

# MÁS ALLÁ DEL MITO DE LA EMPRESA INMORTAL

PARADOJICA ECONOMÍA DE UNA DECISIÓN LIQUIDATIVA

¿EFICIENCIA VS. SUBSISTENCIA?

*Lucas Ramírez Bosco*

## ÍNDICE

1.-	INTRODUCCIÓN .....	3
2.-	PLANTEO GENERAL .....	4
3.-	EL CONCEPTO DE EFICIENCIA .....	4
4.-	UN EJEMPLO SOBRE LA UTILIDAD DEL CONCEPTO DE EFICIENCIA .....	7
4.1.-	LA EXPERIENCIA CHINA .....	7
4.2.-	CONCLUSIÓN DE LA EXPERIENCIA .....	9
5.-	OBJETIVOS DE LA NORMATIVA DE REORGANIZACIÓN Y LIQUIDACIÓN .....	9
6.-	UBICACIÓN DEL DERECHO DE PROPIEDAD E INCENTIVOS .....	10
7.-	LA CUESTIÓN CENTRAL .....	12
8.-	PLANTEOS ANTERIORES .....	12
8.1.-	PAPEL DE LA INFORMACIÓN DISPONIBLE EN LA DECISIÓN DE CIERRE .....	12
8.2.-	APLICACIÓN DEL ESQUEMA DE OPCIONES REALES .....	14
8.3.-	SUBASTA DIRECTA .....	17
8.3.1.-	ARGUMENTOS A FAVOR .....	17
8.3.2.-	CRÍTICA .....	19
8.3.3.-	VENTAJAS DEL MODELO DE EXTRACCIÓN .....	19
9.-	LA PARADOJA DE LA DECISIÓN LIQUIDATIVA .....	21
10.-	CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS EN DESARROLLO .....	22
11.-	CARACTERÍSTICAS TRASCENDENTES FRENTE AL HECHO DE LA INSOLVENCIA .....	24
12.-	DIFERENCIAS DE TRATAMIENTO DE ACUERDO AL SECTOR .....	26
13.-	MODELO DE VALUACIÓN .....	27
14.-	CRITERIOS PROPUESTOS .....	29

Hace diecisiete años, un prestigioso jurista desenmascaró el mito jurídico de la interminable “preservación” de la empresa, difícil de ver, por estar tan cerca de nuestras narices<sup>1</sup>.

En aquella oportunidad y en el contexto del comentario a un fallo, expresó que *“aunque la economía sea un instrumento de la política, sus principios no pueden ser impunemente despreciados por esta”*<sup>2</sup>.

Intentando avanzar un paso más con la ventaja del tiempo corrido, este trabajo busca precisar los parámetros que debieran seguir la ley y las decisiones judiciales a la hora de resolver si un negocio debe continuar funcionando. El análisis se centrará en la situación tal como se da en mercados emergentes.

Para eso, se usarán algunos instrumentos que no pertenecen propiamente al campo del derecho, pero que entiendo aportan a un tema difícil de limitar a lo jurídico. Empecemos por el principio.

---

<sup>1</sup> ANAYA, JAIME LUIS, *El Mito De La Empresa Inmortal*, El Derecho, Tomo 127, Año 1988, pags. 424/438. Si bien el autor se refiere más bien al caso de continuación de emprendimientos post – quiebra, que no será el centro de nuestro tema, en el fondo el asunto es el mismo, como también los principios.

<sup>2</sup> ANAYA, Ob. cit., pag. 438. El caso anotado fue Greco Hnos. S.A. y otros, CNCom., Sala B, 4 de Diciembre de 1987, publicado en El Derecho, Tomo 127, Año 1988, pags. 424/440.

**RESUMEN :** Existen básicamente dos métodos para liberar al giro comercial de la ineficiencia que genera la situación de cesación de pagos : reprogramar la deuda o liquidar la empresa.

Para lograr la eficiencia, la decisión entre una y otra herramienta no se debe tomar con iguales parámetros en economías fuertes que en débiles, por el mayor valor de opcionalidad que en mercados emergentes producen los escenarios más volátiles y por el tratamiento que debe darse a la información de que se dispone, que es más pobre.

En un mercado de liquidez ilimitada, recursos de dirección y administración inagotables y donde los bienes de capital se pueden reubicar inmediatamente en negocios que producen igual nivel de excedente, la venta directa es el único sistema que garantiza la eficiencia. Pero eso no es lo que sucede en la realidad.

Pareciera, entonces, que el proceso de mantenimiento de los bienes en cabeza de los dueños sería el más deseable para países en desarrollo pero, esta conclusión necesita, por su lado, un análisis más en detalle : hay que considerar que el exceso en el otorgamiento de oportunidades para conservar la propiedad y dirección puede generar un aumento del costo de financiamiento ex – ante, si se abusa del mismo. Y esto es especialmente perjudicial en economías de bajos recursos, cuyas tasas de interés ya son de por sí altas. Ahí estaría la paradoja en la decisión liquidativa.

Sin embargo, frente a situaciones en concreto, la idea de que la subasta directa es la mejor alternativa en todos los casos es una ilusión (o error) que se basa en la apariencia de un mundo que no existe.

Quien esté encargado de la decisión debe contrapesar el costo y el beneficio de diferir el cierre, intentando capturar el excedente de la continuación en marcha, lo cual requiere entender el contexto del negocio en base al sector en que se encuentra.

## 1.- INTRODUCCIÓN

Si una empresa entra en crisis de pagos, ante la incapacidad para enfrentarlos, es regla extendida que el sistema legal provea medios que lleven la situación hacia alguna forma de orden.

Así, básicamente, y con más o menos variantes, la ley tiene dos mecanismos que pueden remover del giro comercial la ineficiencia nacida del distress. La primera, es la realización colectiva, que debe darse cuando los bienes líquidos en reparto no son suficientes para cumplir, al momento del vencimiento con todos los acreedores, quienes en la mayoría de los casos ven reducidos sus cobros en proporción a las existencias, salvo que sean suficientes, aunque no líquidos en un momento específico.

El segundo método es el proceso de reorganización de deuda, que normalmente otorga un período de suspensión a las ejecuciones individuales, para que el acreedor pueda ofrecer luego un acuerdo con nuevas condiciones conformes con la realidad de los flujos de caja<sup>3</sup>, mecanismo que permite al dueño conservar la propiedad del negocio.

Ahora bien, es posible suponer que los dos sistemas están incorporados a la mayoría de las legislaciones comerciales, entonces, ¿cuáles deben ser las variantes en función de las características del mercado?

---

<sup>3</sup> Se dejan de lado los planes de reorganización privados, aun cuando sean colectivos. También, los que se llaman pre-armados (más conocidos como pre-packaged), debido a que implican una solución que no requiere intervención del mercado por parte de la ley o, si existe, es muy reducida. Esta última sería la imposición del acuerdo a los acreedores disconformes por medio de aprobación judicial, efecto que no hace trascendente la situación para el fin de este trabajo.

Más precisamente, ¿cuál es el punto de corte entre la decisión de reorganizar o liquidar un negocio considerando las condiciones de progreso del país?

El ámbito económico actual reconoce tres tipos de mercados : los desarrollados, los medios y los sub-desarrollados.

Los medios son aquellos generalmente denominados “en vías de desarrollo”, “en desarrollo” o “emergentes”.

Comparando la evolución económica entre una nación y otra, encontramos que la diferencia es sólo cuestión de grado. Si las instituciones tienen peso y las reglas objetivas cuentan con un amplio nivel de cumplimiento real, el estado de organización será alto, llevando a una determinada escala de progreso material. En cambio, si el esquema es el opuesto, el mercado será subdesarrollado o no desarrollado, ambos inexistentes a escala absoluta, pues alguna medida de objetividad e institucionalidad siempre existe, por más tribal que pueda ser.

Sin embargo, esta diferente nivelación puede generar la necesidad de esquemas distintos en lo sustancial, no cuantitativo, sino cualitativo. Y esto responde a que aumentar la intensidad de la presión formal de una regla frente a una situación más precaria, produce el resultado opuesto al que se busca.

Entonces, lo que es una cuestión de grado en los hechos, puede no resolverse con asignaciones cuantitativas distintas en la norma, sino que requiere diferencias de sustancia<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Esto se verá con precisión en los puntos 12 y 13.

## **2.- PLANTEO GENERAL**

Las leyes económicas tienen la función particular de ubicar recursos de un modo concreto. En ese reparto está en juego no sólo una cuestión distributiva, sino la eficiencia o tamaño de la economía de un país o región.

Por eso es que estas normas plantean un difícil análisis y, a veces, importantes contradicciones, en general aparentes.

En la órbita de estas reglas, es de capital importancia el régimen que trata las situaciones de insolvencia, pues en él se concentran gran cantidad de efectos que concurren hacia resultados que pueden ser muy tangibles en la vivencia económica diaria.

Este ordenamiento afectará la asignación de privilegios pre-insolvencia, el modo de uso de los recursos cuando el ente no tiene problemas de cesación de pagos, la tasa de interés a la que se financian las empresas en buen estado, entre otras cosas.

En este esquema hay una cuestión que pareciera ser la primera pregunta a responder : cuando un ente tiene dificultades financieras ¿debe reorganizarse o liquidarse?

Las respuestas ensayadas, si bien son varias, en su mayor parte analizan el asunto tal como se presenta en economías desarrolladas. De modo que no parece conveniente trasladarlas en forma directa a casos de mercados emergentes.

Para llegar al fondo de este tema, vamos a repasar el concepto de eficiencia, viendo como aplica en este caso concreto. Luego, veremos cuales son las propuestas que existen en países avanzados, plantearemos el marco para naciones en desarrollo y, finalmente, se propondrán criterios diversos.

## **3.- EL CONCEPTO DE EFICIENCIA**

Varias son las proposiciones que intentan explicar la idea de eficiencia.

Desde el punto de vista económico, un mercado competitivo es eficiente cuando se produce la maximización de los excedentes agregados de productor y consumidor.

Con agregados se hace referencia a la suma total de los excedentes de quienes integran una economía.

Esto sucede cuando el productor introduce en el mercado la mayor cantidad de bienes que es posible ingresar con los recursos que tiene disponibles. Por su parte, el consumidor obtiene la mayor cantidad de bienes y servicios con la menor cuantía de recursos.

Entrando ahora en la evolución dentro del análisis económico del derecho, la primer descripción del concepto se tomó del campo de la economía y es la de eficiencia u óptimo en sentido de Pareto. Esta situación se genera cuando en un intercambio de bienes no es posible mejorar el bienestar de una persona, sin empeorar el de alguna otra. Es decir, que si la asignación es eficiente, cualquier redistribución en beneficio de uno, tiene que empeorar a otro<sup>5</sup>.

La propuesta enfrentó el problema de los efectos que la mayoría de las transacciones tienen sobre terceros y, además, su empleo en el mundo real es muy difícil.

Así, para intentar un avance en el campo operativo, John Hicks y Nicholas Kaldor plantearon lo siguiente : una decisión es eficiente si el beneficio de los favorecidos permite indemnizar a los perjudicados y aun queda un remanente para los primeros<sup>6</sup>. No tiene importancia si la indemnización efectivamente se produce, lo que se mira es el resultado social neto, es decir, la posibilidad material de existencia de bienes para que la compensación se produzca, aunque los propósitos distributivos sean ajenos a esta idea.

El planteo de Kaldor-Hicks permitió llegar a un postulado más avanzado, propuesto por Posner, según el cual, la eficiencia se logra cuando en los intercambios de recursos, estos llegan a aquel uso en el que tienen mayor valor, medido monetariamente. O sea que la eficiencia, según este criterio, se califica con respecto a la intención y capacidad de pago<sup>7</sup>.

Hasta aquí la descripción histórica de la cuestión. Ahora : ¿qué hay detrás de este esfuerzo teórico?

---

<sup>5</sup> Al respecto se puede ver : PINDYCK, ROBERT S. y RUBINFELD, DANIEL L.; *Microeconomía*; Ed. Prentice Hall; 2000 (traducción por Victor A. Beker), pag. 399. VARIAN, HAL R.; *Microeconomía Intermedia – Un Enfoque Moderno*; Segunda Edición; Ed. Anoni Bosch; Segunda reimpresión; 1992 (traducción Ma. Esther Rabasco y Luis Toharía); pag. 356/7. POSNER, RICHARD A.; *Economic Analysis of Law*, Fifth Edition, Advisory Board, 1998, pag. 14. POSNER, RICHARD A.; *The Economics of Justice*; Harvard University Press; Sixth Printing, 1996, pag. 88.

<sup>6</sup> POSNER, RICHARD A.; *Economic Analysis of Law*, Fifth Edition, Advisory Board, 1998, pag. 14. También en POSNER, RICHARD A.; *The Economics of Justice*; Harvard University Press; Sixth Printing, 1996, pag. 91.

<sup>7</sup> En POSNER, RICHARD A.; *Economic Analysis of Law*, Fifth Edition, Advisory Board, 1998, pag. 16, el autor expone la idea explicando que frente a una determinada operación de intercambio, hay que mirar si en un mundo con cero costos de transacción, una industria compraría de otra el derecho a usar determinado insumo. Si esto sucede, es porque a la compradora le justifica soportar ese mayor costo por el provecho que obtendrá, mientras que a la vendedora también le resulta útil el negocio pues ahora gana más que con el uso que le daba.

Dos son los conceptos por los que circundan las ideas expuestas : maximización y valor.

