



La valuación de empresas en el derecho concursal de México y de los Estados Unidos de América

Business Valuation in Bankruptcy Proceedings in Mexico and the United States of America

Elio Agustín Martínez Miranda¹

Sumario: I. Introducción. II. La valuación de empresas. III. La valuación de empresas en el derecho concursal de México. IV. La valuación de empresas en el procedimiento legal de quiebra de los Estados Unidos de América. V. Remarcaciones y contrastes. VI. Reflexión final. VII. Referencias bibliográficas.

Resumen

El objetivo de la presente investigación es abordar la valuación de empresas dentro de la figura jurídica del concurso mercantil, llevando a cabo un ejercicio de derecho comparado, contrastando lo establecido por la Ley de Concursos Mercantiles de México y el Código de Quiebras de los Estados Unidos de América, así como la práctica llevada a cabo en ambos países en este tema. A partir de esta comparación, se aportan elementos de índole jurídica y financiera dentro de la valuación de empresas que podrían coadyuvar en robustecer el procedimiento concursal mercantil en México.

Palabras clave: derecho concursal, valuación de empresas, valor como negocio en marcha, México, Estados Unidos de América

Fecha de recepción: 28/01/2023

Fecha de aceptación: 31/05/2023

1 Doctor en economía y licenciado en derecho por la Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM). Consultor gubernamental y empresarial. Dentro de la UNAM destaca su actividad académica como tutor de maestría y de doctorado en la Facultad de Derecho; tutor en el Doctorado en Ciencias de la Administración; profesor-tutor en la maestría y en el doctorado en Ingeniería de Sistemas; y profesor en la Especialización en Ingeniería Financiera.
elio_mmiranda@comunidad.unam.mx. <https://orcid.org/0000-0003-3983-2982>.



Abstract

The objective of this research is to address the business valuation within the bankruptcy proceedings, carrying out a comparative law exercise, that is, contrasting what is established by the Mexican Bankruptcy Law (Ley de Concursos Mercantiles) and the United States Bankruptcy Code, as well as the practice carried out in both countries on this issue. Based on this comparison, legal and financial elements are provided within the business valuation, which could help to strengthen the bankruptcy proceedings in Mexico.

Keywords: bankruptcy proceedings, business valuation, value as a going concern, Mexico, United States of America

I. INTRODUCCIÓN

El valor de una empresa se entiende como la estimación monetaria del valor fundamental que tendrá en un momento relevante.² En este sentido, la valuación de una empresa destaca como factor trascendental cuando esta se encuentra en estado económico de insolvencia, es decir, cuando no tiene la capacidad material para pagar sus deudas, pues, como parte de los esfuerzos entre una empresa y sus acreedores para solucionar esta vicisitud, se debe conocer el patrimonio de la primera, y una manera de hacerlo es a través de su valor. En otras palabras, el argumento principal del concepto de insolvencia tiene que ver con si las deudas de una empresa no solvente son superiores al valor de sus activos³ a partir de una valuación justa o razonable.⁴ Por añadidura, la sustancia de los casos de reestructuración empresarial gira en torno a la valuación y a la asignación de recursos.⁵

Precisamente, en este tema de insolvencia dentro de las empresas se presenta la figura jurídica del concurso mercantil, en México, regulada por la Ley de Concursos Mercantiles (en adelante, LCM,⁶ y se concibe como el procedimiento judicial al que se somete un

2 El valor se refiere a lo que vale una cosa específica, y el precio, dependiendo del mercado (oferta/demanda), se refiere a lo que uno está dispuesto a pagar. Luego, valuar denota estimar el valor de algo y valuación se refiere a la acción y efecto de valuar.

3 Activos en los que debe estar incluida la propiedad intelectual cuando así se posea, como patentes, marcas registradas, nombres comerciales, derechos de autor y secretos industriales. Robert Reilly, "Intellectual Property Valuation Within A Bankruptcy Context Part Three", *les Nouvelles - Journal of the Licensing Executives Society*, vol. 56, núm. 1 (2021): 28-30. <https://ssrn.com/abstract=3715011>

4 Más adelante se discute el tema de valor justo.

5 Jongho Kim, "Bankruptcy Law Dilemma: Appraisal of Corporate Value and Its Distribution in Corporate Reorganization Proceedings", *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 29, núm. 1 (2009): 121-129. <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol29/iss1/4/>

6 Ley de Concursos Mercantiles (Diario Oficial de la Federación, 12 de mayo de 2000, con última reforma publicada el 11 de mayo de 2022). <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LCM.pdf>

comerciante⁷ cuando incumple de forma generalizada con sus obligaciones de pago. De esta forma, uno de los objetivos más importantes del concurso mercantil es conservar las empresas mediante un convenio con sus acreedores⁸ y, en caso de no concretarse dicho convenio, se venderá la empresa, sus unidades productivas o los bienes que la integran para pagar a estos acreedores.⁹

Por lo general, se afirma que “todos los sistemas jurídicos establecen que los acreedores tienen derecho a la distribución equitativa de los bienes de un deudor que no puede pagar íntegramente sus deudas”, es decir, el propósito básico, independientemente del nombre del procedimiento y de sus detalles procesales, es “la distribución proporcional y equitativa de los bienes”. Entonces, “cualquiera que conozca su propio Derecho de Quiebras no pisa terreno desconocido cuando estudia un sistema extranjero”,¹⁰ en particular, como se lleva a cabo en la presente investigación, desde la óptica de la valuación de empresas en México y en los Estados Unidos de América (en adelante, EUA).

En este contexto, a la figura jurídica del concurso mercantil se le denomina en los EUA como *insolvency proceedings* o *bankruptcy proceedings*,¹¹ o como se identificará en esta investigación, procedimiento legal de quiebra.¹² Los Tribunales de Quiebras de los EUA actúan dentro del Sistema de Derecho Anglosajón, *common law*, el cual permite, como es sabido, la posibilidad de que las decisiones anteriores se usen como precedentes, a

7 En el cuerpo de esta investigación se tomarán como equivalentes los vocablos comerciante y empresa. En particular, la LCM se refiere a comerciante como la persona física o moral que tenga ese carácter conforme al Código de Comercio. Este concepto comprende al patrimonio fideicomitido cuando se afecte a la realización de actividades empresariales. Igualmente, comprende a las sociedades mercantiles controladoras o controladas conforme al artículo 15 de la LCM. Véase artículo 4, fracción II, de la LCM.

8 En México, intervienen los siguientes sujetos e instituciones dentro de un concurso mercantil: comerciante, acreedores reconocidos, juez de distrito, visitador, conciliador, síndico, interventor, Ministerio Público, Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (en adelante, IFECOM), entre otros.

9 El patrimonio de una empresa toma relevancia en un concurso mercantil dentro del significado de la masa, a saber: “porción del patrimonio del Comerciante declarado en concurso mercantil integrada por sus bienes y derechos, con excepción de los expresamente excluidos en términos de esta Ley, sobre la cual los Acreedores Reconocidos y los demás que tengan derecho, pueden hacer efectivos sus créditos”. Véase artículo 4, fracción V, de la LCM.

10 Kurt Nadelmann, “La quiebra en el derecho norteamericano”, *Revista de la Facultad de Derecho de México*, tomo XII, núm. 46 (1962): 257.

11 *Bankruptcy proceedings* es un “término general para diversos tipos de procedimientos bajo el *Bankruptcy Code* (11 U.S. Code) que son iniciados por un individuo insolvente, individual o empresa (llamada quiebra voluntaria), o por acreedores (llamada quiebra involuntaria), buscando a la vez: obtener los bienes remanentes del deudor (que son distribuidos entre los acreedores) como liberar al deudor de cualquier otra obligación futura, o reestructurar y reorganizar la estructura del insolvente”. Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 679-680 y 682. Otras traducciones de *bankruptcy proceedings* son ejecución concursal y concurso de acreedores. Enrique Alcaraz, Brian Hughes y José Martínez, *Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales* (España: Editorial Ariel, 2002), 81.

12 En la presente investigación, se tomarán como equivalentes concurso mercantil, en el caso de México, y procedimiento legal de quiebra, en el caso de los EUA.

diferencia del sistema romano germánico, al que pertenece el derecho mexicano, cuya base, mayormente, es la ley escrita y la doctrina como fuentes de derecho.

Por tanto, el principal objetivo de la presente investigación es abordar la valuación de empresas dentro del concurso mercantil, contrastando lo estipulado por la LCM de México y el Código de Quiebras de los EUA, en conjunto con la práctica llevada a cabo en ambos países en este tema. Por lo que, a partir de esta comparación, se aportan elementos de índole jurídica y financiera en el marco de la valuación de empresas, que podrían coadyuvar en robustecer el procedimiento concursal mercantil en México, más aún con la reciente creación en marzo de 2022 de los Juzgados Primero y Segundo de Distrito en Materia de Concursos Mercantiles,¹³ en virtud de que este procedimiento al ser complejo requiere de un capital humano especializado.

