

# GESTION POR VALOR

## UN CASO DE ESTUDIO DE FINANZAS DE EMPRESAS

Por Miguel A. Marsimian

# COMO SE ABORDO EL TEMA

## análisis de la empresa

- ¿El negocio es rentable?
- ¿Cuáles son sus factores clave del éxito?
- ¿Tiene ventajas competitivas, que la protegen de adversarios potenciales?
- ¿El mercado donde compite puede crecer en el largo plazo? ¿Puede apoderarse de ese crecimiento?
- ¿Qué grado de dependencia de los clientes creo alrededor de sus productos y servicios?

# ANALISIS DEL ENTORNO

- Estado de situación macroeconómica año 2000-2002. Caos que se tomo como oportunidad
- Elasticidad de demanda de su producto/ servicio
- Financiación de los costos de municipios y certeza de cobranza de impuestos.
- Política de pagos municipales a proveedores
- Suspensiones judiciales y fiscales de cobro o pedidos de quiebra
- Amenazas ciertas de pedido de quiebra, o cobro compulsivo de bancos.

# SITUACION FINANCIERA DE LA EMPRESA

- Estado de las cuentas con clientes:
  - Atrasos en cobros por municipios insolventes
  - Las obligaciones contractuales no eran revocables
  - Cobranza fraccionada en monedas provinciales
  - Reprogramación de cobros, quitas y espera.
- Estado de las cuentas con proveedores
  - Personal técnico 3 a 5 meses de atraso
  - Personal en rel dep 2 meses de atraso
  - Retenciones sociales no depositadas
  - Moratorias caidas
  - Hipoteca varias cuotas impagas

# Activos de la empresa con valor agregado

- Servicios propios, monopólicos
- Curva de aprendizaje establecida, barrera de entrada para competidores
- Sistema desarrollado a medida
- Laboratorio de alta especialización
- Resolución de problemas On Line.

# ESTRATEGIAS DE REESTRUCTURACION

- Concurso de acreedores
  - Impacto en la continuidad del contrato
  - Reducción de la deuda y diferimiento de inicio de pago
- Refinanciación de pasivos
  - Ejecución de hipoteca por venta de inmueble
  - Plan de pagos p/ acuerdo o moratorias

# ESTRATEGIAS DE REESTRUCTURACION (CONT.)

- Refinanciación de pasivos
- Pasivos comerciales vs cobranzas de clientes
- Venta de la empresa
- Valor económico de la empresa
- Escisión societaria
- Activos a proteger
- Pasivos a asumir y a postergar

## **CASO DE GESTION POR VALOR**

La empresa Los Ponjas Computación Virtual SA tiene una antigüedad en la plaza de mas de 30 años, ha entrado en una grave crisis durante el año 2002, luego de la debacle financiera de la Republica Argentina, que fue consecuencia del abrupto cambio de Gobierno a fines del año 2001.

### **1. Situación Macroeconómica y efectos del impacto sufrido por la sociedad.**

La empresa había desarrollado un sistema de computación útil para ser aplicado en la administración impositiva de los municipios. El sistema se denomina GEMSI, que fuera desarrollado originalmente por el fundador de la empresa, con diversos cambios y modificaciones a lo largo del tiempo, actualmente es explotado por sus sucesores.

La empresa cuenta con dos oficinas: La de desarrollo de sistemas ubicada en la ciudad de Bahía Blanca (donde su ubica su principal cliente), y la oficina comercial, administrativa y de control de gestión ubicada en la ciudad de Buenos Aires.