Maximizar, en un sentido simple, implica lograr la mayor cantidad que se pueda de algo, contando con recursos limitados para ello. También, desde un punto de vista más bien moral o no material, maximizar puede pensarse como un esfuerzo de perfeccionamiento a fin de conseguir lo mejor posible con lo que está a disposición. Esta última propuesta es bastante abstracta, pero aporta en el avance hacia el significado.

Por otro lado, el valor, en el marco de una economía de mercado, es aquello que hace que algo en concreto sea suficientemente apreciado por los agentes como para ser objeto de precio. Quiere decir que los requisitos necesarios para que un recurso o elemento tenga valor, en sentido económico, son : apreciación por parte de los actores del mercado y escasez.

Entonces, si bien el valor es, desde el punto de vista ontológico, algo distinto del precio, estas son dos ideas que partiendo de la óptica de la ubicación de los recursos en una organización de mercado, no pueden permanecer separadas, porque el valor, en cuanto existe, se mide en términos monetarios, aun cuando en el intercambio económico hubieran casos en los que no se pague un precio para obtenerlo. Sería el ejemplo una liberalidad o un subsidio.

¿Cuál es entonces la descripción de eficiencia que mejor se corresponde con la decisión entre reorganizar o liquidar un ente con problemas de distress?

El modo más útil de ver el asunto parece el que mide la ventaja en la ubicación de los recursos en manos de los distintos operadores, que implica que la eficiencia en el reparto está dada por el hecho de que quien tiene el uso del bien sea capaz de obtener de él la mayor generación de valor.

O sea que el interés de una norma que trate la cuestión debe ser que los medios susceptibles de generar riqueza queden en poder de la persona o ente que más producción obtenga con ellos. Esto significa que **debe haber un excedente de valor por la asignación del uso del activo a un determinado agente**<sup>8</sup>.

¿Y como puede medirse donde está este excedente o diferencia en el uso del bien por uno u otro?

---

<sup>8</sup> Al respecto ver BAIRD, DOUGLAS G. y RASMUSSEN, ROBERT K.; *The End of Bankruptcy*; [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=359241#PapersDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=359241#PapersDownload). Fecha de consulta : 04/07/05.

La afirmación contiene condensadas ideas de importancia como ser que una empresa inviable no puede continuar su actividad por no generar excedente ninguno.



Existe una técnica de valuación, usada en materia financiera, que puede ser provechosa. Se llama Economic Value Added. El cálculo básico es sencillo : el valor agregado que genera una empresa surge de resolver lo siguiente :  $(R_k - C_k) \cdot (K \text{ invertido})$ .

Siendo en la fórmula  $R_k$  el retorno del capital,  $C_k$  el costo del capital y  $K$  invertido, el capital que se afecta al negocio. La cuenta permite comparar distintos emprendimientos y el beneficio que pueden producir y agregar a la economía con los mismos recursos o, mirando desde el otro lado, posibilita encontrar cuanto valor agrega la ubicación de uso de un bien en manos de alguien en particular.

Claro que en los hechos la aplicación es más compleja, pero sirve de guía para entender qué se postula en el caso como asignación eficiente.

#### **4.- UN EJEMPLO SOBRE LA UTILIDAD DEL CONCEPTO DE EFICIENCIA**

La importancia del concepto de eficiencia como guía para establecer la finalidad u objetivo de las normas que regulan la actividad económica y, específicamente, las que tratan situaciones de insolvencia, se puede ver con un ejemplo.

##### **4.1.- LA EXPERIENCIA CHINA**

Cuando en China asumió el gobierno la República del Pueblo<sup>9</sup>, en 1949, quedaron abolidas todas las leyes del anterior régimen Nacionalista<sup>10</sup>, incluida la de quiebras. Así, ese país quedó sin dicho ordenamiento en los siguientes treinta años, hasta 1986<sup>11</sup>.

Esta actitud frente a las situaciones de cesación de pagos sólo podía ser asumida por una economía de tipo planificada, en la cual el estado asumía todas las ganancias y las pérdidas, centralizando tanto la elección de los bienes a generar (con independencia de la

---

<sup>9</sup> La República del Pueblo fue el gobierno que se estableció como consecuencia de la toma del poder por parte del Partido Comunista Chino, que impuso la economía de tipo planificado (FAIRBANK, JOHN KING, “*China, una nueva historia*”, Editorial Andrés Bello, 1996, pag. 415 y sigs.)

<sup>10</sup> El gobierno Nacionalista, desde el punto de vista económico y social, puede catalogarse como “liberal”, aunque no en términos occidentales. En China la versión del liberalismo suponía que el individuo estaba subordinado al grupo y que el poder del gobernante era ilimitado y autocrático (FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit., pag. 314 y 315).

<sup>11</sup> LI SHUGUANG; *Bankruptcy Law in China : Lessons of the Past Twelve Years*; <http://www.fas.harvard.edu/>asiactr/haq/200101/0101a006.htm>. Fecha de consulta : 08/06/04.

demanda), como también, el sistema financiero. De modo que el estado controlaba oferta y ubicación de los recursos, subsidiando las pérdidas de las empresas cuando se daban.

En este esquema, las compañías con déficits crónicos y serios eran cerradas, suspendidas, consolidadas o fusionadas con otras y, si quebraban, lo hacían sin procedimiento, por ser innecesario<sup>12</sup>.

La conducta frente a las reglas de insolvencia es sólo un elemento más que muestra el fondo de una política que, en definitiva, y quizá sin pretenderlo directamente, consideraba sólo lo social, sin dejar lugar a las manifestaciones económicas.

La estrategia llevó al fracaso del plano material de la vida de la población. Un claro ejemplo de empobrecimiento fueron los resultados de los planes de ese gobierno. En su primera etapa, se promovió la colectivización del sector rural, que terminó en una producción de grano mucho más pobre y peores condiciones de vida para el campesinado<sup>13</sup>. Posteriormente, comenzaron a ejecutarse cambios en la industria, generando un éxito al principio, con el primer plan quinquenal (1953/57)<sup>14</sup>, que mostró sus defectos al momento de ordenar el segundo (que nunca fue despachado)<sup>15</sup> y terminando finalmente con el llamado “gran salto adelante” cuyo resultado, entre 1958/60, fue la muerte de entre veinte y treinta millones de personas por desnutrición y hambruna. Este episodio fue calificado como uno de los mayores desastres de la historia de la humanidad<sup>16</sup>, agravado por haber sido provocado por la propia acción del hombre.

La sumatoria de este tipo de lineamientos requirió el cambio que se produjo desde 1979, después de la muerte de Mao Zedong, en 1976<sup>17</sup>, que provocó una apertura importante, aunque limitada<sup>18</sup>.

## **4.2.- CONCLUSIÓN DE LA EXPERIENCIA**

---

<sup>12</sup> LI SHUGUANG, Ob. Cit.

<sup>13</sup> FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit., pags. 425/429.

<sup>14</sup> FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit., pag. 430.

<sup>15</sup> FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit., pag. 431/2.

<sup>16</sup> FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit, pag. 441.

<sup>17</sup> FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit., pag. 484.

<sup>18</sup> FAIRBANK, JOHN KING, Ob. cit., pag. 487. Sobre la evolución de esta historia en el contexto mundial, ver JOHNSON, PAUL; *Tiempos Modernos*; Javier Vergara Editor; 2000; especialmente pag. 667/694.

El ejemplo muestra los resultados de una opción política y legal frente al concepto de eficiencia, que puede ser aceptado en mayor o menor medida, e incluso sacrificado en determinada situación concreta de reparto, pero si se ignora genérica y sistemáticamente, origina daños muy severos.

Por eso, al enfrentar el análisis de los efectos económicos de una ley de reorganización financiera y quiebra, la idea de eficiencia sirve como guía fundamental para el modelo de la mejor opción reglamentaria.

## **5.- EL ESTADO DE EQUILIBRIO A LARGO PLAZO<sup>19</sup>**

Teniendo presente lo dicho y observando el panorama general, la competencia guía a las empresas a un equilibrio de largo plazo en el que las que permanecen producen al mínimo costo promedio.

Así, los procesos legales sobre cesación de pagos debieran estar diseñados para eliminar a las firmas que son económicamente ineficientes y cuyos recursos generarían mejores resultados en propiedad de otros.

Si no fuera así, el sistema legal se convertiría en un obstáculo que retardaría la ubicación de los bienes en su mejor uso.

## **6.- OBJETIVOS DE LA NORMATIVA DE REORGANIZACIÓN Y LIQUIDACIÓN**

Siguiendo a Kordana y Posner<sup>20</sup>, los propósitos centrales de una legislación de insolvencia son dos.

El primero es minimizar el costo del crédito a empresas en estado de solvencia. Es decir, el dador de crédito debe saber que, frente a la potencial cesación de pagos, la ley procurará que el cobro de su acreencia sea el mayor posible y en el menor tiempo. En este sentido, se debe buscar que la pérdida de valor sea la más baja para el titular del crédito.

---

<sup>19</sup> El punto se basa en el trabajo de WHITE, MICHELLE J., *The Corporate Bankruptcy Decision*, <http://links.jstor.org/sici=0895-3309%28198921%293%32%3C129%3ATCBD%3E2.0.CO%3B2-N>. Fecha de consulta : 29/07/05. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, N° 2 (Spring, 1989), 129-151.

<sup>20</sup> KORDANA, KEVIN A. y POSNER, ERIC A., *A Positive Theory of Chapter 11*, [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_51-75/61.eposner.chpt11.complete.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_51-75/61.eposner.chpt11.complete.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.

El segundo objetivo, es capturar el excedente de la continuación en marcha, en la medida en que exista; y si lo hay, que lo sea en la mayor medida posible<sup>21</sup>. Para esto, es necesario agregar el máximo de información con que se cuenta, lo cual es oneroso. De modo que, en este punto, es importante no perder de vista que existe un costo por la espera de los nuevos datos, que será considerado al momento de tomar la decisión<sup>22</sup>.

Claro que entre los dos puntos existe un “trade off”. Para minimizar el costo del crédito es necesario garantizar a quien lo otorga que su cobro será el mayor posible y en el menor tiempo. En ese sentido, se podría ver mejor un régimen de insolvencia de tipo duro. Es decir, la posibilidad de dilatar una liquidación necesaria, bajo un sistema de reorganización, puede producir un cobro menor y en un tiempo mayor. Pero como dijimos y se verá con precisión más adelante, reorganizar puede tener un excedente por sobre el valor de liquidación, que debe ser aprovechado por eficiencia económica.

Por lo demás, para que el primer objetivo de la una ley de insolvencia se cumpla, no basta con que haya excedente, parte de este debe llegar también al acreedor, a fin de que obtenga algo más que si hubiese una liquidación, pero nunca menos<sup>23</sup>.

## **7.- UBICACIÓN DEL DERECHO DE PROPIEDAD E INCENTIVOS**

Justamente el resultado del reparto es el que definirá si los recursos quedan asignados del modo más eficiente o no. Por eso, es importante tener en cuenta como se producen las distribuciones de riqueza en este proceso, porque además, es una oportunidad para los distintos actores de lograr una diferencia relativa, es decir, terminar en una posición de más riqueza comparado con la situación anterior, en función de lo existente. Así, cuando se habla de relativo, se hace referencia a que la proporción de un actor determinado es mayor<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Subyace a esta idea el hecho que desde el punto de vista de la eficiencia económica una empresa debe ser liquidada si el valor esperado de sus ingresos netos, de continuar activa, es más bajo que el valor esperado del ingreso por la subasta inmediata. Al respecto ver FUNDACIÓN DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS LATINOAMERICANAS (FIEL); *La Reforma del Poder Judicial en la Argentina*; pag. 138; disponible en : <http://www.fiel.org/publicaciones/Libros/lareformapj.pdf>. Fecha de consulta : 14/08/05.

<sup>22</sup> Con relación al modelo de extracción, se volverá más ampliamente sobre el tema en el punto 9.3.5.

<sup>23</sup> También sobre esto se profundiza en el punto 9.3.5.

<sup>24</sup> En ese sentido : WHITE, MICHELLE J., Ob. Cit. Respecto de algunas transferencias en particular ver el trabajo citado de FIEL, pag. 142.

Considerando las explicaciones de Baird, Gertner y Picker<sup>25</sup>, desde la óptica de la teoría de juegos, todo consiste en ver que opción alternativa tienen los distintos participantes y definir cual será su estrategia dominante.

En la página 236 de la obra citada, ya dejan definidas las posibilidades de algunos actores cuando explican que, suponiendo que el administrador y el dueño sean el mismo, si el salario alternativo que se le ofrece por gerenciar es menor a la parte que le toca en la negociación si la firma continúa operando, hay dos factores que determinarán el reparto de una firma en la reorganización : 1.- si el administrador tiene una nueva oferta como opción de salida; 2.- la relación entre el valor de liquidación de los activos y la parte que le tocaría a los acreedores si sigue operando, en función de su poder negocial<sup>26</sup>.

Carece de sentido profundizar este análisis, tampoco se pretende definir cual será la asignación resultante derivada de cada posible situación. Ese no es el objetivo de este trabajo y, además, es un tema a definir en cada caso concreto. Sí debe decirse que para saber como quedarán distribuidos los recursos concentrados en una empresa, en determinado momento, y teniendo en vista la posible opción entre liquidarla o mantenerla en marcha luego de un proceso de reprogramación, deben considerarse todas las opciones de cada parte y determinar cual será su estrategia dominante en función de la teoría de juegos.

