóricamente se pagaría/cobraría es estéril si se discute con años de anticipación, en estos tiempos, un período de más de 3 años puede ser considerado largo plazo.

Los resultados alcanzados dejan de tener carácter de supuesto para constituirse en datos ciertos que posibilitan una administración flexible de los resultados positivos; la generación de excedentes sobre lo presupuestado debería beneficiar a las partes en su conjunto, ya sea por el efecto de capitalización del negocio a través de las inversiones, como por cancelación anticipada de la deuda concursal: lo primero a su vez implica mayores posibilidades de nueva generación de excedentes con la consecuente reducción del plazo de pago previsto.

Si por el contrario, no se alcanzaran los niveles de rentabilidad estimados es probable que un nuevo análisis sobre la realidad permita determinar hasta donde resulta realmente viable el negocio y la conveniencia de mantener la postergación de los acreedores que podrían ver afectada su capacidad de cobro en el transcurso del tiempo; aun en un escenario inverso al previsto originalmente, los beneficios de conocer la realidad de manera realista son evidentes.

La norma legal actualmente vigente es clara respecto de las consecuencias del incumplimiento de un acuerdo, y excluye cualquier alternativa de revisión de la capacidad de la empresa para generar excedentes. El análisis que se realiza en el período de exclusividad no se repite, y en la etapa del cumplimiento del acuerdo el caso queda expuesto a la exigencia de algún acreedor sin alternativa de reformulación o ajuste, dejando abierta la vía de la liquidación.

La propuesta “flexible” implica que la forma en que se cancelarán las deudas no debe resolverse a priori en base a los pronósticos sino que una vez establecidas y acordadas las bases y condiciones generales en que se desarrollará la actividad, bastará con establecer las proporciones en que se repartirá el excedente. También podrían acordarse niveles mínimos que de no alcanzarse implicarían la liquidación, pero todo ello sería debidamente acordado y consentido por las mayorías legales.

El procedimiento que aquí se sugiere implica establecer reglas de juego claras, consecuencias conocidas y cursos de acción previstos.

ENFOQUE MULTIDISCIPLINARIO - APENDICE II.

1. Macroeconomía

Las teorías macroeconómicas aportan un importante caudal de conocimientos necesarios en la construcción de escenarios futuros; la situación económica, tanto local como internacional incide y define, en diversa medida, las posibilidades de desarrollo de un proyecto, prever cuales serán las condiciones del contexto macroeconómico en general, y del sector o industria en análisis, en particular resulta esencial para la construcción de los escenarios posibles.

El enfoque monetarista explica los fenómenos monetarios, la teoría de la oferta y la demanda de dinero, el nivel de precios y la inflación, y conocer la interrelación de las principales variables, su comportamiento esperado frente a cambios y ciclos contribuye a reducir la incertidumbre y a poder anticipar mejor las alternativas de decisión.

Algunos puntos de partida como la teoría cuantitativa del dinero, explican la interrelación mencionada, a partir de una ecuación muy sencilla, se vinculan cuatro variables que proporciona un enfoque transaccional de cambios:

$$M_s \times V_t = P \times T \quad \text{donde :}$$

M_s = al stock monetario u oferta monetaria.

V_t = es la velocidad de circulación o rotación del dinero en un tiempo t ;

P = al nivel de precios o precio promedio de bienes y servicios y

T = las transacciones físicas o ventas agregadas en una economía; es una constante

Esta relación entre las variables, que implica una condición de equilibrio permite explicar los efectos en la economía que devienen de la definición del quantum de dinero u oferta monetaria. Es así que por ejemplo la teoría de la determinación de los precios se basa en el concepto que un incremento del dinero, sin alteración de las otras variables que son constantes, implica un incremento en el nivel general de precios: si se duplica la oferta monetaria, en determinado tiempo se duplica el nivel general de precios: $2M_s \times V_t = 2P \times T$, en el corto plazo se reduce la velocidad de circulación, en el mediano plazo se incrementan los precios, las transacciones y la velocidad de circulación para en el largo plazo volver a su nivel constante, el dinero es neutral no se modifica el nivel de actividad.

El principio de neutralidad del dinero parte de una premisa, que existe una correlación positiva entre la cantidad de dinero y el ingreso nominal, entre la tasa de reserva monetaria y la tasa de inflación.

La teoría del tipo de cambio en flotación introduce en el esquema descrito, la relación de los precios con el tipo de cambio y la devaluación de la moneda; la tasa de interés a su vez es una variable que ajusta la demanda de dinero: una perspectiva de devaluación futura hace subir la tasa de interés. Aun cuando la oferta monetaria no varíe, una expectativa de devaluación hace subir los precios y aumenta la velocidad de circulación, en el mercado el público se desprende de los pesos por pérdida de confianza.

Los dos modelos puros de políticas cambiarias que existen son la del tipo de cambio flotante o fijo, además de combinaciones de ambos con mayor o menor preeminencia de cada uno: en el primer esquema, el Banco Central tiene una política pasiva, no interviene fijando un tipo de cambio predeterminado esto a su vez implica una política monetaria activa que controla la oferta monetaria y la tasa de interés.