Para alcanzar este objetivo, primero, se examina la valuación de empresas, identificando los alcances de los estándares de valor y los supuestos más importantes dentro de este tipo de valuación. En segundo lugar, se analiza cómo concibe la valuación de empresas la LCM de México, entre otros aspectos, con relación a las funciones del conciliador y del síndico dentro del concurso mercantil. En tercer lugar, se examina el caso de los Tribunales de Quiebras de los EUA sobre la utilización de los estándares de valuación a partir de lo establecido en el Código de Quiebras de ese país. Posteriormente, a partir del análisis llevado a cabo en los apartados anteriores, se enlistan de manera puntual las singularidades de la valuación de empresas en el marco de la LCM y el Código de Quiebras señalados previamente, contrastando diferencias y similitudes, esto es, a partir de un ejercicio de derecho comparado. Por último, se presenta la reflexión final de esta investigación.

II. LA VALUACIÓN DE EMPRESAS

El valor de una empresa depende en gran medida de las interrogantes de qué se está valuando, *para qué propósito*, *para quién* y *cómo se hará* esta valuación. Incluso, el valor de una empresa no es absoluto, sino que se encuentra sujeto a las características estructurales de la empresa analizada y de su situación particular. En este sentido, una misma empresa podría tener valores diferentes a partir del propósito de valuación. Por ejemplo, un prestamista puede requerir la valuación de una empresa con el fin de respaldar la decisión de que se le otorgue financiamiento a la misma. También, el propietario de una empresa podría requerir una tarea de valuación con propósitos de planificación, gestión patrimonial y sucesoria.¹⁴

13 Véase el Diario Oficial de la Federación del 4 de marzo de 2022.

14 Luis Pereiro, *Valuation of Companies in Emerging Markets* (EUA: John Wiley & Sons. Inc., 2007), 34 y 60. Grant Newton, Paul Shields y James Hart, *Business Valuation in Bankruptcy: A Nonauthoritative Guide; Consulting Services Practice Aid, 02-1* (EUA: American Institute of Certified Public Accountants, Inc., 2002), 3.

Otras razones para valuar una empresa podrían ser la necesidad de que los accionistas de una empresa conozcan el valor de su patrimonio; evaluar la posibilidad de invertir en una empresa; efectuar la transferencia parcial de la propiedad de acciones de una empresa; analizar las oportunidades que pueden originar una alianza estratégica o *joint venture*; analizar el incremento de capital con aportaciones de los accionistas actuales o con nuevos accionistas; evaluar el desempeño de la administración; determinar la capacidad de endeudamiento; valuaciones ante herencias y testamentos en transmisiones de empresas familiares; realizar negociaciones con instituciones financieras; como apoyo procesal en el que está controvertido el valor de una empresa o un derecho reconocido, como conflictos de compra-venta; entre otras.¹⁵

En este contexto, con frecuencia, se torna imprescindible la valuación de una empresa que se encuentra con problemas de solvencia antes de ser declarada en concurso mercantil, como parte de los esfuerzos de la empresa y sus acreedores para resolver las contrariedades operativas y financieras, por ejemplo, si la dificultad financiera ha originado que una empresa deudora no cumpla con su compromiso para mantener en determinados niveles algunas razones financieras (*financial ratio covenants*).¹⁶ Por consiguiente, los prestamistas o acreedores podrían requerir a la empresa llevar a cabo una valuación de sus negocios. De igual manera, irá precedida una valuación a los esfuerzos para vender una empresa o algunos de los negocios de esta como parte de un proceso de debida diligencia (*due diligence*).¹⁷

Así, los resultados de la valuación de una empresa se ven directamente afectados por la calidad y la cantidad de información disponible, es decir, a partir del grado de acceso a la información deseada sobre la empresa, situación que puede verse comprometida por litigios, pérdidas de registros empresariales, etc.¹⁸

Es importante entonces definir los estándares (o definiciones) de valor y los supuestos más importantes que se utilizan en la valuación de una empresa. Uno de los estándares de valor más comunes es el *valor justo de mercado (fair market value)*,¹⁹ que se refiere a

15 Luis Pereiro, *Valuation of Companies in Emerging Markets* (2007), 48; Carlos Siu, *Valuación de empresas: proceso y metodología* (México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos, 2008), 20.

16 El término *ratio covenant* se refiere a cualquier acuerdo en un contrato o convenio de préstamo que utiliza una razón (*ratio*) financiera. Por ejemplo, un acuerdo de ratio puede prohibir no ir más allá de una cierta cantidad de apalancamiento (o endeudamiento), en donde se tiene la posibilidad de utilizar una *ratio* de apalancamiento (*gearing ratio*) para determinar esta situación.

17 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (EUA: John Wiley & Sons, Inc., 2009), 4. Aunque se utiliza en otros ámbitos y no solo en el mundo de los negocios, el proceso de debida diligencia se refiere esencialmente al proceso de evaluar una decisión a través de una investigación extensiva y considerar idealmente todas las posibilidades.

18 Grant Newton, Paul Shields y James Hart, *Business Valuation in Bankruptcy* (EUA: American Institute of Certified Public Accountants, Inc., 2002), 11.

19 También, el valor de mercado (*market value*) de una empresa puede aludir a su capitalización bursátil que, en cierto momento, presenta esta empresa, es decir, la multiplicación del número de sus acciones que se encuentran en circulación por el precio de dicha acción.

un comprador y vendedor hipotéticos, ambos interesados en la transacción y bajo circunstancias de mercado, por lo que el valor que se determina debe ajustarse de manera exclusiva a condiciones típicas del mercado, y estar libre de cualquier consideración particular o individual del comprador o vendedor, es decir, esta definición no aplicaría en la valuación de una empresa tomando en cuenta alguna transacción concreta.²⁰

De igual forma, se tiene el *valor de inversión (investment value)*, que corresponde al valor de una empresa desde la perspectiva de un inversionista particular, en esta situación la valuación de una empresa considera una transacción específica, y tanto el comprador como el vendedor se conocen, y es probable que alguno de ellos pueda tener un firme interés para asegurar que se complete la transacción, máxime si la empresa enfrenta adversidades económicas y financieras. Por ende, el *valor de inversión* es el valor para un inversionista en lo individual y considerando circunstancias particulares.²¹

El *valor justo (fair value)* de una empresa es también otro estándar de valor. La definición de *valor justo* será distinta de acuerdo con el marco jurídico aplicable, sin embargo, a grandes rasgos, se entiende como aquella cantidad monetaria que compensará de manera justa al propietario de una empresa al que se le ha privado de manera involuntaria de algún beneficio emanado de su propiedad, en donde no hay comprador ni vendedor interesados; son sujetos hipotéticos.²²

Asimismo, el valor como *negocio en marcha (going-concern value)* corresponde a otro estándar de valor. Aquí se considera a la empresa como un conjunto de activos tangibles e intangibles integrados y que interactúan entre sí produciendo beneficios económicos. Precisamente, este estándar de valor es el que más se utiliza en la práctica de la valuación, en particular, como se discutirá más adelante, en los EUA tiende a utilizarse en sus Tribunales de Quiebras. Como su nombre lo indica, este supone que la empresa continuará operando en el futuro; el valor de una empresa como negocio en marcha estará determinado por los flujos libres de efectivo que se espera genere en el futuro, descontando estos flujos a una tasa que refleje los riesgos del negocio.²³ De este modo, en tanto no se liquide una empresa y se enajenen con ello todos sus activos, tiene la posibilidad de seguir operando como un negocio en marcha.²⁴

20 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 22.

21 *Idem.*

22 Grant Newton, Paul Shields y James Hart, *Business Valuation in Bankruptcy* (2002), 4; Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 22-23.

23 A través del tiempo, la práctica y la teoría general de valuación de empresas se han desarrollado alrededor de tres marcos o enfoques de valuación básicos comúnmente aceptados para determinar el valor de una empresa como un negocio en marcha, a saber: enfoque de activos (*asset approach*), enfoque de ingresos (*income approach*) y el enfoque de mercado (*market approach*). James Hitchner, *Financial Valuation. Applications and Models* (EUA: John Wiley & Sons, Inc., 2017), 117, 291 y 343. Newton, Grant Newton, Paul Shields y James Hart, *Business Valuation in Bankruptcy* (2002), 7-11.

24 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 22-23.