Por ejemplo, si en la situación descrita, el dueño-administrador de una empresa chica o mediana tiene la posibilidad de administrar una más grande, pero que no es propia, y los beneficios que recibirá son visiblemente mayores, la reorganización puede no ser la mejor opción, si no hay un gerente capaz para reemplazarlo. Y esto aun cuando, en teoría, el valor de la empresa reprogramada sea mayor que el de liquidación<sup>27</sup>.

Otro ejemplo : si los acreedores no están dispuestos a aceptar una quita o empeoramiento de las condiciones que permitan a la empresa un funcionamiento eficiente, pues igual quedará ahogada con los pagos periódicos de deuda, puede ser mejor liquidar y esperar que otro empiece devuelta el negocio.

---

<sup>25</sup> BAIRD, DOUGLAS G. - GERTNER, ROBERT H. - PICKER, RANDAL C.; *The Game Theory and The Law*; Harvard University Press, Sixth Printing, 2003. Para el análisis que se hace en el punto 6 de este trabajo, es de utilidad el capítulo 7 del libro citado, pags. 219/243.

<sup>26</sup> Cuando se habla de alternativa o de opción de salida se está haciendo referencia a lo que en inglés se conoce como "exit option" y así se la refiere en el libro citado de Baird, Gertner y Picker.

<sup>27</sup> Se dice en teoría porque si no hay un administrador diligente disponible, el negocio en marcha puede no valer nada, sólo la proyección teórica de que pasaría si continuara la actual gerencia.

Por otro lado, si la renuncia de los acreedores es muy alta y eso resulta en beneficio para los dueños y administradores, puede producirse un perjuicio para el mercado de crédito, sobre todo, si se reitera en muchos casos.

En definitiva, aun frente a la situación concreta, puede ignorarse cual será el resultado de asignación de recursos, más, si se tiene en cuenta que gran parte de los datos requeridos para establecerlo no los tienen todos los agentes, sino sólo cada uno sobre su propia condición. O sea, el administrador conoce sus distintas opciones, pero esta información no suele llegar a los acreedores. Estos últimos, por su parte, tienen claras sus preferencias y precios de reserva para la negociación, pero el administrador no los sabe. En cuanto a los dueños, lo común es que carezcan de opciones alternativas o poder de negociar, a menos que los títulos tengan mercado secundario, circunstancia que habitualmente no se da en escenarios de insolvencia<sup>28</sup>.

En definitiva, lo importante es saber como inciden los elementos de esta explicación sobre el futuro económico y, al momento de decidir, hacer el mejor uso de la información disponible<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Con relación a las dificultades de las empresas en proceso judicial de reorganización para acceder al mercado de capitales, se puede ver GILSON, STUART C. - HOTCHKISS, EDITH S. – RUBACK, RICHARD S.; *Valuation of Bankrupt Firms*, The Review of Financial Studies, Spring 2000, vol. 13, N° 1, pags. 43-74. Y el trabajo se refiere a un mercado desarrollado, de modo que esto es más marcado para economías en desarrollo. De cualquier manera, no deben descartarse los casos excepcionales como, por ejemplo, el de ALPARGATAS SAIC, en Argentina, que no dejó de cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a pesar de encontrarse en concurso preventivo de acreedores.

<sup>29</sup> Con relación a los efectos redistributivos y los incentivos que una determinada regla puede producir en la decisión de las partes, es interesante leer la propuesta de WHITE, MICHELLE J., Ob. Cit.

La autora expone un modelo de cursos de acción de los directivos, que representan al equity, por un lado; y por otro, a una coalición de tenedores de parte de las acciones y de la deuda. Esta coalición no necesariamente tiende a buscar la eficiencia de la operación en general sino, dependiendo de la situación, la de sus titelistas.

Las opciones son : liquidar el negocio, reorganizar su deuda o permanecer fuera de ambos procesos y pedir un préstamo.

La norma analizada es la que fija el modo de establecer los privilegios. Al respecto, el trabajo expone cuatro posibilidades : 1.- Denominada “me first rule”. Se asume que todos los acreedores son no garantizados y que la prioridad en el tiempo la es también en el derecho. 2.- “Lender fist rule”, que es idéntica a la anterior pero exactamente inversa, de modo que el último en prestar está más arriba en el ranking de cobro. 3.- “Equal priority rule” en la que todos los acreedores están en igual posición, de modo que nadie tiene privilegio y por tanto, todos reciben una fracción proporcional del valor nominal de su crédito. 4.- Finalmente, la más implementada por las legislaciones es la “absolute priority rule” que establece un orden de pago en particular, por ejemplo,

## **8.- LA CUESTIÓN CENTRAL**

Nuestra finalidad es encontrar los modelos a seguir al momento de tomar la decisión entre reorganizar y liquidar un negocio.

En esta materia, no hay reglas mecánicas sino simples parámetros que sirven de guía, pero que son vitales para comprender el objeto.

Además, como vimos, la decisión entre uno y otro modo de tratar la insolvencia es una forma de ubicar los derechos de propiedad, que hacen al funcionamiento general del mercado.

Para encontrar las mencionadas reglas, empezaremos con el tratamiento que sobre el asunto se hizo en mercados avanzados, y luego analizaremos cuales de esos conceptos sirven en economías en desarrollo y si existen otros mecanismos diferentes que puedan ser de utilidad.

## **9.- PLANTEOS ANTERIORES**

### **9.1.- PAPEL DE LA INFORMACIÓN DISPONIBLE EN LA DECISIÓN DE CIERRE**

---

primero los que tienen un privilegio sobre un bien, luego los gastos del proceso, seguidamente los que tienen una prioridad sin asiento y en último lugar, los comunes.

Luego de un minucioso análisis, que tiene en cuenta el factor incertidumbre, White concluye que ninguna de las reglas genera siempre los incentivos para que la coalición o los gerentes resuelvan en forma eficiente. Las posibles soluciones que se ven para el caso en el trabajo citado son : 1.- Eliminar la responsabilidad limitada completamente y hacer a los accionistas personalmente responsables por las pérdidas. Así, se evita que los administradores le puedan transferir el riesgo a los acreedores con conductas ineficientes. Se aclara que esto es muy poco práctico en otros campos. 2.- Implementar la subasta directa de las firmas en marcha, pero procurando los medios para que los gerentes permanezcan y que la venta se divida entre varias clases de acreedores y accionistas en la que se provea compensación parcial a todos los grupos.

Veremos más adelante que esta última no parece la mejor solución para mercados ilíquidos, por los demás, la autora concluye que como en todo “trade off”, hay que buscar el mejor equilibrio porque, en definitiva, el sistema legal de insolvencia no puede establecer una regla rígida que solucione el problema absolutamente.

Siguiendo en este punto a Baird<sup>30</sup>, tenemos que, en primer lugar, en un proceso judicial de insolvencia, quien tiene que tomar la decisión de cierre o continuación es el juez o encargado de dirigir el proceso. Pero él no es un agente del mercado y no tiene la misma información, ni los incentivos, de quienes están inmersos en el mismo y pueden, por tanto, ganar o perder con sus actos. Quiere decir que el director del proceso es un mal sustituto del mercado, porque está pobremente equipado para disponer sobre el cierre.

¿Cuáles son, entonces, los parámetros que deben tenerse en cuenta al momento de resolver entre el cierre y la continuación de la empresa?

El juez, dice Baird, debe estar preparado para distinguir distintos momentos, que él denomina : T1, T2 y T3. Asumamos simplemente que las siglas indican una determinada ubicación cronológica en el proceso.

Así, puede decidirse la realización de los activos en T1, pero si se espera, se va a obtener más información. Esta puede ser buena, con posibilidad  $\pi$ , o mala, con posibilidad  $1-\pi$ . Además, está el descuento que debe considerarse al momento de sacar el valor actual, por el valor tiempo del dinero.

Entonces, el juez debe contrapesar el costo de la espera.

De modo que la decisión entre el cierre y la reorganización podría reducirse a sacar un valor actual de los flujos que pueda generar la empresa reorganizada y compararlo con el valor de realización si se liquida. Pero esto no basta para obtener todos los elementos a fin de tomar la decisión : aun si el valor que genera liquidar fuera más que el descuento a valor presente del negocio, la posibilidad de posponer la decisión de cierre es económicamente apreciable en sí misma. Esto se debe a la opción que genera la incertidumbre sobre los ingresos futuros.

La propuesta busca entonces, capturar el valor del tiempo para despejar incertidumbres. Para eso, deben tenerse especialmente en cuenta dos elementos : 1.- tasa de crecimiento esperado en las ganancias (en adelante  $u$ ) y 2.- volatilidad de las ganancias (en adelante  $\sigma$ ).

Esquemáticamente, el análisis sería el siguiente <sup>31</sup>:

---

<sup>30</sup> BAIRD, DOUGLAS G., *Bankruptcy Decisionmaking*; <http://www.law.umich.edu/centersandprograms/olin/papers/fall%202001/baird.pdf>. Fecha de consulta : 22/06/04.

<sup>31</sup> El esquema fue realizado por Santiago Fumo, lo mismo que la idea que contiene.



## TIEMPO (incorpora u)

	LARGO	CORTO
INCERTIDUMBRE (incorpora o)	VALOR 1	VALOR 2
	VALOR 3	VALOR 4

El cuadro indica que existen dos variables a tener en cuenta para fijar el valor de los flujos futuros, que serán comparados con el potencial producido de la liquidación. La primera, es la incertidumbre y el segundo, es el tiempo. La incidencia en valor es : a mayor incertidumbre más valor y al revés; y a más lejano en el tiempo un ingreso, menos valor y viceversa. La incertidumbre incorpora las posibles variaciones en los ingresos (o) y el tiempo, a su vez, incluye la tasa de crecimiento esperado potencial (u). Entonces, el cuadro indica el resultado de la interacción de estos elementos, siendo VALOR 1 lo más apreciado y VALOR 4 lo más bajo en la escala.

Es cierto que la ubicación de VALOR 1 a VALOR 4 son reemplazables entre sí, según la circunstancia. O sea que, por ejemplo, baja incertidumbre a largo puede, en algunas situaciones, valer más que alta incertidumbre a corto, pero eso dependerá del peso de cada elemento. Para determinarlo habrá que conocer el impacto preciso de cada variable. En el cuadro se fija de ese modo por razones de exposición.

Además, no debe olvidarse que si tiempo incorpora u, quiere decir que tiene dentro de sí un elemento que hace que a más distante un ingreso menor es su apreciabilidad, por el efecto del aumento del exponente en el descuento; y otro factor que hace que el transcurso del tiempo aumente la posible generación de valor, que es justamente al u.

Ahora, siguiendo la lógica del modelo, la variación posible en la tasa de ganancias (o) tendría que ser cada vez más predecible con el tiempo pues, cuanto mayor haya sido el plazo transcurrido desde la presentación del proceso, más será también la información expuesta, debiendo reducirse la incertidumbre y con ella, el valor de opcionalidad de la espera.

Entonces, se puede prever que la o gane cada vez más precisión, pero a una tasa decreciente con cada agregado temporal, porque la información nueva, si se carece totalmente de ella, tiene un valor; y la obtenida una vez que gran parte de la misma ya se conoce, genera menor utilidad.

¿Cómo funciona lo mostrado respecto de la decisión judicial?

El régimen legal puede afectar la cuestión de la información sobre lo predecible respecto del crecimiento de ingresos (u) y sobre la volatilidad de los mismos (o), que está disponible para el juez. Cuanto más encerrado se ve en la necesidad de tomar una decisión definitiva, más incentivos tienen las partes para que tenga el mayor detalle. Es, en cierta forma, un proceso de forzamiento de apertura de datos<sup>32</sup>.

## **9.2.- APLICACIÓN DEL ESQUEMA DE OPCIONES REALES<sup>33</sup>**

Como vimos en el punto anterior, la resolución no puede tomarse sobre la base de comparar lo que se obtendría de realizar los bienes con el valor presente de las ganancias que generará el negocio si se reorganiza porque, en este último caso, debe tenerse en cuenta la visión de opciones reales, que muestra que aun cuando los ingresos netos esperados parezcan menos valiosos, la reprogramación de deuda puede resultar mejor que la liquidación, por la potencial aparición de nuevos datos.

Baird, Morrison y Picker<sup>34</sup> ilustran el tema con el ejemplo de un comprador de comparación compulsiva que busca una televisión ¿cuántos comercios recorrerá? En el primero que visita cuesta \$ 500 y ya ese precio es menor que el que pagaría. En el segundo, cuesta más de \$ 500 y en el tercero, \$ 490. Llega un punto en el que la realización del recorrido que insume ir a ver otras posibilidades vale menos que la eventual ganancia en precio que se puede obtener, es decir, que la chance no vale la agravación extra del esfuerzo.

---

<sup>32</sup> Esta apertura de datos es una forma de apoderar a los acreedores porque así conocen mejor los parámetros que deben tener en cuenta.

Por otro lado, WHITE, MICHELLE J., Ob. Cit, hace notar que, frente a un panorama de incertidumbre, demasiadas firmas reprogramarán sus pasivos, cuando sería conveniente que parte de ellas se liquidaran. La transferencia de información que se mencionó es una forma de mitigar estos efectos negativos.

Además, como muestra el trabajo visto de FIEL, en la pag. 143, los procesos dominados por el deudor tienden a dilatar demasiado la resolución y lo contrario ocurre con los dominados con el acreedor, por eso, la exposición de datos puede producir un balance de la situación debido a que en un proceso que está en manos de los dueños, transfiere poder a los titulares de créditos.