Dado que sus principales clientes son Municipios y organismos públicos, su situación financiera se vio severamente comprometida a raíz del default de la Republica que paralizó las finanzas de todos los estados y municipios nacionales y provinciales. Se debe tener en cuenta que para esa fecha el circulante en pesos se vio seriamente afectado, obligando a las provincias a emitir moneda (sin respaldo) para continuar sus operaciones. Esta falta de circulante provoco la paralización de las actividades comerciales y financieras de empresas, estado y publico en general debido a que no se contaba con fondos para operar, máxime teniendo en cuenta que la salida del régimen de convertibilidad llevo a que el Estado Nacional paralizara los flujos de dinero atesorados, reprogramando vencimientos, convirtiendo créditos y deudas en dólares para pesificarlos a razón de 1,4 \$ por dólar, suspendiendo la vigencia de contratos, etc., etc.

La sociedad en estudio tenía cuentas a cobrar en Pesos de los municipios y deudas con los siguientes acreedores:

**Personal técnico contratado para el desarrollo de los sistemas y atención de emergencias**

**Personal en relación de dependencia**

**Deudas sociales y fiscales**

**Deuda hipotecaria con un Banco Oficial con garantía de un inmueble**

### **2. Estrategias analizadas por la dirección de la empresa. Parte A**

La dirección de la empresa es ejercida por dos directores hijos del accionista fundador, al cual esta asociado un tercero que ejerce la dirección de operaciones. Estos directores tienen fundadas esperanzas de continuar pese a la grave situación, dado que es su único medio de vida y porque, también percibe remuneración vía dividendos la madre de ambos, viuda del fundador. Por lo tanto la decisión estará influida por un contenido emocional muy fuerte.



La empresa factura \$ 250.000 mensuales y tiene un margen antes de intereses e impuestos del 15% a distribuir entre los accionistas directores.

El pasivo hipotecario esta valuado en \$ en la relación anterior de 1 a 1 con el dólar, y se estima que se repactara la deuda a \$ 1,40 mas un interés mensual del 0,5% Origen dic 2000.

También existen pasivos bancarios por adelantos en cuenta corriente que devengan mensualmente un interés del 4%

Seguidamente se exhiben el cuadro de situación patrimonial a la fecha de análisis 31 oct 2002:

### **ACTIVO**

#### **Activo corriente**

Cuentas a cobrar	Nota 1	286.677,77
Bienes de cambio	Nota 2	<u>328.200,00</u>
<b>total de Activo corriente</b>		<b>614.877,77</b>

#### **Activo no Corriente**

Cuentas a cobrar	Nota 3	235.564,95
Marcas y Derechos Intelectuales	Nota 7	1.000,00
Bienes de Uso	Nota 4	<u>1.217.881,39</u>
<b>total de Activo no corriente</b>		<b>1.454.446,34</b>

<b>total del Activo</b>		<b><u>2.069.324,11</u></b>
-------------------------	--	----------------------------

### **PASIVO**

#### **Pasivo corriente**

Cuentas a pagar	Nota 5	148.385,58
Prestamos bancarios		44.587,00
Deudas sociales	Nota 8	66.340,00
Deudas Fiscales		<u>1.441,15</u>
<b>total Pasivo corriente</b>		<b>260.753,73</b>

#### **Pasivo no corriente**

Prestamos hipotecarios	Nota 4	99.604,00
Deudas fiscales	Nota 8	<u>593.707,60</u>
<b>total Pasivo no Corriente</b>		<b>693.311,60</b>

<b>total del Pasivo</b>		<b><u>954.065,33</u></b>
-------------------------	--	--------------------------

PATRIMONIO NETO		
Capital suscrito	24.000,00	
Ajuste de capital	573.051,22	
Reserva legal	2.365,09	
Resultados acumulados	515.842,47	
<b>total del Patrimonio Neto</b>		<b>1.115.258,78</b>
<b>total</b>		<b>2.069.324,11</b>

### **Aclaraciones:**

Nota 1: Monto a cobrar por deudas que en todos los casos tienen una antigüedad de 6 a 8 meses impagas. Se estima, en función de las conversaciones mantenidas con los responsables de Ingresos públicos de cada municipio que la quita global será del 10 % y pago en 3 cuotas mensuales sin interés a partir del 1 de marzo 2003.