Finalmente, el estándar de *valor de liquidación (liquidation value)* considera que una empresa terminará sus operaciones en un plazo relativamente corto, y que sus activos en conjunto o por separado podrán venderse o se dispondrá de ellos de alguna otra forma. Cabe precisar que, en términos generales, el valor de una empresa como negocio en marcha será mayor que el valor de liquidación, de lo contrario, se debería considerar la liquidación de una empresa para maximizar los reembolsos de los acreedores y de otros titulares de derechos.²⁵

Con relación al párrafo inmediato anterior, y como preámbulo al siguiente apartado, en México, el artículo 197, tercer párrafo, de la LCM establece que:

Quando la enajenación de la totalidad de los bienes y derechos de la Masa como unidad productiva, permita maximizar el producto de la enajenación, el síndico deberá considerar la conveniencia de mantener la empresa en operación. En caso de que no fuere posible mantener la empresa en operación, la enajenación de los bienes podrá llevarse a cabo agrupándolos para formar paquetes que permitan reducir los plazos de enajenación y maximizar razonablemente el valor de recuperación, considerando sus características comerciales.²⁶

III. LA VALUACIÓN DE EMPRESAS EN EL DERECHO CONCURSAL DE MÉXICO

Entre los estándares de valor señalados en el apartado anterior resalta el correspondiente al valor de una empresa como negocio en marcha, ya que, desde un enfoque de ingresos (*income approach*), atañería este valor, precisamente, al *valor financiero de una empresa (enterprise value)*, es decir, aquel valor que tiene una empresa para todos sus acreedores financieros y para sus accionistas (que son los inversionistas).²⁷ Como ya se indicó *ut supra*, el valor de una empresa como negocio en marcha, se obtiene a partir del valor presente de los flujos netos de efectivo que una empresa espera generar en

25 *Idem*.

26 Artículo 197, tercer párrafo, de la LCM.

27 Ciertas locuciones como valor de mercado (*market value*) y valor de una empresa como negocio en marcha (*going-concern value* o *enterprise value*) se pueden confundir fácilmente. Así, el uso apropiado de estos vocablos es esencial para diferenciar entre el valor de los activos disponibles para los accionistas (*market value*) y el valor de los activos disponibles para los acreedores y accionistas (*going-concern value*). En este marco, algunas de las expresiones que se utilizan para referirse al valor de mercado son: valor contable de la participación, capitalización bursátil o valor de mercado de las acciones emitidas (*market capitalization*) y valor de oferta (*offer value*). También existen diversas locuciones que se refieren al valor de una empresa como negocio en marcha: valor de la empresa (*company value*), valor de transacción (*transaction value*), valor total de la empresa como negocio en marcha (*total enterprise value*), pago o precio total (*total consideration*), valor total (*aggregate value*), valor de mercado del capital aportado (*market value of invested capital*, MVIC), capital aportado total (*total invested capital*, TIC), valor de la compañía (*firm value*), entre otros. Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 29-30.

el futuro²⁸ y ajustados o descontados por el costo de capital que pondere el riesgo y rendimiento de la inversión.²⁹

Al respecto, el artículo 184 de la LCM establece que durante “el tiempo en que el síndico continúe la operación de la empresa del Comerciante, las ventas de mercancías o servicios relativos a la actividad propia de la empresa se harán conforme a la marcha regular de sus negocios”.³⁰

Además, se precisó *ut supra* que el valor de una empresa como negocio en marcha es el que más se utiliza en la práctica de la valuación y que, especialmente, tiende a utilizarse en los Tribunales de Quiebras de los EUA.³¹ En México, el artículo 3 de la LCM, establece lo siguiente:

Artículo 3.- La finalidad de la conciliación es lograr la conservación de la empresa del Comerciante mediante el convenio que suscriba con sus Acreedores Reconocidos. La finalidad de la quiebra es la venta de la empresa del Comerciante, de sus unidades productivas o de los bienes que la integran para el pago a los Acreedores Reconocidos.³²

En lo que se refiere a la conciliación, destaca de este artículo 3 una de las funciones del conciliador,³³ en específico, alcanzar un convenio entre el empresario y sus acreedores reconocidos.³⁴ En tal sentido, y engranando esto con la materia de valuación, el artículo 151 de la LCM establece que el conciliador recomendará la realización de avalúos (a precios de mercado)³⁵ que considere necesarios para la consecución del referido convenio. Con exactitud, el artículo 151 de la LCM establece lo siguiente:

28 Los flujos netos de efectivo esperados se obtienen con base en los planes económicos o comerciales y en las expectativas que tiene una empresa en el futuro.

29 Cuando se afirma que el rendimiento adquirido sobre una inversión es de, por ejemplo, 10 %, por lo general, significa que una empresa debe obtener 10 % sobre la inversión, precisamente, para compensar a sus inversionistas por el financiamiento del proyecto. Se puede decir que 10 % es el costo de capital asociado con la inversión. Es usual que se utilicen de forma indistinta los vocablos *rendimiento requerido*, *tasa de descuento apropiada* y *costo de capital*, en esencia, significan lo mismo.

30 Artículo 184 de la LCM.

31 En el contexto mexicano, Lucio (s. f.) menciona que, para la valuación de empresas como negocio en marcha, así como sus unidades de producción, lo recomendable es utilizar una combinación entre la valuación de los distintos elementos patrimoniales que componen el activo y pasivo de la empresa, y la valuación fundada en el cálculo y actualización de sus rendimientos futuros. Federico Lucio, “Valuación de la empresa para efectos de su venta en términos de la Ley de Concursos Mercantiles”, *Documento de Trabajo* (México: IFECOM, s. f.), 8 y 11. <https://www.ifecom.cjf.gob.mx/resources/PDF/estudio/25.pdf>

32 Artículo 3 de la LCM.

33 El conciliador es la persona física cuya principal función es la de mediar entre el comerciante concursado y sus acreedores, con la finalidad de que lleguen a un convenio que termine con el procedimiento concursal. Juan Ordoñez, *Derecho concursal mercantil* (México: Editorial Porrúa, 2012), 43.

34 Los acreedores reconocidos son “aquellos que adquieran tal carácter por virtud de la sentencia de reconocimiento, graduación y prelación de créditos”. Artículo 4, fracción I, de la LCM.

35 Véase también el artículo 104 de la LCM sobre la valuación de bienes u obligaciones a precios de mercado.

Artículo 151.- El conciliador recomendará la realización de los estudios y avalúos que considere necesarios para la consecución de un convenio, poniéndolos, por conducto del juez, a disposición de los acreedores y del Comerciante con excepción de aquella información que tenga el carácter de confidencial en términos de las disposiciones aplicables.³⁶

También, como se advierte en el artículo 3 de la LCM, la finalidad de la quiebra es la venta de la empresa, de sus unidades productivas o de los bienes que la integran para el pago a los acreedores reconocidos.³⁷ Entonces, para llevar a cabo esta venta se requiere, claramente, conocer el valor de la empresa, el valor de sus unidades productivas o el valor de los bienes que la integran. En consecuencia, queda cierto que el Síndico,³⁸ una vez dictada la sentencia declarativa de quiebra, tendrá como una de sus funciones valorar a la empresa. En este tenor, los artículos 190 y 191 de la LCM establecen que:

Artículo 190.- Dentro de un plazo de sesenta días contados a partir de la fecha en que el síndico tome posesión de la empresa del Comerciante, deberá entregar al juez:

- I. Un dictamen sobre el estado de la contabilidad del Comerciante;
 - II. Un inventario de la empresa del Comerciante;
 - III. Un balance, a la fecha en que asuma la administración de la empresa, y
- (...)

Artículo 191.- El inventario se hará mediante relación y descripción de todos los bienes muebles o inmuebles, títulos valores de todas clases, géneros de comercio y derechos a favor del Comerciante.

El síndico entrará en posesión de los bienes y derechos que integran la Masa conforme se vaya practicando o verificando el inventario de los mismos. A estos efectos, su situación será la de un depositario judicial.³⁹

Se concluye así de los artículos 190 y 191 de la LCM que el síndico será responsable de realizar un inventario de la empresa, y en el marco de la valuación, a partir de este inventario, se valorarán bienes muebles, bienes inmuebles, títulos valores de todas clases, géneros de comercio y derechos a favor de la empresa. Tanto es así esta responsabilidad del síndico en el tema de valuación de empresas que los Criterios de Selección y Actualización de los Especialistas de Concursos Mercantiles establecen que:

36 Artículo 151 de la LCM.

37 Empero, el propósito de la etapa de quiebra durante un procedimiento de concurso mercantil, por regla general, es que el empresario llegue a un convenio con sus acreedores reconocidos.