La fijación del tipo de cambio, por el contrario, implica la intervención del Banco Central fijando el tipo de cambio y emitiendo en proporción a la acumulación de moneda extranjera. La confianza del mercado en la moneda local define la demanda de dinero: a mayor confianza el público se desprende de la moneda extranjera y pasa a demandar moneda local, o a la inversa: es decir que la oferta monetaria sube o baja según la demanda.

Conocer las razones que determinan el tipo de cambio importa entender las relaciones entre las variables y poder pronosticar su comportamiento futuro.

La tasa de interés es otra variable vinculada con las otras variables macroeconómicas y sus valores.

La condición básica de equilibrio del mercado cambiario se verifica cuando los rendimientos esperados entre distintas monedas son iguales entre sí. En esa condición de equilibrio en el mercado de cambio habría una misma tasa de interés expresada en moneda común. Si dos inversiones en monedas distintas ofrecen tasas de interés también distintas, la condición de equilibrio implica que debería ser indiferente una u otra porque no solo interviene la tasa sino además la relación de tipo de cambio entre las mismas y las expectativas de depreciación/apreciación de una con otra.³⁴

³⁴ Así por ejemplo si el euro ofrece una tasa de interés menor a la del dólar para evaluar la conveniencia de una u otra opción de inversión hay que introducir la expectativa de apreciación del euro respecto del dólar para evaluar si al término de la inversión ésta resulta más rentable que la otra: la condición de paridad de la tasa de interés implica que la tasa de interés que devenga un depósito en una moneda, “\$” tiene que ser igual a la que devenga un depósito en “u\$s expresada en \$”. Si esto no fuera así las inversiones se volcarían masivamente a la alternativa más rentable alterando la demanda de dinero de esa moneda e impulsando a la baja la tasa de interés hasta alcanzar el equilibrio correspondiente.

Además un incremento en la oferta monetaria tiene un efecto en el aumento de los precios o inflación que a su vez genera una suba en las tasas de interés.

La pérdida del valor adquisitivo de la moneda es un componente que puede integrarse en los cálculos, cabe distinguir entre tasa nominal de tasa real, en función del componente “valor del dinero” y su verdadero poder adquisitivo:

$$i_r = i_a - \pi \text{ donde } \pi \text{ (} \pi \text{) es el factor de inflación.}$$

Tanto el nivel de las tasas de interés como el tipo de cambio son variables que determinan la rentabilidad de un activo monetario; el equilibrio entre los tipos de cambio y las tasas de interés viene dado por la relación entre ambas variables determinantes de la rentabilidad.

Estas relaciones básicas en las variables macroeconómicas son importantes para la elaboración de proyecciones. Existen en nuestros medios, estudios macroeconómicos de prestigiosas consultoras que realizan estimaciones acerca del posible comportamiento de estas y otras variables. En todo plan de empresa se debe tener en cuenta el valor que se estima tendrán las principales variables para poder medir además del efecto que cada una tiene en el esquema proyectado, la sensibilidad que tienen a distintos rangos de variabilidad.

La balanza comercial y de pagos, los términos de intercambio comercial, la estructura impositiva, el déficit / superavit fiscal, como el precio de commodities son cuestiones que modifican el panorama económico, su estudio y consideración resultan indispensables al momento de proyectar un cuadro de situación.

2. Microeconomía

La construcción de una ecuación prospectiva requiere asimismo de los fundamentos teóricos que aporta la teoría del consumidor que explican como decide el consumidor o demandante, a partir de la relación de distintas variables. Esto es esencial para la estimación de demanda y análisis de precios y costos. Se basa en determinados supuestos acerca de los consumidores como por ejemplo los de conocimiento (que el demandante conoce los bienes, los precios, el ingreso y sus preferencias) y los de comportamiento que se basan en el supuesto de racionalidad en las decisiones de consumo y las preferencias. Estas pueden incorporarse a través de una relación de orden o lista de preferencias pero se simplifica el manejo si se trabaja con una función de utilidad como representación de un orden de preferencias.³⁵

³⁵ F de Utilidad= U= U(x1; x2; x3; ...-xn) para xi como representaciones de de combinaciones de bienes y cantidades.

Además en la teoría del consumidor hay que considerar la restricción presupuestaria, es decir que los demandantes tienen ingresos limitados para destinar a la compra de los bienes y servicios:

$Y \geq$ al gasto en bienes y servicios; donde Y representa el presupuesto total

$$Y \geq P_1 \cdot X_1 + P_2 \cdot X_2 + P_3 \cdot X_3 + \dots + P_n \cdot X_n \quad (A)$$

En la construcción del modelo las variables P e Y son exógenas (no las decide el consumidor) y la variable X es endógena (cantidad a consumir del bien subíndice i para los precios dados P y el presupuesto total Y).