Nota 2: Esta activado el costo del desarrollo pagado a través del tiempo del sistema GEMSI. Y también incluye \$ 30.400 correspondiente al costo de adquisición de equipos de computación realizada 15 días antes de la fecha de cierre, a proveer por el contrato de Bahía Blanca.

Nota 3. Incluye una deuda de \$ 52.342 a valores nominales cuya antigüedad remonta a 10 años por un juicio iniciado a la Municipalidad de Quilmes, en etapa de sentencia a fallar durante el año 2004 con mas actualización e intereses resarcitorios. La actualización abarca desde el periodo previo a la Convertibilidad (ajuste igual al 210%) y los intereses resarcitorios judiciales son al 6% anual sobre capital actualizado no acumulativo.

El resto de las cuentas a cobrar son incobrables.

Nota 4. Se compone de un inmueble que garantiza el préstamo hipotecario originalmente en \$ 1 a 1 valor contable \$ 99.604, y el costo de las instalaciones erogado para la oficina Bahía Blanca. Allí se imputaron: redes, cableados, algunos equipos con más de 5 años de antigüedad y gastos erogados activados y no reclasificados. Las instalaciones quedaran en poder del Municipio al vencimiento del contrato.

El valor de venta del inmueble asciende a U\$S 250.000. El tipo de cambio hoy es \$ 3,10. Los gastos de transferencia / venta oscilan 6% directo.

Nota 5. Son facturas por compra de insumos y algún equipo y fundamentalmente honorarios de profesionales contratados con una antigüedad que oscila en los 4 meses. Se incluyen facturas por \$ 51.859,69 de 3 staff de gerentes que serán asumidos en forma inmediata.

Nota 6. El capital social se atribuye 50 % para cada uno de los dos accionistas.

Nota 7: El valor de la marca es simbólico pero, de transferirse el paquete accionario de la empresa a terceros, podría obtenerse un ingreso de \$ 250.000.

Nota 8: El pasivo con organismos recaudadores (AFIP) es sumamente complejo. Se compone así:

Aportes y contribuciones de los últimos 4 meses no ingresados, contabilizados a valor nominal: \$ 58.777. Devenga un interés no registrado del 2 % mensual simple.

DDJJ impuesto a las ganancias 2001. \$ 63.842,60 a valor nominal y vencido 15-03-2002. Se actualiza en forma similar.

Moratoria año 2000 caída el 31-07-01 \$ 389.828. Se actualiza en forma similar.

Retenciones de impuesto efectuadas a terceros y no ingresadas. Para las normas legales constituye un delito sujeto a procesamiento penal y prisión para los directores responsables, luego del debido proceso.

PERIODO	IMPORTE \$
02/02	22.718
03/02	21.582
04/02	20.503
05/02	20.913
06/02	20.494
07/02	18.855
08/02	19.718
09/02	2.737
TOTAL	\$147.600

Impuesto al valor agregado (IVA) \$ 1.441,15

• **Estrategias de reestructuración financiera a analizar. Parte B:**

1. Concurso de acreedores inmediato de la sociedad. Se podría obtener una quita del pasivo quirografario del 50% y 10 cuotas anuales sin interés. El pasivo con la AFIP luego de verificado es privilegiado y se podría abonar en 10 cuotas anuales a valores nominales de la deuda con un periodo de gracia de 2 años. Tasa de interés efectiva anual para fallos en la justicia comercial 6 %.
2. Renegociación de pasivos bancarios en 6 cuotas mensuales iguales y consecutivas que incluyen un 2,5% mensual sobre saldos de deuda.
3. Venta del inmueble y liquidación de la deuda hipotecaria
4. Refinanciación de los pasivos comerciales y refinanciación conjunta de las cobranzas con los clientes.
5. Venta de la empresa en bloque.
6. Escisión societaria como estrategia de preservación de activos con valor agregado, y continuidad de la explotación de los contratos en vigencia.