<sup>33</sup> En este punto es importante el trabajo de BAIRD, DOUGLAS G.; MORRISON, EDWARD R. y PICKER, RANDAL C., *When do we take the horse out to the back pasture? Firm valuations and liquidation decisions in Chapter 11*, [http://www.law.uchicago.edu/picker/papers/house\(7-12-01\).pdf](http://www.law.uchicago.edu/picker/papers/house(7-12-01).pdf). Fecha de consulta : 15/06/04.

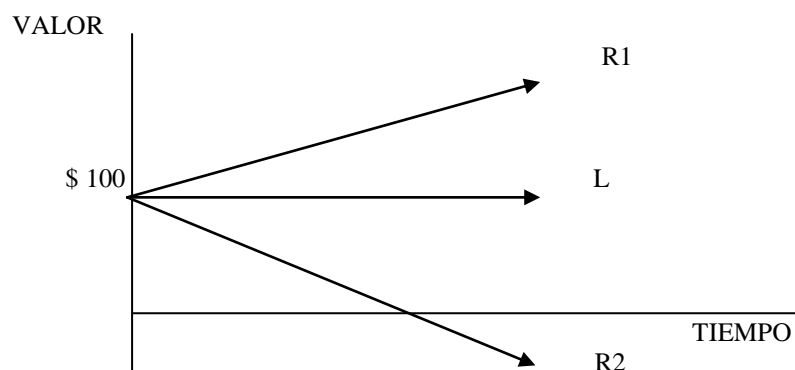
<sup>34</sup> BAIRD, DOUGLAS G.; MORRISON, EDWARD R. y PICKER, RANDAL C.; Ob. cit.

El argumento muestra que, como vimos también en el punto 9.1, la utilidad de realizar la búsqueda, o bien en el caso de la decisión liquidativa, la de esperar más tiempo, tiene utilidad decreciente.

Entonces, la resolución debe tomarse considerando que el costo de espera sea suficientemente bajo y la recompensa, suficientemente alta.

Quiere decir que, como en el resto de los casos en que se pueden aplicar opciones reales, la incertidumbre debiera afectar en gran forma la decisión del juez.

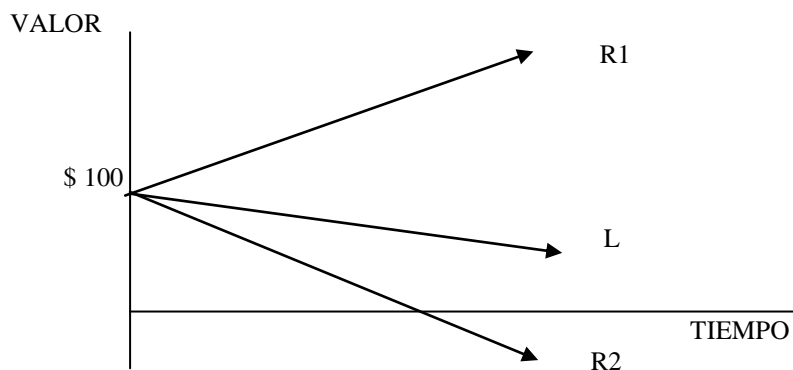
Gráficamente se podría expresar del siguiente modo :



Donde L es el mejor valor que se puede obtener por la liquidación del negocio en conjunto o en partes, que en el ejemplo son \$ 100. R1 expone la mejor posibilidad de la empresa en caso de reorganización y R2, la peor.

De modo que L actúa en cierta forma como un activo subyacente que siempre está disponible y el avance en el tiempo permite ir conociendo el progreso de la firma entre R1 y R2, en la medida en que se mantenga en marcha.

Hasta aquí se llegó para progresar en la idea, ahora bien, para ser más fieles con lo que normalmente sucede, hay que decir que el gráfico se tiene que exponer así :



Como se ve en la nueva muestra, en realidad, lo que en la mayoría de los casos pasa es que, si no se liquida, el valor de realización se reduce con el tiempo porque las empresas en distress, salvo situaciones excepcionales, no suelen tener medios para renovar los bienes de uso, de modo que el negocio vale cada vez menos y parte de sus activos también. Por otro lado, cuando las situaciones de insolvencia tardan mucho en resolverse, tanto los activos tangibles como los intangibles terminan por sufrir deterioro.

Volviendo ahora a las opciones reales y para terminar de analizarlas, por un tiempo se entendió que su dinámica operaba sólo respecto de opciones financieras y no para poner precio a títulos en particular. Luego, Modigliani y Miller descubrieron que el valor se refleja en la estructura de capital y más tarde, Black y Scholes lograron la técnica para valorar opciones<sup>35</sup>, que hoy se utiliza diariamente en la actividad financiera.

Visto desde esta óptica, los elementos que se deben tener en cuenta en la decisión de cierre son :

- Las ganancias futuras y su probabilidad (visto en el punto 9.1).
- Las altas varianzas influyen en posponer el cierre.
- Si la situación no empeora, o sea, no se pierde valor periódicamente, entonces existe un elemento a favor de conservar el negocio funcionando.
- Si la varianza es baja, el mantenimiento sólo puede justificarse con su bajo costo.

Siguiendo a Baird, Morrison y Picker, lo que quien resuelve debe conocer, en resumen, es :

- 1.- Cuanto se obtendría de la realización de los activos.
- 2.- Que ingresos genera la compañía.
- 3.- El crecimiento promedio de las ganancias en el tiempo.
- 4.- La varianza de las ganancias para un período determinado.

La dificultad de la situación aumenta proporcionalmente con la volatilidad de los posibles ingresos netos.

El problema de aplicar opciones reales a este caso es que, si en materia financiera son un éxito, es porque los números que se necesitan para utilizar Black and Scholes<sup>36</sup> están realmente disponibles, cosa que no sucede en el tipo de decisión que se analiza. Por lo demás, los modelos de valuación por opciones están concebidos desde la óptica del inversor y, en este caso, lo que se busca es conservar valor en el marco de una economía. ¿Cuál es entonces su utilidad?

La aplicación de este método muestra la importancia del timing en estos casos, convirtiéndose así en una ayuda significativa a la intuición.

### **9.3.- SUBASTA DIRECTA**

#### **9.3.1.- ARGUMENTOS A FAVOR**

Hay autores<sup>37</sup> que sostienen que para que la tasa de interés requerida a empresas in bonis sea la menor posible, el sistema de solución de las situaciones de insolvencia debe ser el más duro posible. Para ellos, este sería el criterio tendiente a la eficiencia en el manejo de los recursos del mercado.

Un sistema es duro cuando la liquidación de los bienes es inmediata y en todos los casos, sin contemplar otras posibilidades. El esquema parte de la base de que los mecanismos de reorganización son ineficientes por sí mismos. Esto respondería a que si el negocio tiene utilidad como empresa en marcha, necesariamente debería existir alguien dispuesto a pagar el precio que corresponde. De no ser así, si no existiera ningún beneficio estimable en valor en la continuidad de toda la operación como unidad, entonces debiera venderse en los pedazos que aun son aprovechables en funcionamiento. Si esto último tampoco diese lugar ningún excedente, entonces deberían realizarse los muebles e inmuebles como tales.

---

<sup>35</sup> BAIRD, DOUGLAS G.; MORRISON, EDWARD R. y PICKER, RANDAL C.; Ob. cit.

<sup>36</sup> El modelo de Black and Scholes genera una fórmula que valúa calls europeos basada en cinco variables : precio del subyacente, tasa de interés, precio del ejercicio del call, tiempo de maturity del call y volatilidad de los retornos del subyacente. Esta definición pertenece a Germán Fermo.

<sup>37</sup> SCHWARTZ, ALAN; *The Law and Economics Approach to Corporate Bankruptcy*; [http://iigg.som.yale.edu/news/april\\_5/schwartz.pdf](http://iigg.som.yale.edu/news/april_5/schwartz.pdf). Fecha de consulta : 15/06/04.

Los argumentos a favor de esta postura son variados.

En primer lugar, se expuso en su defensa que la violación del sistema de privilegios<sup>38</sup> sólo se justificaría por objetivos distributivos, como la conservación del trabajo o la protección de comunidades locales y esto, sería ajeno al concepto de eficiencia, base del análisis económico del derecho<sup>39</sup>.

En segundo término, se entendió que las cuestiones que está llamado a solucionar un sistema de insolvencia, son dos. El primero es decidir si la empresa se reorganiza o liquida. El segundo, resolver los conflictos entre acreedores. Entonces, si se acepta que reprogramar las fechas de vencimiento mediante un acuerdo impuesto a una minoría, luego de un plazo de gracia, no es una opción posible o disponible, queda resuelto uno de los dos problemas y el juez puede avocarse sólo al último<sup>40</sup>.

El tercer argumento que defiende la subasta inmediata se fundamenta en el problema de agencia. No es igual el caudal de información con que cuenta el subastante, que el que tiene el dueño, o el de cualquiera de los dos frente a los acreedores<sup>41</sup>. Incluso es distinto el poder de procurarse datos entre los distintos titulares de créditos y, frente a esto, también pueden generarse inequidades.

Para terminar, otra posible defensa del sistema duro se basa en que la reorganización puede generar una nueva estructura de capital que no sea la que conviene, esto es, que no produzca los incentivos adecuados tanto en el negocio que subsiste, como con relación al financiamiento para empresas solventes.

---

<sup>38</sup> Cuando se habla de sistema de privilegios se está haciendo referencia a la forma de reparto de remanentes por ley frente a la quiebra u otra forma de cesación de pagos legalmente declarada. Esto es : que los acreedores con asiento cobran con prioridad sobre este, y los privilegiados antes que los quirografarios, o cualquier otra regla que se quiera establecer. En todo caso, los dueños siempre van a estar después que cualquiera de los acreedores y con un derecho sólo residual (ver nota 29).

De modo que cuando se habla de violación al sistema de privilegios, lo que se está queriendo decir es que la norma tratada permite que los dueños se apoderen de algún nivel de riqueza antes que todos los acreedores hayan terminado de cobrar. La violación puede ser sólo temporal, si retiran valor cronológicamente antes que los pasivos sean satisfechos al monto originalmente pactado; o puede ser material y temporal, si además de retirar riqueza antes de la cancelación total, los acreedores no terminan totalmente desinteresados.

<sup>39</sup> SCHWARTZ, ALAN; Ob. cit.

<sup>40</sup> BAIRD, DOUGLAS G.; *Revisiting Auctions in Chapter 11*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_01-25/07.baird.auctions.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_01-25/07.baird.auctions.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.

### **9.3.2.- CRÍTICA**

Siguiendo lo antes dicho, como se lee en otro trabajo de Baird<sup>42</sup>, si el mercado es líquido, vender al mejor postor garantiza una óptima utilización de los recursos y lo más próximo al cobro de los acreedores según sus privilegios.

Por otro lado, las economías pueden carecer de liquidez y mirando exclusivamente aquellas en desarrollo, la ausencia de esa característica suele ser común y extendida. Este, en definitiva, es el fondo del problema.

Otro punto que se ha expuesto en contra de la subasta directa, es que quien compra a un precio más alto puede no ser quien esté en mejores condiciones para manejar los activos. No obstante la seriedad del estudio en el que se expone este argumento<sup>43</sup>, lo mismo sucede en todas las transferencias de bienes en los sistemas de mercado.

### **9.3.3.- MÉTODOS ALTERNATIVOS DE SUBASTA DIRECTA**

Existen posiciones diferentes que llevan a alguna forma de subasta directa. Probablemente la más conocida sea la de Bebchuk<sup>44</sup>.

Su propuesta fue luego asumida por otros pero, básicamente, consiste en transferir el patrimonio de la quebrada y la capacidad de administración de los bienes a los acreedores.

Como se explica en la propuesta de FIEL, pags. 160/2, las ventajas serían : 1.- Si la empresa es económicamente viable, continuará operando bajo sus nuevos dueños y si no, terminará siendo liquidada. 2.- La empresa surge con una estructura de capital 100% accionaria.

---

<sup>41</sup> BAIRD, DOUGLAS G.; *Revisiting Auctions in Chapter 11*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_01-25/07.baird.auctions.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_01-25/07.baird.auctions.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.

<sup>42</sup> BAIRD, DOUGLAS G.; *The Hidden Virtudes of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_26-50/43.baird.chapter11.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_26-50/43.baird.chapter11.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.

<sup>43</sup> BAIRD, DOUGLAS G.; *The Hidden Virtudes of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_26-50/43.baird.chapter11.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_26-50/43.baird.chapter11.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.

<sup>44</sup> BEBCHUK, LUCIAN AYRE; *Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy*; <http://www.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2000.bebchuk.using.options.pdf>. Fecha de consulta : 28/06/04. Si bien existen trabajos anteriores del autor sobre el tema, este expone su idea en grado más avanzado y detallado.

### **9.3.4.- CRÍTICA A LOS SISTEMAS ALTERNATIVOS**

La debilidad de este sistema se puede resumir en dos puntos, que son en definitiva el mismo : 1.- En mercados poco desarrollados y con escasos recursos de administración empresaria, la transferencia a los acreedores puede perjudicar la gestión y producir enfrentamientos societarios evitables. Si existe un amplio mercado de gerentes bastará con que los acreedores contraten al más idóneo, pero si no están disponibles, el traspaso implicaría sólo retirar el negocio a sus mejores gestores. 2.- Si el contexto económico es volátil, en algunos casos es un error retirar del manejo a los antiguos propietarios porque la crisis financiera puede ser consecuencia de una situación estructural o temporal, además, lo afectado a veces es el sector entero. Basta imaginarse que en un país en recesión gran parte de las compañías constructoras estén en cesación de pagos : ¿es lo mejor producir un pase directo del capital accionario a los proveedores financieros y de material, que no suelen conocer la parte técnica de este tipo de negocios, retirando de la actividad a quienes probablemente sean más capaces por el sólo hecho de tener más experiencia?