38 El Síndico es la persona física que a petición del Juez, dictada en la sentencia declarativa de quiebra, designa el IFECOM. La función principal del síndico es administrar los bienes del comerciante, inventariarlos, valorarlos y proponer la liquidación o venta de la empresa para realizar el pago concursal. "Glosario de términos de la Ley de Concursos Mercantiles", Consejo de la Judicatura Federal. <https://www.ifecom.cjf.gob.mx/paginas/informacionRelevante.htm?pageName=infRelevante%2Fglosario.htm#S>

39 Artículos 190 y 191 de la LCM.

2. Criterios del Procedimiento de Selección de los Especialistas

(...)

2.6. El Instituto considerará, para la autorización de registro, que el solicitante compruebe tener sólidos conocimientos y experiencia conforme a las Especialidad(es) que requiera su registro:

(...)

2.6.2. Conciliador. Conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, derecho, análisis e interpretación de estados financieros, intervención en procesos concursales, procesos de ingeniería financiera y corporativa, rescate y dirección de empresas, mediación, fusiones y adquisiciones;

2.6.3. Síndico. Conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, derecho, intervención en procesos concursales, administración, enajenación, rescate y valuación de empresas, fusiones, adquisiciones y conversiones.⁴⁰

Cabe advertir que, de acuerdo con el artículo 151 de la LCM, el conciliador recomendará la realización de los estudios y avalúos que considere necesarios para la consecución de un convenio, por consecuencia, en el criterio 2.6.2 anterior, es imprescindible también que se establezca que el conciliador deba tener conocimientos y experiencia en valuación de empresas, como sí se establece para el síndico en el criterio 2.6.3.

Igualmente, como parte del cumplimiento de su mandato, el síndico podrá solicitar avalúos como lo establece el artículo 210 de la LCM, a saber:

Artículo 210.- El síndico podrá solicitar los peritajes, avalúos y demás estudios que estime necesarios para el cumplimiento de su mandato.

El síndico deberá hacer públicos los estudios a que se refiere el párrafo anterior, los cuales deberán exhibirse en los formatos que al efecto establezca el Instituto.

Los procedimientos de enajenación de bienes podrán encomendarse a terceros especializados cuando ello coadyuve a recibir un mayor valor de recuperación de los mismos o bien, cuando considerando los factores de costo y beneficio, resulte más redituable. El síndico deberá vigilar el desempeño que los terceros especializados tengan respecto a los actos que les sean encomendados.

(...)⁴¹

El acceso a estos avalúos se encuentra regulado en la regla 82 de las Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles, esto es:

Regla 82.- Para que los interesados puedan tener acceso y obtener copias simples o certificadas de los peritajes, avalúos, otros estudios y los anexos que los complementen, que el síndico haya obtenido conforme el artículo 210 de la Ley, el Especialista los hará públicos en el expediente concursal.

40 Criterios de Selección del Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (Diario Oficial de la Federación el 29 de septiembre de 2022). https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5665829&fecha=29/09/2022#gsc.tab=0

41 Artículo 210 de la LCM.

Será aplicable en lo conducente esta Regla, en los casos de la enajenación de activos que no estén vinculados con la operación ordinaria de la empresa del Comerciante, y a que se refiere el artículo 75 de la Ley.⁴²

En línea con lo anterior y sobre la definición del valor de los bienes pertenecientes, en particular, remanentes a la masa, regla 81, que se pretendan enajenar; la regla 84 de las Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles señala que:

Regla 84.- El valor de los bienes que se pretenda enajenar con base en la Regla 81, a criterio del síndico debe definirse vía referencias de valor, o comparables de mercado u otros métodos que él defina. Al informar de la enajenación como lo ordena el artículo 208 de la Ley, el síndico adjuntará los elementos que hubieren sustentado la determinación del valor, los cuales deberán tener una vigencia máxima de seis meses anteriores a la venta.⁴³

Por consiguiente, como parte de la venta o enajenación de la empresa o de sus activos, y para fines de esta investigación, el artículo 197, tercer párrafo, de la LCM, destaca que cuando “la enajenación de la totalidad de los bienes y derechos de la Masa como unidad productiva, permita maximizar el producto de la enajenación, el síndico deberá considerar la conveniencia de mantener la empresa en operación”⁴⁴ o, como se ha argumentado, conforme a un negocio en marcha.⁴⁵ De igual forma, el tema de la valuación de una empresa en concurso mercantil emerge a partir de lo estipulado en el artículo 199, fracción II, de la LCM, esto es, sobre el “precio mínimo que servirá de referencia para determinar la adjudicación de los bienes subastados, acompañado de una explicación razonada de dicho precio”.⁴⁶

Por último, en cuanto a la empresa como negocio en marcha, la regla 56 de las Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles relaciona este asunto con la remuneración del síndico:

Regla 56.- La remuneración del síndico estará directamente relacionada con su desempeño, conforme a las siguientes directrices:

I. Estará vinculada al logro de los siguientes objetivos:

(...)

b) Administrar diligentemente la Masa, y en su caso, efectuar gastos y contratar créditos que resulten estrictamente razonables y necesarios, según lo autorizado por el Juez.

42 Regla 82 de las Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles (IFECOM, 2021). https://www.dof.gob.mx/2021/CJF/Reglas_de_Carater_General_LCM.pdf

43 Regla 84 de las Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles (Diario Oficial de la Federación, 18 de diciembre de 2019). https://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5125395&fecha=18/12/2009#gsc.tab=0

44 Artículo 197, tercer párrafo, de la LCM.

45 En caso de que no fuere posible mantener la empresa en operación, el propio artículo 197 se refiere a un valor de recuperación.

46 Artículo 199, fracción II, de la LCM.

Para efectos de esta Regla, se considerará por administración diligente de la Masa, los actos de planeación, organización, dirección, control, seguridad y/o conservación; así como cualquier otro acto administrativo que el síndico realice en la empresa del Comerciante, necesarios para:

1. La enajenación de la empresa del Comerciante, cuando ello sea jurídica y materialmente posible, como negocio en marcha, sus unidades productivas o los bienes y derechos que la integran.

(...)

d) Maximizar el producto de la enajenación, en el menor tiempo desde la declaración de quiebra y con el menor costo posible, privilegiando efectuar la realización conforme al siguiente orden de preferencia:

1) la empresa como negocio en marcha;

2) las unidades productivas de la empresa, o lotes de bienes; y

3) los bienes y derechos de manera individual.

(...)⁴⁷

A partir de lo anterior, se advierte que la enajenación y, por consiguiente, el valor de una empresa en concurso mercantil en México subyace en concebirla como un negocio en marcha.

IV. LA VALUACIÓN DE EMPRESAS EN EL PROCEDIMIENTO LEGAL DE QUIEBRA DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

El procedimiento del derecho concursal anglosajón busca la liberación de un deudor de todos sus pasivos y su paradigma se encuentra en la institución angloamericana de la descarga (*discharge*).⁴⁸

Como se ha comentado hasta ahora, la valuación de empresas lleva consigo tareas primordiales de análisis financiero y de valuación, empero, en el contexto de quiebras

47 Regla 56 de las Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles.

48 En el contexto del derecho concursal, el vocablo *discharge* se traduce como rehabilitación, descargo; fallido o quebrado rehabilitado. Enrique Alcaraz, Brian Hughes y José Martínez, *Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales* (2002), 250. Asimismo, en esta figura de la *discharge* existe “un propósito que consiste en *maximizar el activo* con el cual deben ser satisfechos los acreedores, de manera de incentivar que a la quiebra no se llegue habiendo desaparecido la mayor parte del patrimonio”. Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 616.

(*bankruptcy*)⁴⁹ o de reestructuraciones de pasivos y activos⁵⁰ (*reorganization*),⁵¹ la valuación de empresas viene acompañada con un conjunto extra de desafíos.

Generalmente, en el caso de los tribunales de los EUA, estos ordenan a los profesionales o expertos (peritos en temas de valuación⁵²) utilizar los mismos enfoques, métodos y estándares de valuación que se emplean en otros contextos. No obstante, en ciertos momentos, los Tribunales de Quiebras (*Bankruptcy Courts*)⁵³ de los EUA sugieren aplicaciones o métodos específicos que son exclusivos para el caso particular de los requerimientos del *bankruptcy law* o derecho concursal mercantil, como se conoce en México.⁵⁴ De hecho, el marco general refleja un movimiento hacia una mayor sofisticación de métodos financieros y cuantitativos de valuación por parte de estos tribunales y de los inmersos (*stakeholders*) en los procedimientos legales de quiebra, obedeciendo ello a un deseo de mayor precisión y objetividad.⁵⁵

49 La palabra *bankrupt*, en el contexto de los EUA, se entiende como el “estado o condición de una persona individual, socio o sociedad, o municipalidad que es incapaz de pagar sus deudas existentes o previsibles. La condición de quien está en esas circunstancias es tal que tiene el derecho del beneficio de la Ley Federal de Quiebras”. El vocablo “quebrado” no se utiliza en esta ley, deudor (*debtor*) es, en todo caso, la palabra empleada. Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 678-679.