Las preferencias pueden representarse a través de curvas que unen puntos que representan igual utilidad o combinación indiferente de dos bienes, a mayor cantidad de ambos bienes, la curva representa un nivel de utilidad superior. La restricción presupuestaria representada por una recta, interseca tangencialmente a la curva de mayor utilidad que se puede alcanzar con dicha disponibilidad para gastar.³⁶

A partir de estos conceptos se puede operar matemáticamente con las fórmulas y determinar valores de interés: el punto en que se maximiza la utilidad, la utilidad marginal de cada bien, la derivada mide el efecto marginal sobre las cantidades del aumento/disminución en el precio, más conocido con el nombre de elasticidad de la demanda y la pendiente de la recta de la restricción presupuestaria

Según las características de los bienes los resultados difieren: si son sustitutos, complementarios o bienes inferiores. Para los primeros la relación es que el aumento en el precio de uno implica un incremento en la cantidad del otro, los segundos se comportan en el mismo sentido el aumento del precio de uno hace también menos atractivo el consumo del otro.

En una representación casi simétrica la teoría de la empresa hace aportes en temas de costos; explica como decide la empresa cuanto va a vender de producto y cuanto va a comprar de insumos para su producción. En el mismo sentido que el mencionado respecto a la teoría del consumidor, la empresa, conoce los bienes a producir, conoce los insumos y sus precios, pero además tiene una función de producción que representa la relación entre el producto y los insumos, esta relación tiene implícita la idea de eficiencia productiva.

³⁶ Bajo el supuesto que siempre se prefiere el promedio o algo de cada bien a todo o nada del otro

La fórmula se representa como $Q = f(K, L, I_i \dots)$ donde Q representa la cantidad de un bien, K es la representación económica del capital, L del trabajo e I_i corresponde a los diversos insumos.

Distintas combinaciones de insumos permiten obtener distintas cantidades de producto, existen también en esta teoría diferencias entre los insumos, pueden ser sustitutos perfectos, lo cual es muy poco probable o complementarios: por cantidades determinadas de un insumo necesito otras tantas de otro/s. Los rendimientos a escala también pueden ser de diversa índole: constantes, crecientes, o decrecientes, esto es medir cuanto se incrementa la cantidad de producto por el incremento de los insumos: en la misma proporción, más que proporcionalmente o menos.

En una decisión de oferta racional se busca maximizar el beneficio:

$$B_{(max)} = \text{Ingresos} - \text{Costos}$$

$$B_{(max)} = (p \times q) - (r \times K + w \times L)$$

donde los ingresos son equivalentes al precio del producto por la cantidad y los costos están determinados por los precios de los insumos y sus cantidades.

La suma de las demandas individuales conforma la demanda total del mercado, la oferta puede responder a una misma función que se reproduce como oferta total, el precio es la variable que determina la interacción de los agentes económicos.

Una cuestión de interés especial es analizar las condiciones de mercado que dan lugar a negocios y oportunidades³⁷. En efecto tanto en la gráfica de la función de demanda como en la de oferta se identifican zonas en las que tanto consumidores como productores estarían dispuestos a comprar/vender a precios aun mayores / menores que los de los puntos de equilibrio. Estas zonas se denominan excedentes del consumidor o del productor respectivamente y es allí donde se pueden localizar oportunidades dado que existen tanto consumidores dispuestos a comprar unidades por encima del precio de equilibrio como productores en condiciones de ofrecer a precios menores a los de equilibrio.

El mercado de competencia perfecta supone muchos oferentes y demandantes todos dispuestos a modificar las cantidades a demandar y ofrecer por pequeños cambios en el precio sin barreras de entrada ni salida para oferentes y demandantes.

El monopolio importa un modelo de mercado diferente, donde hay varios demandantes y un solo oferente con poder de determinar los precios. El oferente busca

³⁷ Adrian C. Giussarri Temas de Management Volumen III 7/2005 CIMEeI UCEMA

maximizar su beneficio y elige cantidad y precio que son dos variables que tienen relación inversa, pero está sujeto a la restricción de la función de demanda: el problema es encontrar el punto en que el ingreso se incrementa más que el costo por vender una unidad más, es decir ver como cambia el ingreso marginal cuando cambia el precio, es la relación en el incremento en el ingreso marginal por mayor precio y menor cantidad.

En el mercado oligopólico, - donde la oferta se concentra en pocas empresas-, el comportamiento de éstas es de interdependencia.. La teoría de los juegos aporta sus principios precisamente para explicar las situaciones en las que hay varias personas tomando decisiones de manera simultánea e interdependiente.

Otro tema que afecta el equilibrio del mercado y que la teoría microeconómica también estudia es la de la información asimétrica. El supuesto de conocimiento de los bienes por parte de los demandantes puede no verificarse, una parte tiene más información que la otra y por lo tanto la decisión racional que se asumía no es tal y esto incide en la forma en que se manifiesta la demanda; se producen distorsiones pero existen mecanismos para resolverlas.

Por último cabe mencionar el efecto de los impuestos que pueden gravar al productor o al consumidor modificando los precios: el oferente vende a un precio que difiere en menos del que el comprador paga. Esta brecha importa una pérdida de eficiencia y altera las ecuaciones de los actores, incide además las condiciones del mercado, monopólicas o de competencia perfecta y las elasticidades de la oferta y de la demanda: por ejemplo un impuesto al consumo de un producto con demanda inelástica tiene mayor incidencia para el consumidor, como el caso de los gravámenes a los cigarrillos; a mayor inelasticidad de la oferta mayor incidencia para el productor, tal el caso de los productores agropecuarios con cosecha levantada.