Me inclino a pensar que eso no conduce a la eficiencia económica porque más bien retira los bienes del dominio de quienes los pueden hacer producir su mayor excedente.

### **9.3.5.- VENTAJAS DEL MODELO DE EXTRACCIÓN**

Vimos que las leyes de insolvencia plantean dos tipos de procedimientos.

Uno es el que respeta el sistema de privilegios en forma estricta, no permitiendo que ningún resto de valor llegue a los dueños mientras los acreedores no hayan cobrado por completo.

Otro es el menos estricto, que permite la extracción de valor a los dueños antes de la cancelación total de las deudas.

Se ha dicho que esta segunda opción puede darse tanto por razones de jure como de facto<sup>45</sup>. Y en efecto es así, cuando el régimen legal permite la quita o la reorganización modificando los cronogramas de deuda en beneficio del concursado u otras condiciones favorables, se está haciendo una transferencia de valor, que es de jure. Pero, también, durante el proceso, pueden darse situaciones en las que el deudor incline la balanza del reparto hacia



su lado, por ejemplo, porque se le permite seguir a cargo de la administración y elige proyectos con un nivel de riesgo que pueden servirle a él para salvarse, por ser el beneficiario remanente, pero que son la peor opción para los demás, por lo riesgosa.

La cuestión central es saber si puede establecerse que uno de los dos sistemas, es decir, el estricto o el de extracción, es más deseable como criterio genérico o si existen reglas para determinar las situaciones en las que uno u otro son mejores.

En realidad, por más útil que sea enunciar el planteo, no hay respuesta lineal a la pregunta. Sólo corresponde explicar en este punto, que el tema debe verse desde la óptica de lo que se conoce como “moral hazard”.

En efecto, si el administrador y el dueño (o controlante) son los mismos, el incentivo que genera la perspectiva de subasta inmediata, es a asumir programas que involucran más peligro y especialmente, si se aplican los recursos técnicos específicos de esos gerentes<sup>46</sup>. Esto aumenta el riesgo del negocio pero, puede resultar también la única posibilidad de salida frente a una situación de crisis en concreto, es decir, quien está al mando de la empresa puede jugar con la probabilidad de conservarla, aumentando su beta, que en definitiva se traslada a los acreedores<sup>47</sup>.

En cambio, si existe la opción de quedarse con la propiedad de la firma aun frente a la dificultad financiera, o sea, si se otorgan herramientas para contener los reclamos exigibles por un tiempo específico y hasta que se presente una oferta, los incentivos cambiarán. En este caso, se puede predecir que los administradores elegirán proyectos más generales y de menor riesgo<sup>48</sup>, pues el temor a perder el mando en forma inminente desaparece. Por lo demás, también se otorga la oportunidad de relajar la presión de deuda con un potencial acuerdo futuro, de modo que optar por los proyectos de más peligro para el eventual caso de que salgan bien, no es la única salida.

Esto pareciera indicar que el sistema de extracción es el más deseable y, sin embargo, no necesariamente es así. Debe considerarse que el exceso en el otorgamiento de oportunidades para conservar la propiedad y la dirección, puede generar un aumento del costo

---

<sup>45</sup> BEBCHUK, LUCIAN AYRE – PICKER, RANDAL C.; *Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_01-25/16.bebchuk-picker.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_01-25/16.bebchuk-picker.pdf).

Fecha de consulta : 22/06/04.

<sup>46</sup> BEBCHUK, LUCIAN AYRE – PICKER, RANDAL C.; Ob. cit.

<sup>47</sup> Al respecto ver : BREALEY, RICHARD A. y MYERS, STEWART C., *Principios de Finanzas Corporativas*, Ed. Mc Graw Hill, Quinta Edición, 1998, pags. 354/4.

<sup>48</sup> BEBCHUK, LUCIAN AYRE – PICKER, RANDAL C.; Ob. cit.

de financiamiento ex – ante, si se abusa del mismo. En definitiva, esto no es más que el anticipo de la paradoja en la decisión liquidativa.

## **10.- LA PARADOJA DE LA DECISIÓN LIQUIDATIVA**

Una paradoja es una idea extraña u opuesta a la opinión común y al sentir de los hombres. Puede definirse también como una aserción inverosímil o absurda, que se presenta con apariencias de verdadera<sup>49</sup>.

¿Porqué la encontramos en este tipo de situaciones? ¿Es verdaderamente una paradoja o simplemente una apariencia?

El término incorpora en el centro de su significado la contradicción y esta, como suele suceder, se explica por el engaño de los sentidos o, en este caso, si se quiere ver técnicamente, por la falta de información.

Ante la decisión sobre liquidar o no una empresa, hay un punto que ya no merece mayor discusión : si un mercado tiene las características de liquidez ilimitada, recursos de dirección o administración inagotables y los bienes de capital se reubican inmediatamente en negocios que generan el mismo nivel de excedente, la subasta directa es el único sistema que garantiza la eficiencia.

En efecto, si los bienes tangibles e intangibles de los que la firma se valió para funcionar pueden ser utilizados por otros con la misma diligencia y generando igual nivel de utilidad, no debe inquietar que se produzca el recambio de manos. Por lo demás, siendo así, la operación debiera venderse a su valor real de mercado, justamente, por la infinita liquidez.

En ese contexto, los acreedores recibirían el mayor nivel de cobro que se les puede ofrecer y no hay necesidad de soluciones preventivas. Por lo demás, si la compañía está económicamente sana, es decir, es capaz de producir excedentes o ganancias, no hay forma posible de que cierre por falta de oferta de compra.

Siguiendo en este mundo ideal, otorgar la oportunidad a los dueños y administradores originales de conservar su situación mediante el reordenamiento de la deuda, si bien puede llevar a la solución óptima en alguna circunstancia, también en ocasiones conduciría al dispendio injustificado de recursos. Es decir, existe la posibilidad de que mediante el uso de

---

<sup>49</sup> Ambas definiciones se pueden ver en el DICCIONARIO DE LA LENGUA ESPAÑOLA, de la Real Academia Española, Vigésima Primera Edición, T° 2, 1992, pag. 1526. También se puede leer otra tercera que define el concepto analizado como : “*figura de pensamiento que consiste en emplear expresiones o frases que envuelven contradicción*”, que no se relaciona con el uso que en este trabajo se le está dando.

este mecanismo se llegue a igual resultado que en el caso de la subasta directa, o sea, que los titulares de créditos cobren lo mismo que si se liquidara. Pero eso no es lo que tiene mayores probabilidades de suceder, justamente, porque el modelo de reorganización permite a los dueños extraer una porción del valor a distribuir o, incluso, apoderarse de parte del que originalmente perteneció a los acreedores.

En definitiva, en ese mundo perfecto que describimos, hay una elección que es la única mejor : la venta directa o liquidación del negocio sin solución preventiva. La reprogramación de vencimientos, por su parte, puede o no generar el resultado óptimo, de modo que no tiene sentido su implementación.

Sólo si nos ubicamos en este mundo irreal donde son infinitos la liquidez y los recursos de dirección, veremos la decisión entre reorganizar o liquidar como una paradoja.

Conceder la posibilidad de reorganizar la empresa otorgando así una “segunda oportunidad” a los actuales tenedores puede sentirse opuesta a la opinión común o a la justicia del cobro sólo si se mira desde esa óptica. La convicción o idea de que la subasta directa es la mejor alternativa en todos los casos es una ilusión (o error), que se basa en la apariencia de un mundo que no existe.

¿Cómo debe entonces tomarse la decisión? ¿Sobre qué parámetros?

## **11.- CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS EN DESARROLLO**

En el punto 9 vimos el esquema de soluciones que se han propuesto para economías desarrolladas. Revisamos ahora cuales son las características trascendentes referidas a la cuestión para mercados emergentes.

Cooter y Schäfer, en un trabajo para la Universidad de Hamburgo, exponen un análisis económico del efecto del funcionamiento de las instituciones en economías en desarrollo<sup>50</sup>.

Dicen, en primer lugar, que en las condiciones de vida modernas, las instituciones legales defectuosas causan pobreza. Explican que es un hecho que, en todo tipo de economía, la gente compite por la riqueza y el nivel social. Para ganar ambas cosas, hay dos medios : producirlas con el propio mérito o sacárselas a los demás.

---

<sup>50</sup> COOTER, ROBERT D. – SCHÄFER, HANS-BERND; *Law and Economics for Developing Countries, What Makes the Difference?*; <http://www2.jura.uni-hamburg.de/le/cooter%20schaefer%20paper%20final.pdf>. Fecha de consulta : 28/06/04.

Para Cooter y Schäfer, un país crece cuando la rivalidad entre las personas está dirigida a producir riqueza. O sea que las instituciones legales más eficientes son aquellas que proveen un marco de pugna que lleva a ese objetivo individual y así, se mejora la condición económica de una nación.

En otro extremo, el fracaso se produce cuando las estructuras legales promueven que la rivalidad entre las personas esté dirigida a saquearse mutuamente, sin generación de valor. Es decir, la pérdida se da cuando la gente invierte sus medios para retirar lo que no consigue producir con su propia capacidad<sup>51</sup>.

Queda entonces claro cuales son los incentivos y resultados que pueden darse en uno u otro caso.

Dentro de esta idea, la base o piedra angular para el crecimiento es el principio de propiedad. Los agentes tienen mayores estímulos para crear riqueza si se pueden quedar con ella que si son saqueados. De modo que defender la propiedad es proveer instituciones legales que protejan a los creadores frente al depredador.

¿Y cual es la figura que permite que quienes generan accedan a los medios para hacerlo? El marco legal para el crecimiento lo da el derecho contractual. Cuando un innovador descubre algo nuevo, tiene información privada valiosa, que le da una ventaja competitiva, que otorga el beneficio de gozar de ganancias excepcionales, al menos por un tiempo. Para que esto suceda, el sistema legal tiene que brindar una protección contractual suficientemente sólida para que él pueda hacerse de los recursos financieros, materiales y humanos que necesite para llevar adelante la empresa.

Esa solidez existe en países desarrollados y, por eso, la mayor prioridad es amparar los descubrimientos e inventos a través de leyes de patentes y secretos comerciales.

Pero en naciones en desarrollo, que están un escalón más abajo en el progreso económico, lo central no es la innovación, pues el sistema no permite financiarla, ni resguardarla correctamente.

Lo vital en este tipo de mercados es la organización. Cooter y Schäfer dicen que el problema en estas economías no es tanto obtener la tecnología y otras formas de información, sino saber como usarla. Quiere decir que al no ser posible, por una cuestión de incentivos, obtener nuevas ideas en forma sistemática, lo que sí puede hacerse es crear esquemas para que los descubrimientos obtenidos en otros lugares se puedan poner en práctica aprovechando

---

<sup>51</sup> Con independencia de la posición ideológica que se adopte, se ejemplifica este tema con profundidad en la novela *La Rebelión de Atlas*, de AYN RAND; Ed. Grito Sagrado; Segunda Edición; 2004.

la ventaja comparativa de las economías más pobres, que son los bajos salarios. Hasta aquí, las conclusiones que se pueden extraer directamente del trabajo citado.

Ahora, si seguimos viendo el asunto de esta forma y habiendo quedado claro que los países emergentes son los que tienen un esquema depredatorio, lo que el sistema legal que se les provea debe proteger, es la organización u ordenamiento de los recursos bajo la dirección calificada de un administrador, de modo que produzcan el mayor excedente posible.

Este sería el panorama general en este tipo de mercados, pero, ¿cuáles son las características específicas que nos importan para el planteo central del trabajo, que es lograr una decisión liquidativa eficiente? Lo vemos en el punto que sigue.

## **12.- CARACTERÍSTICAS TRASCENDENTES FRENTE AL HECHO DE LA INSOLVENCIA**<sup>52</sup>

1.- El primer dato notorio es la ausencia o escasez de recursos disponibles para adquirir o capitalizar negocios con dificultades financieras. Es decir, por más que esta sea una herramienta normal de reparación de crisis empresaria en economías avanzadas, no será accesible en caso de mercados ilíquidos.

2.- Si de acuerdo con la visión propuesta por Coase, la firma es un conjunto de relaciones que existe cuando la dirección de los recursos depende de un empresario<sup>53</sup>, esta es de un equilibrio mucho más frágil en países en desarrollo, lo que se traduce en dos particularidades :

a.- Los bienes afectados a un negocio pueden no volver a formar parte de otro que genere el mayor excedente. Incluso, es posible que ya no tengan función si las condiciones del mercado son suficientemente pobres o las características de la industria específica no lo permiten<sup>54</sup>.

<sup>52</sup> No se ha encontrado un trabajo o antecedente que explique las características que se exponen en este punto 12. Es por eso que el listado que se presenta responde a la visión y experiencia diaria de la práctica en un país de ese tipo.

<sup>53</sup> COASE, RONALD HARRY; *The Firm, The Market and The Law*; The University of Chicago Press, 1998, pags.41/2.

<sup>54</sup> Esta situación se puede comparar a una semejante que, sin bien sucedió en el país más rico del mundo, sirve como ejemplo por su singularidad.