50 Se tiende a pensar que una reestructuración está enfocada solamente a los pasivos de una empresa (por ejemplo, el artículo 339, fracción IV, de la LCM), no obstante, los activos tienen un papel también muy importante. Tong Kang, Sharon James y Frances Fabian, “Real Options and Strategic Bankruptcy”, *Journal of Business Research*, núm. 117 (2020): 152. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.057>

51 La palabra *reorganization* se refiere al “medio por el cual una empresa en dificultades y su valor como unidad productiva en marcha es preservada mediante la corrección o eliminación de los factores que le provocaron sus dificultades”. Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 650.

52 Cabe decir que los peritos valuadores que proveen sus servicios en los casos judiciales de quiebra (*bankruptcy case*) de los EUA deben tener conocimientos firmes en *Bankruptcy Law*, y estar altamente cualificados para llevar a cabo valuaciones en estos temas. Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 95. Robert Reilly, “Valuation Analyst Guidelines Related to Bankruptcy Expert Reports and Expert Testimony”, *Insights*, verano (2010): 47-48. https://willamette.com/insights_journal/10/summer_2010_7.pdf; al respecto, ante valuaciones contrapuestas, los jueces de los procedimientos legales de quiebras de los EUA ejercen su discrecionalidad para dirimir estas situaciones. Keith Sharfman, “Judicial Valuation Behavior: Some Evidence from Bankruptcy”, *Florida State University Law Review*, vol. 32, núm. 2 (2005): 397.

53 Las *Bankruptcy Courts* son los tribunales federales que “están dedicados exclusivamente a la administración del procedimiento de la quiebra, y presididos por un juez de la quiebra. La quiebra legal es declarada por tal corte”. Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 679.

54 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 21.

55 Seton Simkovic, “The Evolution of Valuation in Bankruptcy”, *American Bankruptcy Law Journal*, núm. 301 (2017): 1; Diane Dick, “Valuation in Chapter 11 Bankruptcy: The Dangers of an Implicit Market Test”, *University of Illinois Law Review*, núm. 4 (2017): 1501. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2810622>

En este contexto, la Ley Federal de Quiebras o Código de Quiebras de los EUA (United States Bankruptcy Code) es una ley federal de conformidad con el artículo I, sección 8, de la constitución de los EUA,⁵⁶ y las leyes de los Estados de este país, en conflicto con la ley federal, deben subordinarse a la misma.⁵⁷

Así, el procedimiento legal de quiebra de los EUA se encuentra regulado en el título 11 (Title 11. Bankruptcy; and Appendix)⁵⁸ y en el 28 (Title 28. Judiciary and Judicial Procedure; and Appendix) del Código de los Estados Unidos de América (*The United States Code*).⁵⁹ En particular, la creación y la jurisdicción de los Tribunales de Quiebras (U.S Bankruptcy Courts) se encuentran en el título 28.

En la práctica, se suelen utilizar los vocablos insolvencia (*insolvency*) y quiebra (*bankruptcy*) como equivalentes, pero existen matices entre ellos según sea el caso. Es decir, la insolvencia, como se indicó *ut supra*, se refiere a la incapacidad de una empresa para hacer frente a sus deudas llegada su fecha de vencimiento. En este marco, para la Ley Federal de Quiebras de los EUA, se presenta la insolvencia cuando la suma de los bienes del deudor, valuados de forma justa (*at a fair valuation*), es insuficiente para pagar sus deudas.⁶⁰ Aun así, esta ley no proporciona orientación alguna sobre lo que significa “valuados de forma justa” o “en una valuación justa” (*at a fair valuation*), o cómo un perito debe conducirse en un procedimiento legal de quiebra para obtener un dictamen con una valuación justa. Por tanto, el vocablo *insolvency* es distinto al de *bankruptcy*, ya que la quiebra es una situación exclusivamente jurídica establecida y declarada por una resolución judicial (*judicial decree*).⁶¹

56 Constitution of the United States (1787). https://www.senate.gov/civics/constitution_item/constitution.htm#a1_sec8

57 Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 622 y 679.

58 Un procedimiento legal de quiebra voluntario en los EUA se inicia con la presentación de una solicitud ante un tribunal de quiebras. Entre otros aspectos, la solicitud señala si la empresa se sujeta al capítulo 7 (*Chapter 7. Liquidation*) o al capítulo 11 (*Chapter 11. Reorganization*) o bajo otro capítulo. De esta forma, después de presentarse la solicitud, por lo general, se le denomina deudor(a) (*debtor*) a la empresa solicitante, y a no ser que se designe un síndico (*trustee*) por el tribunal de quiebras para asumir el control de las operaciones, el deudor continúa con la posesión y administración de sus bienes (*debtor in possession*). Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 84.

59 El *United States Code* es una consolidación y codificación por materias de las leyes generales y permanentes de los EUA. El Código es preparado por la *Office of the Law Revision Counsel de la United States House of Representatives*. <https://uscode.house.gov> (consulta: 3 de enero de 2023).

60 En inglés, “The term ‘insolvent’ means-(A) with reference to an entity other than a partnership and a municipality, financial condition such that the sum of such entity’s debts is greater than all of such entity’s property, at a fair valuation...”. Sección 101 (§101. *Definitions*). <https://uscode.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title11-section101&num=0&edition=prelim> (consulta: 4 de enero de 2023).

61 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 96; Ariel Dasso, *Derecho concursal comparado* (Buenos Aires: Legis, 2008), 682.

De esta suerte, el procedimiento legal de quiebra de los EUA es flexible con una importante interacción y negociación entre las partes. Por esta razón, aunque las decisiones se basan en la información emanada de la valuación, el resultado no está sujeto únicamente a las conclusiones de los peritos valuadores contratados por las partes interesadas.⁶²

También, el valor de una línea de negocio como entidad independiente podría ser distinto del valor de esa misma línea de negocio como parte de una empresa considerada como un conjunto. La diferencia puede deberse a diversos factores, como los flujos de efectivo definitivos objetos de valuación. Es decir, como entidad independiente, una línea de negocio podría no recibir el beneficio de ciertos costos compartidos con la sociedad matriz de modo que sus flujos de efectivo serán inferiores. Además, podría presentarse un mayor riesgo potencial para la puesta en marcha de una línea de negocio como entidad independiente, lo que llevaría probablemente a una disminución de su valor. Asimismo, podrían existir sinergias en ventas y operaciones que no están disponibles para la línea de negocio independiente, pero sí para la sociedad matriz como un conjunto.⁶³

Como se advierte, en el procedimiento legal de quiebra de los EUA, las valuaciones podrían diferir dependiendo de la situación concreta, así como del objetivo de la valuación, e incluso del momento adecuado o propicio del ejercicio de valuación dentro de este procedimiento legal. Incluso, como se indica en la Sección 506. Determinación de la condición de asegurado o con garantía⁶⁴ (§506. *Determination of secured status*) del Código de Quiebras de los EUA, la valuación en un procedimiento legal de quiebra no es fija o estática.⁶⁵ De esta manera, independientemente de que una empresa se encuentre o no en estado económico de insolvencia y opte por reorganizarse o reestructurarse con éxito antes o después de un procedimiento legal de quiebra, será necesario valorar la empresa en diferentes momentos de su vida.

En este marco, diversos interesados (*stakeholders*) requerirán valuaciones previas al procedimiento legal de quiebra: inversionistas en acciones o en capital social que deseen invertir en una empresa que atraviese dificultades de solvencia podrían requerir una valuación para determinar el impacto sobre el valor de la empresa que sus inversiones tendrán y con ello plantear sus expectativas de rendimiento; prestamistas solicitarán una valuación para estimar su posición entre el principal⁶⁶ y el valor del activo que lo respalda (*loan-to-value*); durante el proceso para refinanciar la deuda entre un prestamista

62 *Ibidem*, 21-22.

63 *Idem*.

64 Otra traducción de la Sección 506 es “Determinación de la condición de privilegiado”.

65 §506. *Determination of secured status, Subchapter I. Creditors and Claims, Chapter 5. Creditors, The Debtor, and The State, Title 11. Bankruptcy; and Appendix, The United States Code.* <https://us-code.house.gov/view.xhtml?req=granuleid:USC-prelim-title11-section506&num=0&edition=prelim>; Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 23.