La función del estado como tercer agente resulta una cuestión central en el estudio de las cuestiones macroeconómicas, su acción de intervención regulatoria en el mercado, buscando corregir las distorsiones generadas por el poder de los mercados concentrados, por la información asimétrica y por las externalidades.

3. Estadística.

Las estadísticas conforman un importante conjunto de conocimientos técnicos que contribuyen a la elaboración de proyecciones en los valores de esperados, por ejemplo de ventas, costos y gastos con la estimación de la ocurrencia de acontecimientos que pueden ser determinantes en el resultado del negocio.

El “armado” del modelo requiere una identificación de las variables que intervienen, determinando además las relaciones de dependencia o independencia. A través del análisis exploratorio se puede encontrar el mejor subconjunto de variables explicativas y la forma de relación entre las mismas. El acceso a los datos, su validez y confiabilidad son aspectos fundamentales para que los resultados sean pertinentes y sirvan para explicar y lo que es aun más importante, predecir.

El análisis confirmatorio permite demostrar la validez de dicha relación, a través del análisis de regresión se pueden explicar y estimar las relaciones entre las variables independientes o exógenas y las dependientes o endógenas. Los valores históricos de las variables son datos y si bien son aleatorias respecto del futuro, a los efectos de los pronósticos se consideran dato observado.

Cabe sin embargo mencionar que según los valores de los coeficientes de correlación se podrá inferir que existe o no relación entre las variables, pero aun cuando un valor alto pueda implicar que existe una fuerte relación entre las variables no necesariamente está señalando una relación de causa –efecto porque podría estar a su vez influida por otra u otras variables.

La aplicación de software específico de “paquetes estadísticos” simplifica las operaciones, permite trabajar con largas series de datos y gran volumen de información, todo ello constituye un aporte fundamental para la elaboración de escenarios futuros.

Estos estudios son de aplicación en diversos campos, tanto para procesos de producción industrial, estudios de costos, la sociología, la econometría con variables macro o micro económicas.

Una vez identificadas las variables y sus relaciones de dependencia, se analiza la distribución de probabilidad de los valores observados. En los casos en que no se cuenta con este dato, se puede recurrir a la opinión de expertos (fuente subjetiva) que realice una estimación de la probabilidad de ocurrencia. Por ejemplo para estimar valores de variables macroeconómicas como inflación, tasas de interés, o crecimiento de determinado mercado, las proyecciones de expertos pueden ser una buena fuente de datos.

La naturaleza de la variable, discreta o continua y la forma que adquiere su distribución de probabilidad son cuestiones básicas a conocer para el planteo del modelo, la combinación de la participación simultanea de las variables seleccionadas con sus rangos de variabilidad y sus distribuciones de frecuencia son los input a procesar que permiten obtener un output de posibles resultados con un rango de valores mínimos y

máximos y más probables que sirven para estimar no solo los valores finales con mayor posibilidad sino además conociendo el nivel de probabilidad que tienen.

Los rangos y valores de las variables que se obtengan del proceso descrito, podrán ser los utilizados en las proyecciones del negocio

4. Matemática financiera

El cálculo financiero aporta un importante bagaje de fórmulas matemáticas que permite representar una gran variedad de situaciones propias del mundo comercial. Los aspectos básicos son el interés (o renta asociada a un capital) y el descuento o valor actualizado de un capital, donde el valor del dinero aparece relacionado con el transcurso del tiempo. El accesorio puede capitalizarse o no, dando lugar a una progresión geométrica o aritmética según el caso.

El capital, la tasa y el plazo son los datos básicos para formular los cálculos, así se pueden conocer tasa equivalentes por períodos distintos, resultados de inversión que difieren si son adelantados o vencidos, plazos medios, cuotas periódicas etc.

Las operaciones financieras pueden ser muy variadas y complejas con horizontes finitos y conocidos o plazos extendidos cuyo final está muy alejado, con rentas temporarias, diferidas, inmediatas o imposiciones vencidas según cuando se inicie el primer pago.

La fórmula básica es la de la progresión geométrica decreciente que permite calcular el valor actual, o a un determinado momento, de un flujo de fondos constante durante un número de períodos:

$S = a_1 \frac{1 - q^n}{1 - q} \quad q = \frac{1}{1+i}; \quad a_1 = 1^\circ \text{ término} \quad n = \text{períodos}$
--

O lo que es lo mismo:
$$V_{(1,n,i)} = \frac{C(1+i)^n - 1}{(1+i)^n i}$$

Los pagos anticipados o diferidos pueden calcularse a partir de esta fórmula, lo importante es establecer el momento de la valuación y cuando comienza el primer pago.

Asimismo se pueden resolver casos en que $n \rightarrow \infty$ (perpetuidades) y con $C = 1$ o $C \neq 1$ operando sobre las fórmulas básicas se obtiene:

$$S = \frac{C}{i}$$

Esta fórmula es de particular interés y resulta de mucha utilidad para casos en que se trabaja con gran número de períodos.