En los Estados Unidos, el período comprendido entre 1865 y 1890, fue de gran crecimiento de la industria de los ferrocarriles. Pero los primeros años de la década de 1890, trajeron consigo una de las peores crisis económicas

A esto podemos denominarlo capacidad de reubicación del capital en un mercado. Y al respecto, es valioso, desde el punto de vista práctico, diferenciar los distintos sectores del mismo para observar su comportamiento y establecer la mejor forma en la que deben tratarse.

Aun en economías emergentes, existen sectores que funcionan como desarrollados. Por ejemplo, en un país agropecuariamente organizado como la Argentina, la parte rural goza de un nivel de capacidad de reubicación que permite que los recursos encuentren su lugar de asignación eficiente en forma casi inmediata. Entonces, a esta porción de la economía, aun en un contexto de país en desarrollo, puede convenir igual tratamiento que para una avanzada.

En contraposición, hay sectores que se manifiestan siguiendo las características descritas en esta enumeración, de modo que ameritan un régimen para bienes situados en economías medias.

b.- El segundo elemento que hace a la fragilidad de la estructura de relación empresarial es la escasez de administradores calificados para llevar adelante el negocio, en un determinado mercado.

Si bien es verdad que a pesar del cambio en la propiedad del capital accionario de control, las personas a cargo de la administración pueden permanecer, es normal que la modificación en la tenencia traiga nuevos gerentes y esto, puede no ser una ventaja cuando las personas idóneas para la tarea en la actividad en concreto son pocas y, sobre todo, si los potenciales reemplazantes no son igualmente idóneos.

---

que esa nación había vivido hasta entonces. De hecho, para mediados de 1890, la industria era en gran parte insolvente.

La característica diferenciadora de esta actividad es que las vías ferreas y demás maquinaria, una vez construidos, difícilmente encuentran una nueva alternativa de uso como activos. De hecho, son un costo hundido. Es por eso que los técnicos de la época, banqueros y abogados, se vieron en la necesidad de crear una nueva estructura legal que permitiera la continuidad de estas empresas y así, nació el ancestro del célebre Capítulo 11 del Código de los Estados Unidos. Se llamó receptor de capital (equity receivership). Con él se evitó la caída de alrededor de la mitad del sector en aquella época y así, también, surgió la primera idea sobre el método de reorganización de capital moderno.

Al respecto ver : BAIRD, DOUGLAS G.; *The Hidden Virtudes of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_26-50/43.baird.chapter11.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_26-50/43.baird.chapter11.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.

Para más precisión sobre este tema : LUBBEN, STEPHEN J.; *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*; [http://law.shu.edu/faculty/fulltime\\_faculty/lubbenst/publications/lubben\\_railroad\\_receiverships.pdf](http://law.shu.edu/faculty/fulltime_faculty/lubbenst/publications/lubben_railroad_receiverships.pdf). Fecha de consulta : 03/07/05.

3.- Finalmente, debe preverse al momento de tomar cualquier decisión o establecer un mecanismo, que la volatilidad en mercados inestables puede modificar el contexto en poco tiempo.

Con relación a la influencia de este elemento, ya vimos parte en los puntos 9.1 y 9.2. En cuanto a la aplicabilidad de modelos de opciones reales, volveremos en el punto 15.

### **13.- DIFERENCIAS DE TRATAMIENTO DE ACUERDO AL SECTOR**

Conocemos ahora los factores que justifican la utilización, en un mercado, del método de reorganización legal de deuda : estructuras financieras frágiles, dificultad de reubicación de los recursos, falta de solidez en el entramado de relación empresarial y escasez de personas calificadas para la administración.

La función de dicho proceso es mantener los esquemas de relación existentes mientras tengan valor pero, además, como vimos en el punto 9.1., otro objetivo, no menos importante, es conseguir la información en el momento adecuado para tomar la decisión correcta.

Esto último muestra especialmente la diferencia de sustancia que requiere el tratamiento de la norma, que mencionáramos en la introducción<sup>55</sup>.

En efecto, en los países en desarrollo, la dificultad para obtener datos es mucho más grande, lo mismo que su valor. Esto se traduce en que la incertidumbre es mayor y por eso, desde el punto de vista de la aplicación de opciones reales a la resolución, el aprecio económico de la espera también aumenta.

Volvamos sobre el planteo. En un mercado perfecto las soluciones preventivas no se requieren<sup>56</sup>. Pero este no existe. Sin embargo, hay sectores, seguramente no economías enteras, que se comportan en forma muy semejante al ideal y por ello, desde el punto de vista de la eficiencia, ameritan un tratamiento de insolvencia de tipo duro. Por otro lado, probablemente también en países avanzados pero, sobre todo, en los que se encuentran en vías de desarrollo, hay sectores que distan mucho del modelo de funcionamiento y por eso, necesitan un mecanismo de conservación de las relaciones y apertura de información.

En definitiva, frente a un determinado caso de cesación de pagos, el director del proceso debe mirar las peculiaridades del sector, que implica también observar el contexto del mercado en que está inserto y determinar así el modo de tratamiento óptimo. Esto surgirá de establecer cuan marcadas son las características descriptas en el punto 11. Hecho eso,

---

<sup>55</sup> Ver punto 1, en especial los últimos dos párrafos.

<sup>56</sup> Ver punto 10.

queda claro que cuanto más débil e incierta sea la porción de una economía, más útil es el esquema de opciones reales como criterio de decisión.

#### **14.- UNA VISIÓN DIFERENTE**

En el estudio de FIEL, que ya mencionamos anteriormente en otros títulos, se expresa la conveniencia de implementar un mecanismo que allí se identifica como “*de una sola fase con participación irrestricta del mercado*” (pag. 166/7). Es decir, un sistema de tipo duro con subasta directa y al mejor postor<sup>57</sup>.

Esta investigación está dirigida al análisis de la legislación de insolvencia de un país en desarrollo como Argentina, de modo que, buscando el mismo objetivo, que es la eficiencia económica, llegan a una conclusión distinta de la que aquí se expone.

No obstante la autoridad de la fuente del estudio en cuestión, no puedo más que expresar que, sobre las bases que vengo explicando, mi opinión es distinta y, de cualquier manera, dejo sentado tal como se dice en ese mismo análisis (pag. 165) que : “*Cuanto mayor sea el número de participantes, y cuanto mayor la magnitud de los beneficios en juego, más eficiente será el mercado.*”

*Esta característica induce a conjeturar que la valuación de las empresas en quiebra, obtenida mediante subastas, será más exacta en el caso de grandes empresas, donde los beneficios en juego son importantes, que en el caso de empresas pequeñas.*

*[...] Las empresas pequeñas probablemente serán liquidadas a destajo, por no existir incentivos para que los terceros investiguen la posibilidad de hacer beneficios de adquirirlas en actividad. Esto producirá beneficios y costos sociales. Por un lado, al incentivarse la liquidación de empresas económicamente inviables se generarán beneficios sociales por agilizarse la reasignación de recursos productivos; pero por el otro, de liquidarse a destajo empresas económicamente viables aparecerán costos sociales por la inadecuada reasignación de recursos. Sin embargo, estos costos se originan en una característica de las empresas, su tamaño, y no en el proceso de quiebra de una sola fase propuesto, dado que similares problemas se manifiestan bajo un proceso de quiebras de dos fases.*

*No existe razón alguna para afirmar que el mercado de empresas en quiebra será eficiente; es decir, que valorará correctamente a la empresas utilizando la totalidad de la información disponible. Pero la pregunta relevante no es si la valuación de mercado es*

---

<sup>57</sup> El trabajo denomina “*de participación restringida*” a los que siguen el esquema expuesto en el punto 9.3.3.



*exacta, sino si es de mayor exactitud que la proveniente de una negociación bilateral, o concursal. Dadas las características propias de todo proceso de negociación, con sus amenazas y acuerdos, este resultado es muy probable”.*

O sea que queda claro que hay en medio de este asunto un tema de opción legislativa en base a la forma de calificar los sucesos y por lo explicado en este trabajo es que, para economías o sectores débiles, son preferibles los procesos que tiendan a la conservación de las estructuras, aunque forzando la exposición para que la mayor cantidad de datos relevantes llegue a cada uno de los agentes que tienen que decidir.

## **15.- MODELO DE VALUACIÓN**

Teniendo en cuenta lo dicho en el punto anterior y que, a mayor incertidumbre, más será también el sentido de intentar incorporarla como elemento trascendente al decidir, se plantea un modelo teórico de valuación de empresa industrial que se concursa en un momento determinado, en el ejemplo, el 31 de Diciembre de 2004<sup>58</sup>.

Dentro de ese esquema, se proyectan tres panoramas posibles, utilizando el método de descuento de flujo de fondos.

El primero es optimista (alternativa positiva). El segundo, intermedio (alternativa intermedia). Y el tercero, muy negativo (alternativa negativa). A cada escenario se le asigna un determinado nivel de probabilidad de ocurrencia, incorporando así el elemento volatilidad.

Independientemente de que todas las variables se pueden cambiar y así, hacer que el modelo muestre una realidad distinta, se busca dejar en claro que aun frente al panorama de que ocurra un evento profundamente negativo como la situación tres, si existen posibilidades de progreso, como en los casos uno y dos, el resultado en valor ponderado puede ser mayor que el de liquidación, dependiendo de cuanto pueda darse cada una.

En el anexo se pueden ver tanto el valor contable como el de liquidación y después, se proyectan las probabilidades de modo que pueda hacerse la comparación. Si bien es cierto que aun en caso de mantener la actividad del negocio el resultado sigue siendo negativo (el del equity, que surge del promedio ponderado, es - 32), eso debe compararse con el producido de la liquidación de los bienes y pago de las deudas, que es aun más bajo (- 105).

---

<sup>58</sup> Los cuadros del anexo fueron confeccionados por Santiago Fumo en base a su experiencia contable del comportamiento de una empresa industrial.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que el valor presente negativo del promedio ponderado es un dato muy útil pues indica cual es el nivel de quita que debe aceptarse para que la empresa quede equilibrada. En el anexo, la renuncia de los acreedores debiera ser de por lo menos \$ 33. Si ceden menos que eso, el negocio probablemente vuelva a cesar en sus pagos y si resignan más, lo estarán haciendo a favor de los dueños del capital<sup>59</sup>.

Además, no es un indicador intrascendente que el producto si se liquida son \$ 135 y el valor actual de la firma es de \$ 164. Ese es de por sí un dato que le da al acreedor un indicio sobre la conveniencia de la continuidad.

Se puede ver entonces que la comparación de los datos contables, los de realización de los activos y los de potencial resultado de una reorganización (especialmente los dos últimos) son de vital importancia para definir las decisiones en este tipo de procesos. Entonces, conviene que esta clase de modelos se implementen en distintas etapas, en especial al inicio, para que los distintos agentes comprendan la situación con más datos y actúen en consecuencia.

También debe ser tenido en cuenta por el juzgador, aun si en algunos casos requiriese asistencia técnica pericial para comprender a un nivel adecuado. Es, en definitiva, un método que permite el forzamiento en la apertura de información<sup>60</sup>.

Podría intentarse utilizar el método de valuación por opciones reales, cuyo beneficio es capturar mejor el valor tiempo/incertidumbre y eventualmente mostraría como justificado mantener un proyecto, en la medida en que el mayor tiempo permita despejar más incertidumbre. Pero, como vimos en el punto 9.2, el obstáculo es la complejidad que significa obtener datos del mundo real y el hecho de que estos modelos no están concebidos para su aplicación a este tipo de situaciones en las que lo que se tiene en cuenta es la conservación de valor en general para una sociedad y no el beneficio de un inversor en particular.

## **16.- CRITERIOS PROPUESTOS**

En síntesis y como conclusión de lo expuesto, se puede decir que :

---

<sup>59</sup> Lo que se intenta mostrar es que la quita debe surgir de la capacidad efectiva de pago y no de intenciones de determinados participantes. Normalmente se dice que la entidad de la misma sale del lado izquierdo del balance (activos) y no del derecho (pasivo/patrimonio neto). Si bien la expresión no tiene rigor técnico, esto es lo que se quiere transmitir.

<sup>60</sup> Ver punto 9.1., especialmente su último párrafo.

1.- Las situaciones de cesación de pagos normalmente reciben tratamiento especial por parte de la ley, para que se desarrollen en forma ordenada.

2.- Al momento de planear una legislación de insolvencia o de dictar las decisiones judiciales al respecto, conviene tomar como parámetro el de eficiencia en sentido económico.

3.- Se acepta, en este trabajo, que tiende a la eficiencia el criterio que procura que cada activo esté ubicado en poder de quien lo puede hacer producir su mayor excedente.

4.- Con independencia de la dificultad que pueda generar en la práctica, a los efectos de medir si la asignación de un bien o un reparto de recursos es óptimo, se propone utilizar del método conocido como economic value added, que se expresa en la siguiente fórmula :  $(R_k - C_k) \cdot (K \text{ invertido})$ .

5.- Viendo los hechos desde el panorama general, la competencia guía a las empresas a un equilibrio de largo plazo en el que las que permanecen producen al mínimo costo promedio. Así, los procesos legales sobre insolvencia debieran estar diseñados para eliminar a las firmas que son económicamente ineficientes. De lo contrario, el sistema legal se transformaría en un obstáculo que retardaría la ubicación de los bienes en su mejor uso.

6.- Para lograr la eficiencia, los objetivos de una legislación sobre cesación de pagos deben ser : a) minimizar el costo del crédito a empresas solventes, de modo que se consiga el mayor cobro en el menor tiempo; b) capturar el excedente de la continuación en marcha, en la medida en que exista; c) lograr que al menos parte de ese excedente llegue al acreedor.