66 El principal de un préstamo es el capital que un deudor recibe del acreedor.

y un prestatario, el primero, tomará sus decisiones con base en el valor de la empresa y, sobre todo, comparando este valor con la cantidad de deuda pendiente de pago; la administración de una empresa que examina la enajenación o desinversión (*divestiture*) de una parte de la misma requerirá una valuación con la finalidad de evaluar la viabilidad de la posible enajenación y el impacto que tendrá en la situación económica y financiera de la empresa; entre otros.⁶⁷

De esta forma, poco tiempo después, relativamente, de que una empresa haya presentado una solicitud ante un Tribunal de Quiebras, la empresa (deudora) será requerida para exhibir sus listas de activos (*schedules of assets*) y pasivos, y un informe sobre su situación financiera y de operaciones (*statement of financial affairs*, SOFA).⁶⁸ En el marco de la valuación, resulta importante destacar que la información contenida en las listas y en el informe SOFA será útil para el experto o perito relacionado con el testimonio (*testimony*) de una valuación.⁶⁹

Así también, durante el recorrido de un procedimiento legal de quiebra en los EUA, son necesarias las valuaciones de unidades de negocio de un deudor o de activos específicos propiedad del mismo, por ejemplo, para actualizar la suspensión automática (*automatic stay*); para obtener protección adecuada (*adequate protection*); para buscar o incluso oponerse a la confirmación de un plan de reestructuración; para entablar una acción judicial con la finalidad de recuperar transferencias preferenciales (*preferential transfers*) o transferencias fraudulentas (*fraudulent transfers*).⁷⁰

En este sentido, la suspensión automática es un mandato judicial que interrumpe automáticamente demandas, ejecuciones hipotecarias, retenciones de pagos y toda actividad de cobro en contra del deudor en el momento en que se presenta la declaración del procedimiento legal de quiebra.⁷¹ La protección adecuada se refiere a la protección judicial instaurada para preservar el valor del derecho prendario de un acreedor con

67 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 5.

68 Un deudor exhibirá un informe SOFA si se acoge a los capítulos 7 (*Chapter 7. Liquidation*), 11 (*Chapter 11. Reorganization*) o 13 (*Chapter 13. Adjustment of Debts of An individual with Regular Income*) de la Ley Federal de Quiebras de los EUA.

69 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 84.

70 El enfoque de valuación de ingresos, principalmente, y el de mercado se suelen utilizar en el procedimiento legal de quiebra de los EUA para determinar la solvencia/insolvencia y la viabilidad de un plan de reestructuración. No obstante, como se ha discutido, su aplicación no debe ser mecánica, ya que esta podría conducir a indicadores de valor que carecerían de credibilidad y fiabilidad. Daniel Van, "Bankruptcy and Business Valuation in the Current Environment", *American Bankruptcy Institute Journal*, vol. 39, núm. 10 (2020): 60. <https://thegriffinggroup.com/wp-content/uploads/2020/10/ABI-Journal-Van-Vleet-Bankruptcy-Business-Valuation-COVID-19.pdf>; Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 5.

71 En México, este tema se aborda con similitudes y diferencias en el Título Tercero, De los efectos de la sentencia de concurso mercantil, Capítulo I, De la suspensión de los procedimientos de ejecución, de la LCM.

garantía, de modo que no se depreciará durante el procedimiento legal de quiebra.⁷² Las transferencias preferenciales, por su parte, se entienden como la cesión de bienes en favor de ciertos acreedores, efectuada por un deudor insolvente en detrimento de los acreedores restantes. Por último, las transferencias fraudulentas implican la transferencia de bienes del deudor a un tercero con la finalidad de evitar que los acreedores cobren sus deudas. En el caso más simple, se considera constructivamente fraudulenta una transferencia realizada por el deudor si, por un lado, la transferencia la efectúa el deudor sin recibir un valor razonablemente equivalente a cambio de la transferencia y, por otra parte, el deudor era insolvente en ese momento.⁷³

Entonces, en el procedimiento legal de quiebra de los EUA, con frecuencia, la pregunta que se plantea para llevar a cabo una tarea de valuación es: ¿cuál es el valor ahora? Al responder esta pregunta, el experto o perito emite su dictamen sobre el valor actual (fecha de valuación) en una audiencia en el tribunal respectivo (fecha del dictamen) y este decide el valor actual (*current value*) de la empresa o del activo. En esta situación, la fecha de valuación y la fecha del dictamen son las mismas. En otras, la pregunta que se plantea para realizar una valuación es: ¿cuál fue el valor entonces? Al dar respuesta a esta pregunta, la fecha de valuación corresponde a una fecha específica en el pasado, pero el perito emite su dictamen ahora, en una audiencia en el tribunal correspondiente o en la fecha de su informe. En estos casos, la fecha de valuación y la fecha del dictamen son diferentes.⁷⁴

Por igual, como se advirtió, un estándar de valor es el concerniente al de *valor justo*, y este tiende a utilizarse en la valuación de empresas y de derechos reconocidos en un contexto jurídico, por lo que su definición será distinta según el marco o sistema jurídico aplicable y de los precedentes judiciales o jurisprudenciales (*case law*) en el caso de los EUA. Por lo general, el término *valor justo*, en este contexto, no conduce a la misma definición que se utiliza en contaduría pública. En ciertos procedimientos, los precedentes judiciales incluso pueden sugerir el marco de valuación que se utilizará para estimar el *valor justo* de una empresa.⁷⁵

72 Dentro del procedimiento legal de quiebra de los EUA, los conceptos de valor y disminución de valor son fundamentales para cualquier negociación o disputa legal con relación a la protección adecuada.

73 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 83, 84 y 94-95. En el caso de México, véase el Capítulo VI. De los actos en fraude de acreedores, de la LCM.

74 *Ibidem*, 5-6.

75 *Ibidem*, 22-23.

De manera similar, como se enunció, los Tribunales de Quiebras de los EUA tienden a utilizar la premisa de valuación de una empresa como negocio en marcha,⁷⁶ esto es, las valuaciones se encuentran basadas en las expectativas de ganancias futuras.⁷⁷ Incluso, el capítulo 11 (*Chapter 11. Reorganization*)⁷⁸ está diseñado para preservar el valor de una empresa como negocio en marcha⁷⁹ al tiempo que reestructura sus deudas y activos;⁸⁰ por lo que las circunstancias deben ser inauditas antes de que un Tribunal de Quiebras llegue a la conclusión de que se ordene un análisis de liquidación.⁸¹ Así, la presuposición del capítulo 11 es que la empresa tiene más valor como negocio en marcha que liquidada.⁸²

76 En general, los métodos de valuación de una empresa como negocio en marcha aceptados por la mayor parte de los Tribunales de Quiebras de los EUA incluyen, principalmente, el flujo de efectivo descontado (*discounted cash flow*, DCF), así como múltiplos de empresas comparables (*comparable company multiples*, CCM) y múltiplos de transacciones comparables (*comparable transaction multiples*, TM). Seton Simkovic, "The Evolution of Valuation in Bankruptcy", *American Bankruptcy Law Journal*, núm. 301 (2017): 1-4. En este contexto, cuando se utiliza el método de flujo de efectivo descontado, los supuestos que se hacen para estimar la tasa de descuento (*discount rate*) se deben justificar a partir de la teoría y la evidencia provenientes de la literatura financiera arbitrada (*peer-reviewed*), en lugar de la literatura y de las guías de la industria de la valuación. Kenneth Ayotte y Edward Morrison, "Valuation Disputes in Corporate Bankruptcy", *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 166 (2018): 1823 y 1825. https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2404/

77 Este principio fue enfáticamente convenido en un importante procedimiento legal de quiebra decidido en 1941 por la Suprema Corte de los EUA, a saber, *Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois*. <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/312/510/>; Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 96; Perry Anderson, "U. S. Supreme Court Rule of Valuation As Applied to Corporate Reorganization", *Marquette Law Review*, vol. 27, núm. 3 (1943): 111-124. <https://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3623&context=mulr>; como es de observar, el valor de una empresa como negocio en marcha es un valor teórico, ya que depende, en gran medida, de las expectativas sobre el futuro de la empresa por parte de los directivos y de otros interesados (*stakeholders*) clave dentro de un procedimiento legal de quiebra. Tong Kang, Sharon James y Frances Fabian, "Real Options and Strategic Bankruptcy", *Journal of Business Research*, núm. 117 (2020): 153.