La imposición de capital importa valuar las rentas al final del período de inversión, se trata de una progresión geométrica creciente:

$$S = a1 \frac{q^n - 1}{q - 1} \quad \text{que se denota como : } A_{(1,n,i)} = \frac{C (1+i)^n - 1}{i}$$

A partir de esta fórmula pueden calcularse valores futuros para cuotas iguales adelantadas, diferidas.

El supuesto de las fórmulas anteriores es que las cuotas son iguales a lo largo del periodo, si estas fueran variables ya sea que crecen o decrecen, hay que introducir este valor de variabilidad que se denota con una g . La variabilidad puede ser en progresión geométrica o aritmética, la diferencia es que esta última es una variación de suma fija.

Si la tasa a la que se descuenta es mayor que el factor de crecimiento, es decir $i > g$ entonces se trata de una progresión decreciente, los montos actuales de los últimos períodos son menores a los de los primeros.

El factor de crecimiento significa que la cuota C se modifica por efecto de una tasa g por lo que la progresión se transforma en:

$$S = a1 \frac{1 - q^n}{1 - q} \quad ; \quad S = \frac{C (1+g)^n}{1+i} \frac{1 - (1+i)^n}{1 - \frac{1+g}{1+i}} \quad \text{o lo que es igual a } \frac{C}{i-g}$$

Por el contrario si los valores de períodos más lejanos son mayores a los valores actuales de los más recientes, entonces estamos ante el caso en que el factor de crecimiento es superior a la tasa a la que se descuenta.

El álgebra permite, por medio del pasaje de términos calcular cualquiera de sus componentes, dados el resto como datos. Así se podrá calcular tanto la cuota, como el plazo, el valor actual o la tasa de descuento, este último cálculo es engorroso ya que debe hacerse por extrapolación. En el acápite VI. 3. se desarrolla la fórmula de la TIR o tasa interna de retorno y se analiza su valor informativo.

5. La información contable

La contabilidad como sistema de información es un recurso fundamental por el aporte de datos. Los estados contables de ejercicios económicos, que abarcan plazos iguales, permiten contar con cuadros de estados patrimoniales y de resultados que son comparables por distintos períodos todo lo cual importa la posibilidad de hacer análisis del pasado, estudiar tendencias y relaciones entre variables; asimismo estos estudios permiten hacer proyecciones. Lo esencial de la información contable es su integralidad, dado que abarca el conjunto de la actividad, además la observancia de los principios y procedimientos contables garantiza su confiabilidad y homogeneidad. En esto radica la importancia de los valores de saldos de las cuentas contables que sirven de datos para

obtener otros indicadores que son de utilidad para medir aspectos económicos y financieros del ente comercial.

La información contable si bien confiable, en tanto sujeta a la aplicación de los principios contables podría requerir de ajustes si se quisiera exteriorizar estados de situación que reflejen condiciones que coincidan con lo que se quiere analizar. En efecto, la técnica contable impone métodos para la valuación de activos, para el tratamiento de las amortizaciones y gastos de investigación y desarrollo así como también admite prever gastos futuros pero estos procedimientos pueden no ser apropiados para reflejar adecuadamente determinadas circunstancias. En ese mismo sentido las normas fiscales exigen correcciones a algunos rubros para los balances impositivos todo lo cual es práctica habitual del ejercicio profesional de los contadores, así por ejemplo cabe mencionar la limitación que rige actualmente para reflejar los efectos inflacionarios en los estados contables según las normas fiscales vigentes. Admitir la posibilidad de realizar ajustes a los balances no importa degradar la calidad de la información sino adecuarla a los escenarios compatibles con la realidad, pero esto debe ser realizado por profesionales expertos considerando todos los efectos que los ajustes pueden tener en el conjunto de los datos.

Los principales conceptos contables están vinculados a los rubros patrimoniales y de resultados. Los primeros pueden resumirse en:

ACTIVO	PASIVO
Activo corriente	Pasivo corriente
Activo no corriente	Pasivo no corriente
	Patrimonio neto

El equilibrio del Activo con el Pasivo y el Patrimonio Neto constituye un pilar del esquema contable, implica que los bienes del ente son financiados tanto por capital propio como ajeno. El concepto de corriente y no corriente está referido al plazo de realización, menor o mayor a un año respectivamente y es aplicable a activos y pasivos.

El capital de trabajo como diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes constituye una medida de capacidad de disposición de fondos; también cabe analizar las operaciones según si absorben o liberan fondos y en ese sentido como se modifica el capital de trabajo.

El cuadro de resultados expone el rendimiento del negocio según distintos niveles, los rubros que lo integran registran operaciones devengadas en el período: el primer dato lo aportan las ventas, a continuación se van restando los costos y gastos en los que se ha incurrido para arribar al resultado final.

Así se exhibe:

	VENTAS
menos	<u>(COSTOS DE PRODUCTOS)</u>
	RESULTADO BRUTO
menos	(GASTOS DE COMERCIALIZACION)
	(GASTOS DE ADMINISTRACIÓN)
	<u>(GASTOS FINANCIEROS)</u>
	RESULTADO NETO

Analizar los resultados en cada etapa permite aislar la incidencia de los diversos conceptos evitando la superposición de los efectos de unos y otros.