7.- Las situaciones de insolvencia son una oportunidad para que distintos actores del mercado modifiquen su situación relativa, es decir, tengan una proporción mayor del total de los bienes del mismo de la que antes tenían. Por eso, es importante ver como se definen los repartos en ese proceso, pues del resultado dependen los incentivos que operarán con posterioridad.

8.- Para conocer las distintas posibilidades de reparto en que puede derivarse, es útil intentar determinar las estrategias dominantes de los distintos actores, de acuerdo con la teoría de juegos.

9.- El corazón de un régimen legal sobre “default” es la respuesta a la pregunta sobre en qué situaciones se debe liquidar un negocio y cuando reorganizar su pasivo.

10.- Para responder a ese interrogante, en la medida de lo posible, se revisaron los tratamientos referidos a la cuestión en mercados desarrollados, para luego, analizar su aplicabilidad o no a economías emergentes, en base a las distintas realidades fácticas.

11.- En ese sentido, de acuerdo con lo que ocurre en países más avanzados, tenemos que, en primer lugar, se debe contraponer el producto de liquidación al descuento de los

potenciales flujos que la actividad puede generar. Pero esto no es suficiente si no se incorpora el valor de la opción de posponer la decisión de cierre que es apreciable en sí misma, por la posibilidad que otorga de incluir la incertidumbre al modelo.

12.- Por eso es ventajoso tener en cuenta el esquema de opciones reales al momento de resolver, porque si bien no sirven del mismo modo que en la práctica financiera, debido a que hoy es muy difícil obtener los datos que componen las variables y los modelos están pensados desde una óptica distinta a la propuesta, sí son una importante ayuda a la intuición.

13.- En cuanto a la función del tiempo, su transcurso tiene utilidad decreciente en la apertura de datos trascendentes.

14.- Por otro lado, yendo a las clasificaciones, los sistemas legales de insolvencia pueden dividirse, en cuanto al tratamiento de los privilegios, en estrictos o de extracción. O también, en duros o blandos, si se atiende a la decisión liquidativa. La conveniencia de uno u otro dependerá de la situación en concreto.

15.- El modelo de extracción genera mejores incentivos respecto de los proyectos a elegir por los administradores de una empresa en problemas, pero su abuso puede llevar a un aumento en la tasa de interés pre-insolvencia.

16.- La distinción entre duro y blando muestra algo diferente, pues allí reside el centro de la aparente paradoja en la decisión liquidativa.

Esto se debe a que, si un mercado es infinitamente líquido, con recursos de administración inagotables y si los bienes se reubican inmediatamente en negocios en que generan igual nivel de excedente, la subasta directa es el único sistema que garantiza la eficiencia. Pero el mundo real dista de esa hipótesis.

17.- Lo dicho es especialmente importante para mercados en desarrollo porque justamente su deficiencia está en la iliquidez y falta de recursos humanos y materiales. Por esa razón, es precisamente en estos países en los que más útil puede ser el modelo blando y de extracción, pero también, donde más daño puede causar el abuso.

18.- En un contexto avanzado, lo normal puede ser que los sectores sean líquidos y por eso, tiene sentido aplicar un sistema más duro. En cambio, en un mercado en desarrollo, si bien pueden haber excepciones, la regla es que existan límites sobre todos los recursos en general.

19.- Es por eso, también, que generalmente los bienes tienen dificultad para una nueva reasignación eficiente en la mayoría de los sectores de mercados en desarrollo.

20.- Entonces, a la hora de decidir si liquidar o no un negocio, el juez debe tener en cuenta : a) la posibilidad de reubicación eficiente del capital; b) el potencial valor que se

puede obtener por la realización de los activos; c) los ingresos que puede generar la firma en actividad; d) si el mantenimiento hace o no perder valor; e) la varianza o volatilidad.

21.- En definitiva, la diferencia sustancial que producen los presupuestos fácticos de economías emergentes está dada por la conveniencia, como regla, de la implementación de modelos blandos y de extracción, por el alto valor de opcionalidad. Esto, a la vez, genera el peligro del abuso en mercados en que es especialmente nocivo, por ser la tasa de interés pre-insolvencia ya bastante alta.

22.- El “trade off”, entonces, se hace particularmente delicado, siendo conveniente que el sistema legal y las decisiones judiciales tiendan a forzar la exposición de datos relevantes en el plazo más corto posible.

23.- Teniendo en cuenta lo complicado que es aplicar esquemas de opciones reales a estos casos, puede ser útil el uso de modelos de valuación como el expuesto, porque si bien más incompleto, de algún modo consigue incorporar gran parte de la información trascendente.

LJ.

## BIBLIOGRAFÍA

1.- ANAYA, JAIME LUIS, *El Mito De La Empresa Inmortal*, El Derecho, Tomo 127, Año 1988, pags. 424/438.

2.- BAIRD, DOUGLAS G.; *Bankruptcy Decisionmaking*;

<http://www.law.umich.edu/centersandprograms/olin/papers/fall%202001/baird.pdf>

f. Fecha de consulta : 22/06/04.

3.- BAIRD, DOUGLAS G.; *The Hidden Virtudes of Chapter 11: An Overview of the Law and Economics of Financially Distressed Firms*;

[http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_26-50/43.baird.chapter11.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_26-50/43.baird.chapter11.pdf).

Fecha de consulta : 22/06/04.

4.- BAIRD, DOUGLAS G.; *Revisiting Auctions in Chapter 11*;

[http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_01-25/07.baird.auctions.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_01-25/07.baird.auctions.pdf).

Fecha de consulta : 22/06/04.

5.- BAIRD, DOUGLAS G. - GERTNER, ROBERT H. - PICKER, RANDAL C.; *The Game Theory and The Law*; Harvard University Press, Sixth Printing, 2003.

6.- BAIRD, DOUGLAS G. - MORRISON, EDWARD R. - PICKER, RANDAL C., *When do we take the horse out to the back pasture? Firm valuations and liquidation decisions in Chapter 11*,

[http://www.law.uchicago.edu/picker/papers/house\(7-12-01\).pdf](http://www.law.uchicago.edu/picker/papers/house(7-12-01).pdf). Fecha de

consulta : 15/06/04.

7.- BAIRD, DOUGLAS G. y RASMUSSEN, ROBERT K.; *The End of Bankruptcy*;

[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=359241#PapersDownload](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=359241#PapersDownload).

Fecha de consulta : 04/07/05.

8.- BEBCHUK, LUCIAN AYRE – PICKER, RANDAL C.; *Bankruptcy Rules, Managerial Entrenchment, and Firm-Specific Human Capital*;

[http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_01-25/16.bebchuk-picker.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_01-25/16.bebchuk-picker.pdf).

Fecha de consulta : 22/06/04.



- 9.- BREALEY, RICHARD A. y MYERS, STEWART C., *Principios de Finanzas Corporativas*, Ed. Mc Graw Hill, Quinta Edición, 1998.
- 10.- COASE, RONALD HARRY; *The Firm, The Market and The Law*; The University of Chicago Press, 1998.
- 11.- COOTER, ROBERT D. – SCHÄFER, HANS-BERND; *Law and Economics for Developing Countries, What Makes the Difference?*; <http://www2.jura.uni-hamburg.de/le/cooter%20schaefer%20paper%20final.pdf>. Fecha de consulta : 28/06/04.
- 12.- DICCIONARIO DE LA LENGUA ESPAÑOLA, de la Real Academia Española, Vigésima Primera Edición, Tº 2, 1992.
- 13.- FAIRBANK, JOHN KING, *China, una nueva historia*, Editorial Andrés Bello, 1996.
- 14.- GILSON, STUART C. - HOTCHKISS, EDITH S. – RUBACK, RICHARD S.; *Valuation of Bankrupt Firms*, The Review of Financial Studies, Spring 2000, vol. 13, N° 1.
- 15.- JONSON, PAUL; *Tiempos Modernos*; Javier Vergara Editor; 2000.
- 16.- KORDANA, KEVIN A. y POSNER, ERIC A., *A Positive Theory of Chapter 11*; [http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs\\_5175/61.eposner.chpt11.compl ete.pdf](http://www.law.uchicago.edu/lawecon/wkngPprs_5175/61.eposner.chpt11.compl ete.pdf). Fecha de consulta : 22/06/04.
- 17.- LI SHUGUANG; *Bankruptcy Law in China : Lessons of the Past Twelve Years*; <http://www.fas.harvard.edu/>asiactr/haq/200101/0101a006.htm>. Fecha de consulta : 08/06/04.
- 18.- LUBBEN, STEPHEN J.; *Railroad Receiverships and Modern Bankruptcy Theory*; [http://law.shu.edu/faculty/fulltime\\_faculty/lubbenst/publications/lubben\\_railroadreceiverships.pdf](http://law.shu.edu/faculty/fulltime_faculty/lubbenst/publications/lubben_railroadreceiverships.pdf). Fecha de consulta : 03/07/05.
- 19.- PINDYCK, ROBERT S. y RUBINFELD, DANIEL L.; *Microeconomía*; Ed. Prentice Hall; 2000 (traducción por Victor A. Beker).
- 20.- POSNER, RICHARD A.; *Economic Analysis of Law*, Fifth Edition, Advisory Board, 1998.

- 21.- POSNER, RICHARD A.; *The Economics of Justice*; Harvard University Press; Sixth Printing, 1996.
- 22.- RAND, AYN; *La Rebelión de Atlas*; Ed. Grito Sagrado; Segunda Edición; 2004.
- 23.- SCHWARTZ, ALAN; *The Law and Economics Approach to Corporate Bankruptcy*; [http://iigg.som.yale.edu/news/april\\_5/schwartz.pdf](http://iigg.som.yale.edu/news/april_5/schwartz.pdf). Fecha de consulta : 15/06/04.
- 24.- VARIAN, HAL R.; *Microeconomía Intermedia – Un Enfoque Moderno*; Segunda Edición; Ed. Anoni Bosch; Segunda Reimpresión; 1992 (traducción Ma. Esther Rabasco y Luis Toharía).



# ANEXO

## VALOR LIBRO

## VALOR LIQUIDACION

## VALOR REORGANIZACION

BALANCE CONTABLE AL 31.12.04

<u>ACTIVOS NETOS</u>		<u>PAS.FCIERO.</u>	
\$	262	\$	240
		<u>P.NETO</u>	
		\$	22
\$	262	\$	262

BALANCE DE LIQUIDACION AL 31.12.04

<u>ACTIVOS NETOS</u>		<u>PAS.FCIERO.</u>	
\$	135	\$	240
		<u>P.NETO</u>	
		\$	-105
\$	135	\$	135

### ESCENARIOS PROYECTADOS

### ALTERNATIVA POSITIVA

### ALTERNATIVA INTERMEDIA

### ALTERNATIVA NEGATIVA

### PROBABILIDADES DE OCURRENCIA

70%

25%

5%

Valor actual de la firma

\$ 587

\$ 444

\$ -622

Valor actual de la deuda

\$ -196

\$ -196

\$ -196

Equity

\$ 391

\$ 248

\$ -818

### ECUACION PATRIMONIAL PONDERADA

### VALOR PROMEDIO PONDERADO

Valor actual de la firma

\$ 164

Valor actual de la deuda

\$ -196

Equity

\$ -32

### ECUACION PATRIMONIAL CON QUITA

### VALOR CON QUITA

Valor actual de la firma

\$ 164

Valor actual de la deuda

\$ -196

Quita

\$ 33

Valor Deuda con Quita

\$ -163

Equity

\$ 1

**ESCENARIO POSITIVO**

<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
CAJA Y BANCOS	-42	34	78	-13
INVERSIONES	20	-	5	10
CREDITOS POR VENTAS	165	145	135	135
BIENES DE CAMBIO	85	80	75	80
OTROS CREDITOS	60	50	30	30
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>288</b>	<b>309</b>	<b>323</b>	<b>242</b>
CREDITOS POR VENTAS	20	15	12	10
BIENES DE USO	150	75	-	-
VALOR DE ORIGEN	750	750	750	750
AMORTIZACION ACUMULADA	-600	-675	-750	-750
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>170</b>	<b>90</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>458</b>	<b>399</b>	<b>335</b>	<b>252</b>
DEUDAS COMERCIALES	-80	-65	-60	-60
DEUDAS FINANCIERAS	-60	-60	-60	-
DEUDAS LABORALES Y PREVISIONALES	-26	-25	-20	-35
OTRAS DEUDAS	-60	-55	-50	-55
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>-226</b>	<b>-205</b>	<b>-190</b>	<b>-150</b>
DEUDAS FINANCIERAS	-180	-120	-60	-
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTES</b>	<b>-180</b>	<b>-120</b>	<b>-60</b>	<b>-</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>-406</b>	<b>-325</b>	<b>-250</b>	<b>-150</b>
CAPITAL	-100	-100	-100	-100
RESERVAS	-20	-20	-20	-20
RESULTADOS ACUMULADOS	68	46	35	18
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>-52</b>	<b>-74</b>	<b>-85</b>	<b>-102</b>
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO NETO</b>	<b>-458</b>	<b>-399</b>	<b>-335</b>	<b>-252</b>

CAJA Y BANCOS AL INICIO DEL EJERCICIO	13	-42	34	78
CAJA Y BANCOS AL CIERRE DEL EJERCICIO	-42	34	78	-13
VARIACION DE LOS FONDOS EN EL EJERCICIO	-55	76	44	-91