- **Objetivo del consultor:**

Analizar la situación de la empresa y proponer la mejor estrategia a aconsejar al Directorio, que maximice el Valor y preserve los intereses intangibles. Como dato para la evaluación, la tasa de costo de oportunidad sugerida por los accionistas es del 12 % efectivo anual.

- **Hipótesis de trabajo y solución del caso**

Como consecuencia de la encrucijada en que se encontraba la empresa, nos dispusimos a realizar reuniones y a elaborar ideas conjuntamente con los abogados de la firma, para dar a consideración de los socios algunas alternativas de solución.

Observamos que el activo más importante de la firma era su producto (software) de alta especificación utilizado en procesos de liquidación de tasas e impuestos municipales. Así constatamos que la firma había ganado licitaciones por la confiabilidad y precio de comercialización del sistema, al cual se le agregaba constantes mejoras para adaptarlo a los requerimientos de servicios y a la evolución de la tecnología de hardware. Para todo la “task force” de consultores, la empresa valía lo que valía su único producto, mejorado a través de los años. A ello se sumaba la calidad de atención en el servicio de técnicos expertos con que contaba la empresa, merced a que su centro de desarrollo e investigación se localiza en Bahía Blanca, polo muy importante y de máxima jerarquía.

La sociedad estaba fuertemente endeudada con impuestos, moratorias, cargas sociales, retenciones no ingresadas, etc. Y un pasivo hipotecario bien respaldado por el activo real existente. Pero presentaba grandes problemas de cobranza por los problemas al principio descriptos, más la falta de apoyo bancario, lo que dificultaba la gestión financiera de corto plazo.

H.1) Como primera medida se valuó el patrimonio a valor neto de realización a la fecha de valuación. Su patrimonio neto valuado así, representaba el 22% del Activo, lo que implicaba que la empresa estaba próxima a su cesación de pagos, en la medida que la AFIP iniciara la gestión de cobro compulsivo. Un concurso de acreedores podría significar una punción del pasivo, desahogo financiero debido a la renegociación de los plazos de vencimiento, etc. Un acuerdo en ese sentido podría significar el salvataje oportuno de la sociedad y permitirle continuar su explotación como hasta la fecha.

Los ajustes realizados a la valuación de la empresa significaron una reducción del endeudamiento de cerca de \$ 300 mil, pero hubo que agregar al pasivo el costo de la sindicatura por otros \$ 148,6.-

Esta alternativa se juzgaba riesgosa para el futuro comercial en las vinculaciones con los distintos estados municipales, o eventualmente en procesos licitatorios en países vecinos.

A menos que la amenaza de iniciar cobro compulsivo por parte de la AFIP se materializara, la decisión fue tomar otro camino.

H.2) La hipótesis de trabajo con mayor posibilidad de éxito consistió en plantear la escisión societaria en términos legales. Una de las sociedades escindidas conservaría el nombre

característico (luego reducido) de la sociedad para demostrar la inexistencia de problemas y la continuidad contractual, y la otra sociedad escindida (con otro nombre), se le atribuirían los bienes del activo de difícil realización o nulo valor real. Además se le atribuiría todo el pasivo fiscal y las cuentas a pagar comerciales, excepto los pasivos con el personal de dirección y técnico que serían asumidos por la sociedad continuadora.

El patrimonio neto se asignaría 50% a cada socio, uno de los cuales se concursaría o quebraría con la sociedad ficticia.

Finalmente esta alternativa con leves variantes en los tiempos tácticos fue la puesta en marcha, la que aseguraría un valor real del patrimonio neto de \$ 833,8 miles.

La señal que percibimos de que se había seleccionado la alternativa satisfactoria la dio la resolución del concurso para los pasivos fiscales, luego de la impugnación de intereses y obtención de quita y espera. A partir de ese momento, la situación macroeconómica estabilizada, permitió renegociar los contratos con los clientes incluyendo reconocimiento de intereses y actualizaciones resarcitorias.