También pueden construirse fórmulas que segreguen los impuestos y los intereses, para calcular el efecto impositivo (según la tasa) sobre el endeudamiento. El resultado antes de impuestos e intereses EBIT (*earns before interests & taxes*) es un concepto de amplio uso en el análisis de proyectos y negocios dado que permite por un lado aislar los efectos impositivos y por el otro un tratamiento diferencial de la incidencia del costo del endeudamiento. Además mide el efecto “apropiación del resultado” dado que se establece la participación del estado vía impuestos, de los terceros prestamistas vía los intereses, de los accionistas con los dividendos y en su caso la proporción que se reinvierte o retiene.

Cabe aquí realizar algunas precisiones respecto de algunos conceptos que a veces en la práctica concursal se utilizan de manera indistinta cuando en realidad refiere a cuestiones diferentes. Esto ha sido señalado ³⁸ “...Cabe, en ese sentido, y en primer lugar, formular aclaraciones respecto de los conceptos de resultado operativo, excedente, ganancia o superávit financiero, que denotan cosas distintas y no resulta conveniente utilizarlas como sinónimos.

Esto implica definir previamente qué es lo que se va a considerar como monto susceptible de ser distribuido, abriéndose un debate que no es ocioso dado que resulta fundamental poder establecer de manera precisa a qué concepto debemos referirnos en la determinación del quantum.

El término excedente remite al resultado de ingresos y egresos antes de impuestos, intereses por préstamos de los accionistas y amortizaciones.

El resultado operativo es el saldo neto de rubros de ganancias y de pérdidas antes de impuestos y amortizaciones.

³⁸ Alicia Kurlat “Acerca del concepto de propuesta abusiva” Errepar N° 221 Pag. 446

La ganancia neta, líquida y realizable es el resultado después de restar además de todos los conceptos los impuestos, amortizaciones e intereses y de realizar las reservas legales.

Por último el superávit financiero es un saldo positivo de caja, que expresa la situación de disponibilidad de fondos en determinado período o momento...”

Existe una gran variedad de indicadores que combinan información patrimonial y de resultados brindando ratios que sirven para expresar en valores estandarizados relaciones entre los rubros.

El resultado bruto como porcentual de ventas se llama margen bruto, y el margen de utilidad es la proporción de ganancias netas respecto del total vendido. Las cuestiones terminológicas resultan fundamentales para la comprensión de las conclusiones derivadas de los diversos indicadores.

A continuación se exponen algunos indicadores, los de uso más frecuente y que son de utilidad en la elaboración del Plan de empresa que se desarrolla en el último acápite.

Ratios de rendimiento:

Rendimiento sobre Activos (RA) = EBIT/ Activo total

Rendimiento del capital propio³⁹ (RPN) = Resultado Neto/ Patrimonio Neto

Rotación de ventas = Ventas / Activos totales

Retorno de la Inversión= EBIT (1-t) / Pasivo + Patrimonio Neto

Ratios de liquidez:

Coefficiente de liquidez = Activo corriente/ Pasivo corriente

Ratio de Tesorería = Caja y Bancos + Cuentas a Cobrar+ inversiones ctes/ Pasivo cte.

Prueba Acida = Caja y Bancos / Pasivo corriente.

Capital circulante sobre ventas= Activo corriente – Pasivo corriente/ Ventas

Ratios de solvencia:

Coefficiente de solvencia = Pasivo / Capital Propio

Existen variantes sobre este ratio, calculando solo con el pasivo financiero y descontando el comercial (pasivo circulante), o solo el pasivo corriente sobre el capital propio, o cualquier otra combinación de capital propio y ajeno.

Apalancamiento:

Estudia los efectos del endeudamiento sobre los rendimientos del capital propio, para ello adquiere importancia tanto la tasa de interés del endeudamiento, el monto adeudado como la tasa impositiva. El costo del capital de terceros se calcula con la siguiente fórmula:

³⁹ También conocido como retorno de la inversión o tasa de rendimiento de los accionistas

deuda $\times i \times (1-t)$ donde i representa la tasa de interés y t la tasa del impuesto a las ganancias. Surge de la fórmula la ganancia que se obtiene por el efecto impositivo sobre los intereses.

Además, si $i_d < i_k$, en tanto aumenta la participación del capital ajeno, a igual rentabilidad se obtiene un mejor rendimiento del capital propio.

El rendimiento para los accionistas, o retorno del capital propio puede determinarse a partir del ratio RA, esto surge con claridad de la siguiente ecuación donde el Rendimiento del capital propio se calcula⁴⁰:

$$\begin{aligned} \text{RPN} &= \text{RA} + [\text{RA} - \text{tasa de interés}] \times \text{Coef. de solvencia} \\ \text{RPN} &= \text{EBIT/Activos} + [(\text{EBIT /Activos} - \text{tasa de interés}) \times \text{Pasivo/ Capital Propio}] \end{aligned}$$

Se observa la relación entre la tasa de rendimiento del negocio y como ésta debe ser superior al costo del capital ajeno para no comprometer los resultados finales.