78 En sentido amplio, el objetivo final de un juicio de quiebra bajo el Capítulo 11 es la confirmación de un plan (*plan confirmation*). En caso de confirmarse, el plan es un contrato vinculante (*binding contract*) (es decir, con fuerza jurídica vinculante proveniente de una sentencia definitiva de un tribunal de quiebras) entre el deudor (*debtor*), sus acreedores (*creditors*) y accionistas (*equity holders*). El plan confirmado funciona como un contrato de crédito excepcional ("*super*" *credit agreement*) que, entre otras cosas, reestructura las deudas de una empresa. Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 86.

79 Los procedimientos legales de quiebra de los EUA bajo el Capítulo 11, poseen una característica particular en el sentido de que están diseñados para que el empresario continúe con sus operaciones comerciales en tanto se prepara un plan de reestructuración para la empresa. Jongho Kim, "Bankruptcy Law Dilemma" (2009): 120.

80 Como se mencionó *ut supra*, el artículo 2 de la LCM, establece que el concurso mercantil consta de dos etapas sucesivas, denominadas conciliación y quiebra. En este contexto, guardan semejanzas la etapa de conciliación en México con el Capítulo 11 (*Chapter 11. Reorganization*), así como la etapa de quiebra con el Capítulo 7 (*Chapter 7. Liquidation*) de los EUA.

81 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 24 y 85.

82 Cabe decir que las controversias sobre valuaciones son el núcleo del proceso de reestructuración bajo el Capítulo 11. Kenneth Ayotte y Edward Morrison, "Valuation Disputes in Corporate Bankruptcy" (2018): 1820.

Desde el punto de vista del valor de liquidación se tienen dos distinciones: liquidación sistemática (*orderly liquidation*) y liquidación forzosa (*forced liquidation*).⁸³ En el primer caso, también llamada liquidación ordenada u organizada, el valor de una empresa o de activos (*assets*) presume una duración razonable para la liquidación de los activos a precios y bajo condiciones normales de mercado. En otras palabras, la liquidación sistemática se refiere a la venta o disposición de los activos en conjunto o por separado bajo un periodo razonable de tiempo que permite obtener el precio más alto para cada uno de ellos. Por otra parte, en una liquidación forzada u obligatoria, el valor de una empresa o de activos supone que todos los activos en conjunto o por separado se venden a la mayor brevedad posible y, en consecuencia, el valor podría reducirse de manera significativa, es decir, la venta se realiza en un tiempo menor sin importar el valor que se obtiene. Dicho de otra manera, el escenario de liquidación forzada se representa como un “remate de existencias”. Se concluye que, si la premisa de valor apropiada es una empresa como negocio en marcha, el valor de liquidación se vuelve útil para establecer un valor mínimo de la empresa en cuestión.⁸⁴

Más explícitamente, en el procedimiento legal de quiebra de los EUA, por lo regular, el análisis de liquidación se refiere a la suma de los beneficios líquidos o netos de la venta de activos y de cobranzas a partir de los créditos dentro del procedimiento (*bankruptcy claims*) después de calcular y deducir los respectivos costos para recuperar dichos fondos, como honorarios y gastos legales, comisiones por operaciones y servicios bancarios, entre otros.⁸⁵

Como se ha discutido, el valor de una empresa como negocio en marcha comprende tanto activos tangibles como intangibles, sin embargo, este valor no incluye activos inoperantes (*nonoperating assets*) o activos excedentes (*redundant assets*),⁸⁶ y si bien estos activos no están contemplados dentro del valor de una empresa como negocio en marcha en el procedimiento legal de quiebra de los EUA, los acreedores tienen derechos en todos los activos del deudor, ya sea que estos se utilicen o no en las operaciones y el funcionamiento de la empresa en cuestión.⁸⁷

Por lo tanto, en caso de que una empresa no posea activos inoperantes o redundantes, su valor como negocio en marcha es igual al valor de mercado de sus fondos propios (*equity*) más el valor de su deuda. No obstante, en los EUA, la mayor parte de los Tri-

83 Grant Newton, Paul Shields y James Hart, *Business Valuation in Bankruptcy* (2002), 5.

84 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 24.

85 *Idem*.

86 Los activos inoperantes o redundantes se definen como activos que no son necesarios para las operaciones en curso o normales de una empresa, sin embargo, pueden generar ingresos, por ejemplo, efectivo subutilizado, valores negociables, préstamos por cobrar, equipo inactivo, terrenos sin uso, etcétera.

87 Ian Ratner *et al.*, *Business Valuation and Bankruptcy* (2009), 24 y 30.

bunales de Quiebras reconoce que los precios que el mercado fija a la deuda de una empresa en crisis (*distressed company*) y a sus acciones ordinarias, antes y durante un procedimiento legal de quiebra, no son relevantes cuando se valúa esa empresa que relativamente pronto será reestructurada.⁸⁸

V. REMARCACIONES Y CONTRASTES

A partir del análisis llevado a cabo en los apartados anteriores, a continuación, se enlistan de manera puntual remarcaciones importantes sobre la valuación de empresas en el contexto de la LCM de México y de la Ley Federal de Quiebras o Código de Quiebras de los EUA, contrastando diferencias y similitudes; a partir de un ejercicio de derecho comparado.

Primera. El valor como negocio en marcha considera a la empresa como un conjunto de activos tangibles e intangibles integrados y que interactúan entre sí produciendo beneficios económicos. Por lo que dicho estándar de valor estará determinado por los flujos libres de efectivo (*discounted cash flow, DCF*) que se espera genere una empresa en el futuro, descontando estos flujos a una tasa que refleje los riesgos del negocio. El valor de una empresa en concurso mercantil en México subyace en concebirla, especialmente, como un negocio en marcha. Asimismo, los métodos de valuación de una empresa como negocio en marcha aceptados por la mayor parte de los Tribunales de Quiebras de los EUA incluyen, principalmente, el flujo de efectivo descontado, así como múltiplos de empresas comparables (*comparable company multiples, CCM*) y múltiplos de transacciones comparables (*comparable transaction multiples, TM*).

Segunda. En términos generales, el valor de una empresa como negocio en marcha será mayor que el valor de liquidación, de lo contrario, se debería considerar la liquidación de una empresa para maximizar los reembolsos de los acreedores y de otros titulares de derechos. Al respecto, si la premisa de valor apropiada es una empresa como negocio en marcha, el valor de liquidación es útil para establecer un valor mínimo de la empresa en cuestión. En este marco, el capítulo 11 (*Chapter 11. Reorganization*) de la Ley Federal de Quiebras de los EUA está diseñado para preservar el valor de una empresa como negocio en marcha al tiempo que reestructura sus deudas y activos. Por lo que las circunstancias deben ser inauditas antes de que un Tribunal de Quiebras llegue a la conclusión de que se ordene un análisis de liquidación. La presuposición del capítulo 11 es que la empresa tiene más valor como negocio en marcha que liquidada.

Tercera. El artículo 2 de la LCM establece que el concurso mercantil consta de dos etapas sucesivas, denominadas conciliación y quiebra. Guardan semejanzas la etapa de conciliación en México con el capítulo 11 (*Chapter 11. Reorganization*), así como la etapa de quiebra con el capítulo 7 (*Chapter. Liquidation*) de los EUA.

88 *Ibidem*, 30-31.

Cuarta. El artículo 151 de la LCM establece que el conciliador recomendará la realización de avalúos (a precios de mercado) que considere necesarios para la consecución de un convenio entre la empresa y sus acreedores reconocidos, por consecuencia, en el criterio 2.6.2 de los Criterios de Selección y Actualización de los Especialistas de Concursos Mercantiles es imprescindible también que se establezca que el conciliador deba tener conocimientos y experiencia en valuación de empresas, como sí se establece para el síndico en el Criterio 2.6.3.

Quinta. El síndico, una vez dictada la sentencia declarativa de quiebra, tendrá como una de sus funciones valuar a la empresa en concurso mercantil. En este sentido, los artículos 190 y 191 de la LCM establecen que el síndico será responsable de realizar un inventario de la empresa, y en el marco de la valuación, a partir de este inventario, se valuarán bienes muebles, bienes inmuebles, títulos valores de todas clases, géneros de comercio y derechos a favor de la empresa. A este respecto, el síndico hará públicos los peritajes, avalúos, otros estudios y los anexos que los complementen en el expediente concursal de conformidad con el artículo 210 de la LCM.

Sexta. Como parte de la venta o enajenación de la empresa o de sus activos, el artículo 197, tercer párrafo, de la LCM, destaca que cuando “la enajenación de la totalidad de los bienes y derechos de la Masa como unidad productiva, permita maximizar el producto de la enajenación, el síndico deberá considerar la conveniencia de mantener la empresa en operación”⁸⁹ o, como se ha argumentado, conforme a un negocio en marcha.