**CUADRO DE RESULTADOS**

INGRESOS DE LOS SERVICIOS	185	187	190	210
COSTOS DE LOS SERVICIOS	-100	-105	-109	-116
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>85</b>	<b>82</b>	<b>81</b>	<b>94</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	-40	-42	-43	-43
GASTOS DE VENTA	-25	-25	-30	-25
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>20</b>	<b>15</b>	<b>8</b>	<b>26</b>
RESULTADO FINANCIERO	27	18	9	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>47</b>	<b>33</b>	<b>17</b>	<b>26</b>
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-16	-12	-6	-9
<b>RESULTADO FINAL</b>	<b>31</b>	<b>21</b>	<b>11</b>	<b>17</b>

**AJUSTES DE RESULTADOS QUE NO AFECTAN EL CASH FLOW**

+ RESULTADOS FINANCIEROS	-27	-18	-9	-
+ AMORTIZACIONES	75	75	75	-
+ IMP.GCIAS.	16	12	6	9

<b>TOTAL AJUSTES</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>9</b>
<b>RESULTADO AJUSTADO</b>	<b>95</b>	<b>90</b>	<b>83</b>	<b>26</b>

INVERSIONES DE CAPITAL				
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-16	-12	-6	-9
VARIACION DEL CAP.DE TJO	-229	76	45	30

<b>FLUJO DE FONDOS AJUSTADO</b>	<b>-150</b>	<b>154</b>	<b>122</b>	<b>47</b>
---------------------------------	-------------	------------	------------	-----------

<b>VALOR TERMINAL</b>				<b>399</b>
-----------------------	--	--	--	------------

<b>VALOR ACTUALIZADO</b>	<b>-136</b>	<b>154</b>	<b>122</b>	<b>446</b>
--------------------------	-------------	------------	------------	------------

<b>VALOR DE LA FIRMA</b>	<b>587</b>			
--------------------------	------------	--	--	--

<b>VALOR ORIGINAL DE LA DEUDA</b>	<b>\$ 180</b>			
<b>QUITA PROPUESTA</b>	<b>0%</b>			

VALOR DEUDA MENOS QUITA	\$ 180	\$ 120	\$ 60	\$ -
CUOTA PROPUESTA	\$ -60	\$ -60	\$ -60	\$ -

<b>INTERESES PROPUESTOS</b>	<b>15%</b>			
-----------------------------	------------	--	--	--

FLUJO DEUDA - CAPITAL	\$ 60	\$ 60	\$ 60	\$ -
FLUJO DEUDA - INTERESES	\$ 27	\$ 18	\$ 9	\$ -

<b>TOTAL</b>	<b>\$ 87</b>	<b>\$ 78</b>	<b>\$ 69</b>	<b>\$ -</b>
--------------	--------------	--------------	--------------	-------------

<b>ACTUALIZACION FLUJO DEUDA</b>	<b>80</b>	<b>64</b>	<b>52</b>	<b>-</b>
----------------------------------	-----------	-----------	-----------	----------

<b>VALOR ACTUAL DEUDA</b>	<b>196</b>			
---------------------------	------------	--	--	--

<b>VALOR DEL EQUITY</b>	<b>391</b>			
-------------------------	------------	--	--	--

**ESCENARIO INTERMEDIO**

<b>CUADRO DE RESULTADOS</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
INGRESOS DE LOS SERVICIOS	160	170	175	185
COSTOS DE LOS SERVICIOS	-80	-94	-120	-130
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>80</b>	<b>76</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	-40	-30	-30	-30
GASTOS DE VENTA	-25	-10	-10	-10
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>15</b>	<b>36</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
RESULTADO FINANCIERO	27	18	9	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUES*</b>	<b>42</b>	<b>54</b>	<b>24</b>	<b>15</b>
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-15	-19	-8	-5
<b>RESULTADO FINAL</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>16</b>	<b>10</b>

+ RESULTADOS FINANCIEROS	-27	-18	-9	-
+ AMORTIZACIONES	75	75	75	-
+ IMP.GCIAS.	15	19	8	5
<b>TOTAL AJUSTES</b>	<b>63</b>	<b>76</b>	<b>74</b>	<b>5</b>
<b>RESULTADO AJUSTADO</b>	<b>90</b>	<b>111</b>	<b>90</b>	<b>15</b>
INVERSIONES DE CAPITAL				
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-15	-19	-8	-5
<b>VARIACION DEL CAP.DE TJO</b>	<b>-20</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>15</b>
	-35	-29	-13	10
<b>FLUJO DE FONDOS AJUSTADO</b>	<b>55</b>	<b>82</b>	<b>77</b>	<b>25</b>
<b>VALOR TERMINAL</b>				<b>211</b>

<b>VALOR ACTUALIZADO</b>	<b>50</b>	<b>82</b>	<b>77</b>	<b>235</b>
<b>VALOR DE LA FIRMA</b>	<b>444</b>			

<b>VALOR ORIGINAL DE LA DEUDA \$</b>	<b>180</b>			
<b>QUITA PROPUESTA</b>	<b>0%</b>			
VALOR DEUDA MENOS QUITA \$	180 \$	120 \$	60 \$	-
CUOTA PROPUESTA \$	-60 \$	-60 \$	-60 \$	-
<b>INTERESES PROPUESTOS</b>	<b>15%</b>			

FLUJO DEUDA - CAPITAL \$	60 \$	60 \$	60 \$	-
FLUJO DEUDA - INTERESES \$	27 \$	18 \$	9 \$	-
<b>TOTAL</b>	<b>87 \$</b>	<b>78 \$</b>	<b>69 \$</b>	<b>-</b>

<b>ACTUALIZACION FLUJO DEUDA</b>	<b>80</b>	<b>64</b>	<b>52</b>	<b>-</b>
<b>VALOR ACTUAL DEUDA</b>	<b>196</b>			

<b>VALOR DEL EQUITY</b>	<b>248</b>
-------------------------	------------

**ESCENARIO NEGATIVO**

<b>CUADRO DE RESULTADOS</b>	<b>2.005</b>	<b>2.006</b>	<b>2.007</b>	<b>2.008</b>
INGRESOS DE LOS SERVICIOS	120	100	100	90
COSTOS DE LOS SERVICIOS	-100	-93	-80	-55
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>20</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>35</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	-40	-30	-20	-10
GASTOS DE VENTA	-25	-10	-	-
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>-45</b>	<b>-33</b>	<b>-</b>	<b>25</b>
RESULTADO FINANCIERO	27	18	9	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>9</b>	<b>25</b>
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-	-	-	-
<b>RESULTADO FINAL</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>9</b>	<b>25</b>

+ RESULTADOS FINANCIEROS	-27	-18	-9	-
+ AMORTIZACIONES	75	75	75	-
+ IMP.GCIAS.	-	-	-	-
<b>TOTAL AJUSTES</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>66</b>	<b>-</b>
<b>RESULTADO AJUSTADO</b>	<b>30</b>	<b>42</b>	<b>75</b>	<b>25</b>
INVERSIONES DE CAPITAL				
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-	-	-	-
<b>VARIACION DEL CAP.DE TJO</b>	<b>-50</b>	<b>-70</b>	<b>-80</b>	<b>-85</b>
	<b>-50</b>	<b>-70</b>	<b>-80</b>	<b>-85</b>
<b>FLUJO DE FONDOS AJUSTADO</b>	<b>-20</b>	<b>-28</b>	<b>-5</b>	<b>-60</b>
<b>VALOR TERMINAL</b>				<b>-511</b>

<b>VALOR ACTUALIZADO</b>	<b>-18</b>	<b>-28</b>	<b>-5</b>	<b>-571</b>
<b>VALOR DE LA FIRMA</b>	<b>-622</b>			

<b>VALOR ORIGINAL DE LA DEUDA</b>	<b>\$ 180</b>			
<b>QUITA PROPUESTA</b>	<b>0%</b>			
VALOR DEUDA MENOS QUITA	\$ 180	\$ 120	\$ 60	\$ -
CUOTA PROPUESTA	\$ -60	\$ -60	\$ -60	\$ -
<b>INTERESES PROPUESTOS</b>	<b>15%</b>			

FLUJO DEUDA - CAPITAL	\$ 60	\$ 60	\$ 60	\$ -
FLUJO DEUDA - INTERESES	\$ 27	\$ 18	\$ 9	\$ -
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 87</b>	<b>\$ 78</b>	<b>\$ 69</b>	<b>\$ -</b>

<b>ACTUALIZACION FLUJO DEUDA</b>	<b>80</b>	<b>64</b>	<b>52</b>	<b>-</b>
<b>VALOR ACTUAL DEUDA</b>	<b>196</b>			

<b>VALOR DEL EQUITY</b>	<b>-818</b>
-------------------------	-------------

**INFORMACION HISTORICA DE LA EMPRESA**

<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>SEGUN CONTABILIDAD</b>			
	<b>2.001</b>	<b>2.002</b>	<b>2.003</b>	<b>2.004</b>
CAJA Y BANCOS	5	-29	-14	-31
INVERSIONES	30	20	-	-
CREDITOS POR VENTAS	60	65	70	90
BIENES DE CAMBIO	50	55	65	60
OTROS CREDITOS	25	40	30	30
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>170</b>	<b>151</b>	<b>151</b>	<b>149</b>
CREDITOS POR VENTAS	40	35	35	35
BIENES DE USO	450	375	300	225
VALOR DE ORIGEN	750	750	750	750
AMORTIZACION ACUMULADA	-300	-375	-450	-525
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>490</b>	<b>410</b>	<b>335</b>	<b>260</b>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>660</b>	<b>561</b>	<b>486</b>	<b>409</b>
DEUDAS COMERCIALES	-30	-40	-55	-60
DEUDAS FINANCIERAS	-60	-60	-60	-60
DEUDAS LABORALES Y PREVISIONALES	-26	-10	-13	-12
OTRAS DEUDAS	-30	-27	-15	-15
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>-146</b>	<b>-137</b>	<b>-143</b>	<b>-147</b>
DEUDAS FINANCIERAS	-420	-360	-300	-240
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTES</b>	<b>-420</b>	<b>-360</b>	<b>-300</b>	<b>-240</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>-566</b>	<b>-497</b>	<b>-443</b>	<b>-387</b>
CAPITAL	-100	-100	-100	-100
RESERVAS	-20	-20	-20	-20
RESULTADOS ACUMULADOS	26	56	77	98
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>-94</b>	<b>-64</b>	<b>-43</b>	<b>-22</b>
<b>TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO NETO</b>	<b>-660</b>	<b>-561</b>	<b>-486</b>	<b>-409</b>
<b>CONTROL</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-0</b>	<b>0</b>
<b>CUADRO DE RESULTADOS</b>				
INGRESOS DE LOS SERVICIOS	220	200	185	180
COSTOS DE LOS SERVICIOS	-140	-95	-85	-100
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>80</b>	<b>105</b>	<b>100</b>	<b>80</b>
GASTOS DE ADMINISTRACION	-50	-50	-45	-40
GASTOS DE VENTA	-20	-20	-15	-10
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>10</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>30</b>
RESULTADO FINANCIERO	-90	-81	-72	-63
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>-80</b>	<b>-46</b>	<b>-32</b>	<b>-33</b>
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	28	16	11	12
<b>RESULTADO FINAL</b>	<b>-52</b>	<b>-30</b>	<b>-21</b>	<b>-21</b>

PREMISAS	
<b>Empresa Industrial</b>	
TASA DE DESCUENTO	11,75%
- TASA LIBRE DE RIESGO	5%
- BETA	1,5
- MARKET RISK PREMIUM	5%
TASA DESCUENTO DE LA DEUDA	10%
TASA DE IMPUESTOS	35%

	VALORES HISTORICOS SEGUN CONTABILIDAD							FLUJO DE FONDOS PROYECTADO			
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2.005	2.006	2.007	2.008
VALOR DE ORIGEN	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750	750
VIDA UTIL PROMEDIO	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
AMORTIZACION DEL EJ	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	0
AMORTIZACION ACUMULADA	75	150	225	300	375	450	525	600	675	750	750
VALOR RESIDUAL	675	600	525	450	375	300	225	150	75	0	0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
<b>DEUDA FINANCIERA</b>											
<b>BANCO</b>											
IMPORTE	600	540	480	420	360	300	240	180	120	60	0
MONEDA	\$										
AMORTIZACION	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
PAGOS DE CAPITAL	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
INTERES	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
INTERESES ANNUAL	90	81	72	63	54	45	36	27	18	9	0
<b>CRECIMIENTO DE LAS VENTAS</b>											
<b>CUENTAS A COBRAR SI</b>				100	100	100	105	125	150	177	207
MAS: VENTAS A CREDITO				220	200	185	180	185	187	190	200
<b>SUB-TOTAL</b>				320	300	285	285	310	337	367	407
MENOS: COBROS				-220	-200	-180	-160	-160	-160	-160	-160
<b>SALDO FINAL</b>				100	100	105	125	150	177	207	247
				5,45	6,00	6,81	8,33	973%	1136%	1307%	1482%
<b>INVENTARIO INICIAL</b>				70	50	55	65	100	100	105	109
MAS COMPRAS				170	150	140	135	160	165	164	167
MAS GASTOS (50%)				-50	-50	-45	-40	260	265	269	276
MENOS INV.FINAL				-50	-55	-65	-60	-160	-160	-160	-160
<b>IGUAL=CTO.DE VENTA</b>				140	95	85	100	100	105	109	116
				64%	48%	46%	56%	54%	56%	57%	58%
				77%	75%	76%	75%	86%	88%	86%	84%
<b>relación ventas/compras</b>				77%	75%	76%	75%				
				-590							