Para analizar relaciones entre márgenes de rendimiento y volumen de operaciones pueden combinarse indicadores⁴¹:

$$\text{Rendimientos S/ Activos (RA)} = \frac{\text{EBIT (1-t)}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos}}$$

El primer término refleja el margen operativo antes de impuestos, el segundo el ratio de rotación de activos, uno refleja rendimientos el otro relaciona las ventas con los bienes. Estos resultan de utilidad para decisiones estratégicas de las compañías en tanto sus rendimientos pueden provenir de menores márgenes y mayores volúmenes o viceversa.

El Leverage Operativo es otro indicador que mide la sensibilidad del resultado operativo a cambios en las ventas:

$$\text{Leverage Operativo} = \frac{\% \text{ de cambio en el resultado operativo}}{\% \text{ de cambio en las ventas}}$$

Hay ratios que permiten medir la rotación de inventarios, los días promedio de cobranzas y de pagos, los riesgos de iliquidez, medidas de solvencia, relaciones de cargos fijos versus ingresos, ratios de cobertura de largo plazo etc. Al apropiado uso de estos indicadores acerca al analista a conocer el negocio y mejorar el proceso de toma de decisiones. Además este conjunto de indicadores permite a los tenedores de deuda analizar los posibles riesgos de incumplimiento derivados de las características de la compañía deudora.

6. Gestión administrativa, organización y variables cualitativas.

⁴⁰ Ciaran Walsh "Ratios Clave para la dirección de empresas" Ediciones Folio S.A. Barcelona 1994

⁴¹ Aswath Damodaran, "Investment Valuation" John Wiley & Sons Inc. 1996

La gestión de una empresa concursada también ofrece algunas particularidades que deben ser tenidas en consideración. El panorama más común que presentan las concursadas es el de continuación de los modelos de gestión que venían utilizando lo cual en general no suele ser lo más aconsejable. Por un lado la gestión puede no haber sido apropiada entonces y tal vez hasta causal de la situación de desequilibrio, o aun cuando haya demostrado ser eficaz para la empresa *in bonis* requiere ser adaptada a las nuevas condiciones.

La técnica de gestión y administración es vasta y existen excelentes desarrollos sobre procesos de cambios y adaptación a nuevas condiciones operativas. Estos aportes son esenciales para el futuro de la empresa, en todos los casos se aconseja reformular desde los objetivos hasta los programas de acción, más aun en el caso de una empresa bajo el régimen de concurso preventivo en el que una profunda revisión de sus estrategias resulta fundamental procurando que el conjunto de la organización logre alinearse a las nuevas condiciones.

Suelen anunciarse medidas de reducción de gastos operativos pero es indispensable que los cambios surjan de un plan integral que se origine en la reformulación de la visión de la empresa. Las acciones aisladas pueden arrojar magros beneficios y aun en algunos casos generar perjuicios imprevistos.

Este tema amerita un trabajo especial, y no es este el objetivo del presente, solo cabe mencionar la trascendencia de las cuestiones de dirección y gestión administrativa en la continuidad operativa y la importancia que tiene que en las más altas esferas de la conducción se conozcan las características y los efectos del proceso concursal.

7. Evaluación social.

La economía ha desarrollado una rama de estudio que permite realizar una evaluación social de proyectos de inversión. Es un análisis diferente y que persigue objetivos diversos al de la evaluación privada: en este último enfoque la decisión de invertir está centrada en el rendimiento del capital para el inversionista. En la evaluación social, interesa el flujo de recursos reales utilizados en el proyecto, se establece la situación del país con o sin el proyecto⁴² Así se trabaja con precios y costos sociales que difieren en su concepción y cálculo de los conceptos tradicionales.

Los conceptos básicos de la microeconomía relacionados con los beneficios de consumidores y productores son puntos de partida para estas evaluaciones. Una baja en los

⁴² Fontaine Ernesto "Evaluación social de proyectos" Ediciones Universidad Católica de Chile Año 1999

precios de los productos genera excedentes para consumidores que socialmente pueden estar compensados con costos adicionales para los productores. Según la elasticidad de la demanda existirán diferencias a favor de unos u otros en la ecuación total.

La evaluación social también compara beneficios y costos de los proyectos pero el punto de vista de la sociedad y los beneficios sobre el bienestar de la comunidad.

El precio de mercado de los bienes (utilizado en la evaluación privada) puede diferir del precio social, por ejemplo cuando se trata de cuantificar el valor de un servicio público, -provisión de agua, carreteras, educación etc.; en ese mismo sentido los costos sociales responden a un criterio de valuación distinto a los privados.

Además en la evaluación social también cabe considerar las externalidades o efectos indirectos –positivos o negativos- que hay que sumar o restar del resultado; pueden mencionarse los efectos contaminantes de una obra, o por el contrario los beneficios de descongestión, o reducción de tiempo de viaje de usuarios de transporte por nombrar solo algunos ejemplos. Hay también beneficios o costos intangibles o de difícil medición como los efectos de mejoramiento de la distribución del ingreso o movilidad social etc.

El estado cuenta con mecanismos para fomentar o desalentar niveles de producción de determinados productos que generan externalidades para mantener volúmenes de equilibrio.⁴³

La elección de la tasa de descuento a utilizar es un tema muy significativo en los proyectos sociales. En la evaluación privada existen herramientas para su determinación, mientras que el criterio social ya no es el retorno que el inversionista espera o la tasa de inversiones alternativas sino que para determinar la tasa de descuento a utilizar existen diversas metodologías. Excede los objetivos de este trabajo adentrarse en estos temas, solo cabe enunciar ideas generales al respecto. En ese sentido Arnold Harberger⁴⁴ citando a “Professor Arrow on the social discount rate” señala que la tasa de descuento se obtiene considerando los efectos del endeudamiento adicional del gobierno en diversas clases de inversiones y ahorros. Se evalúa el impacto o costo de oportunidad social por la utilización de determinado bien o insumo en el proyecto, por el uso de divisas y el uso de capital, con los aspectos de impacto fiscal.

⁴³ Por ejemplo con impuestos que gravan la producción y obligan a la empresa a reducirla, de Alfred Pigou impuestos pigouvianos; también generando mecanismos de compensación entre empresas.

⁴⁴ “Project Evaluation – Collected Papers” Arnold Harberger Midway Reprint The University of Chicago Press

Considerando los objetivos y el alcance del presente trabajo cabe mencionar que la norma legal reconoce a través del instituto de la “continuación de la explotación” la importancia de preservar la unidad económica y especialmente en aquellos casos en que se trate de la prestación de un servicio público o de la producción de un bien indispensable e insustituible.

Se ha señalado que la ley vigente no contempla la elaboración del plan de empresa, hay una mención al respecto en el artículo 190 recientemente reformado, en el que específicamente otorga un plazo de 20 días para que el síndico elabore un plan de explotación con presupuesto de recursos y gastos. También se contempla la posibilidad de continuar la actividad bajo el régimen de cooperativa de trabajadores.⁴⁵

Es evidente que la evaluación social podría ser de suma utilidad en estos particulares casos en los que los magistrados deben resolver si se discontinúa la actividad o bien se enajenan los activos en forma conjunta con una empresa en marcha. Tanto una como otra alternativa importan la aplicación de recursos privados y en algunos casos públicos, un análisis sobre la pertinencia y eficiencia de su inversión otorga racionalidad a la decisión judicial.

⁴⁵ ARTICULO 190.- **Artículo 190: Trámite común para todos los procesos** .En toda quiebra, aun las comprendidas en el artículo precedente, el síndico debe informar al juez dentro de los veinte (20) días corridos contados a partir de la aceptación del cargo, sobre la posibilidad de continuar con la explotación de la empresa del fallido o de alguno de sus establecimientos y la conveniencia de enajenarlos en marcha. En la continuidad de la empresa se tomará en consideración el pedido formal de los trabajadores en relación de dependencia que representen las dos terceras partes del personal en actividad o de los acreedores laborales quienes deberán actuar en el período de continuidad bajo la forma de una cooperativa de trabajo. A tales fines deberá presentar en el plazo de veinte (20) días, a partir del pedido formal, un proyecto de explotación conteniendo las proyecciones referentes a la actividad económica que desarrollará, del que se dará traslado al síndico para que en plazo de cinco (5) días emita opinión al respecto. El término de la continuidad de la empresa, cualquiera sea su causa, no hace nacer el derecho a nuevas indemnizaciones laborales. El informe del síndico debe expedirse concretamente sobre los siguientes aspectos: 1) La posibilidad de mantener la explotación sin contraer nuevos pasivos, salvo los mínimos necesarios para el giro de la explotación de la empresa o establecimiento; 2) La ventaja que resultaría para los acreedores de la enajenación de la empresa en marcha; 3) La ventaja que pudiere resultar para terceros del mantenimiento de la actividad; 4) El plan de explotación acompañado de un presupuesto de recursos, debidamente fundado; 5) Los contratos en curso de ejecución que deben mantenerse; 6) En su caso, las reorganizaciones o modificaciones que deben realizarse en la empresa para hacer económicamente viable su explotación; 7) Los colaboradores que necesitará para la administración de la explotación; 8) Explicar el modo en que se pretende cancelar el pasivo preexistente. En caso de disidencias o duda respecto de la continuación de la explotación por parte de los trabajadores, el juez, si lo estima necesario, puede convocar a una audiencia a los intervinientes en la articulación y al síndico, para que comparezcan a ella, con toda la prueba de que intenten valerse. El juez, a los efectos del presente artículo y en el marco de las facultades del artículo 274, podrá de manera fundada extender los plazos que se prevén en la ley para la continuidad de la empresa, en la medida que ello fuere razonable para garantizar la liquidación de cada establecimiento como unidad de negocio y con la explotación en marcha. (Artículo sustituido por art. 17 de la [Ley N° 26684](#) Modificación de la Ley N° 24522. **B.O. 30/06/11** Sancionada: Junio 1 de 2011 Promulgada: Junio 29 de 2011)