Séptima. En los EUA, la reestructuración de pasivos y activos (*reorganization*) de una empresa con problemas de solvencia hace referencia a su valor como unidad productiva en marcha. Cabe advertir que se tiende a pensar que una reestructuración, en general, está enfocada solamente en los pasivos de una empresa, por ejemplo, como se establece en el artículo 339, fracción IV, de la LCM de México, no obstante, los activos tienen un papel también muy importante dentro de una reestructuración.

Octava. Los peritos valuadores que proveen sus servicios en los procedimientos legales de quiebra de los EUA deben tener conocimientos firmes en *bankruptcy law*, y estar altamente cualificados para llevar a cabo valuaciones en este ámbito. Tocante a esto y frente a valuaciones contrapuestas, los jueces de los procedimientos legales de quiebras de los EUA ejercen su discrecionalidad para dirimir estas situaciones. Incluso, las controversias sobre valuaciones son el núcleo del proceso de reestructuración bajo el capítulo 11 (*Chapter 11. Reorganization*) de la Ley Federal de Quiebras de los EUA.

Novena. Existe una tendencia hacia una mayor sofisticación de métodos financieros y cuantitativos de valuación por parte de los Tribunales de Quiebras y de los inmersos (*stakeholders*) en los procedimientos legales de quiebra de los EUA, obedeciendo ello a un deseo de mayor precisión y objetividad. En este marco, cuando se utiliza el método

⁸⁹ Artículo 197, tercer párrafo, de la LCM.

de flujo de efectivo descontado, los supuestos que se hacen para estimar la tasa de descuento (*discount rate*) se deben justificar a partir de la teoría y la evidencia provenientes de la literatura financiera arbitrada (*peer-reviewed*) o también conocida como publicación científica, en vez de la literatura y de las guías de la industria de la valuación.

Décima: La Ley Federal de Quiebras de los EUA no proporciona orientación alguna sobre lo que significa “valuados de forma justa” o “en una valuación justa” (*at a fair valuation*) con respecto a los bienes de un deudor, o cómo un perito debe conducirse en un procedimiento legal de quiebra para obtener un dictamen con una valuación justa. Empero, el estándar de *valor justo* tiende a utilizarse en la valuación de empresas y de derechos reconocidos en un contexto jurídico, por lo que su definición será distinta según el marco o sistema jurídico aplicable y de los precedentes judiciales (*case law*) en el caso de los EUA. Inclusive, en ciertos procedimientos, estos precedentes pueden sugerir el marco de valuación que se utilizará para estimar el *valor justo* de una empresa.

Undécima. En el procedimiento legal de quiebra de los EUA, las valuaciones podrían diferir dependiendo de la situación concreta, así como del objetivo de la valuación, e incluso del momento adecuado o propicio del ejercicio de valuación dentro de este procedimiento legal. Por lo tanto, la valuación no es fija o estática. De este modo, independientemente de que una empresa se encuentre o no en estado económico de insolvencia y opte por reorganizarse o reestructurarse con éxito antes o después de un procedimiento legal de quiebra, será necesario valorar la empresa en diferentes momentos de su vida.

Duodécima. Poco tiempo después, relativamente, de que una empresa haya presentado una solicitud ante un Tribunal de Quiebras de los EUA, será requerida para exhibir sus listas de activos y pasivos, y un informe sobre su situación financiera y de operaciones. En el marco de la valuación, resulta importante destacar que la información contenida en estas listas e informe será útil para el experto o perito relacionado con el testimonio de una valuación.

Decimotercera. Dentro del procedimiento legal de quiebra de los EUA, los conceptos de valor y disminución de valor son fundamentales para cualquier negociación o disputa legal con relación a la protección adecuada (*adequate protection*).

VI. REFLEXIÓN FINAL

La figura jurídica del concurso mercantil es compleja debido a la fuerte interacción que tiene con otras disciplinas, como la economía, las finanzas, la administración, la contaduría, entre otras. La presente investigación de derecho comparado resulta trascendente para México con la reciente creación en marzo de 2022 de los Juzgados Primero y Segundo de Distrito en Materia de Concursos Mercantiles, en virtud de que esta figura jurídica exige capital humano especializado, y que cuente con habilidades y conocimientos multidisciplinarios e interdisciplinarios.



VII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alcaraz, Enrique, Brian Hughes y José Martínez. *Diccionario de términos económicos, financieros y comerciales*. España: Editorial Ariel, 2002.
- Anderson, Perry. "U. S. Supreme Court Rule of Valuation As Applied to Corporate Reorganization", *Marquette Law Review*, vol. 27, núm. 3 (1943): 111-124. <https://scholarship.law.marquette.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3623&context=mulr>
- Ayotte, Kenneth y Edward Morrison. "Valuation Disputes in Corporate Bankruptcy". *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 166 (2018): 1823 y 1825. https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2404/
- Consejo de la Judicatura Federal. "Glosario de términos de la Ley de Concursos Mercantiles", acceso el 15 de diciembre de 2022. <https://www.ifecom.cjf.gob.mx/paginas/informacionRelevante.htm?pageName=infRelevante%2Fglosario.htm%23S>
- Dasso, Ariel. *Derecho concursal comparado*. Buenos Aires: Legis, 2008.
- Hitchner, James. *Financial Valuation. Applications and Models*. EUA: John Wiley & Sons, Inc., 2017.
- Kang, Tong, Sharon James y Frances Fabian, "Real Options and Strategic Bankruptcy", *Journal of Business Research*, núm. 117 (2020): 152. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.05.057>
- Kim, Jongho. "Bankruptcy Law Dilemma: Appraisal of Corporate Value and Its Distribution in Corporate Reorganization Proceedings". *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 29, núm. 1 (2009): 121-129. <https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol29/iss1/4/>
- Lucio, Federico. "Valuación de la empresa para efectos de su venta en términos de la Ley de Concursos Mercantiles". *Documento de Trabajo* (México: IFECOM, s. f.). <https://www.ifecom.cjf.gob.mx/resources/PDF/estudio/25.pdf>
- Nadelmann, Kurt. "La quiebra en el derecho norteamericano". *Revista de la Facultad de Derecho de México*, tomo XII, núm. 46 (1962): 257.
- Newton, Grant, Paul Shields y James Hart. *Business Valuation in Bankruptcy: A Nonauthoritative Guide; Consulting Services Practice Aid*, 02-1. EUA: American Institute of Certified Public Accountants, Inc., 2002.
- Ordoñez, Juan. *Derecho concursal mercantil*. México: Editorial Porrúa, 2012.
- Pereiro, Luis. *Valuation of Companies in Emerging Markets*. EUA: John Wiley & Sons. Inc., 2007.
- Ratner, Ian, Grant T. Stein y John C. Weitnauer. *Business Valuation and Bankruptcy*. EUA: John Wiley & Sons, Inc., 2009.

- Reilly, Robert. "Intellectual Property Valuation Within A Bankruptcy Context Part Three". *les Nouvelles - Journal of the Licensing Executives Society*, vol. 56, núm. 1 (2021): 28-30. <https://ssrn.com/abstract=3715011>
- Reilly, Robert. "Valuation Analyst Guidelines Related to Bankruptcy Expert Reports and Expert Testimony". *Insights*, Verano (2010): 44-48. https://willamette.com/insights_journal/10/summer_2010_7.pdf
- Sharfman, Keith. "Judicial Valuation Behavior: Some Evidence from Bankruptcy". *Florida State University Law Review*, vol. 32, núm. 2 (2005): 397. <https://ir.law.fsu.edu/lr/vol32/iss2/4>
- Simkovic, Seton. "The Evolution of Valuation in Bankruptcy". *American Bankruptcy Law Journal*, núm. 301 (2017). <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2810622>
- Siu, Carlos. *Valuación de empresas: proceso y metodología*. México: Instituto Mexicano de Contadores Públicos, 2008.
- Suprema Corte de los EUA. *Consolidated Rock Products Co. v. Du Bois* (1941). <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/312/510/>
- Van, Daniel. "Bankruptcy and Business Valuation in the Current Environment". *American Bankruptcy Institute Journal*, vol. 39, núm. 10 (2020): 6. <https://thegriffinggroup.com/wp-content/uploads/2020/10/ABI-Journal-Van-Vleet-Bankruptcy-Business-Valuation-COVID-19.pdf>

LEGISLACIÓN

- Constitution of the United States (1787). https://www.senate.gov/civics/constitution_item/constitution.htm#a1_sec8
- Criterios de Selección del Instituto Federal de Especialistas de Concursos Mercantiles (Diario Oficial de la Federación el 29 de septiembre de 2022). https://www.dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5665829&fecha=29/09/2022#gsc.tab=0
- Ley de Concursos Mercantiles (Diario Oficial de la Federación, 12 de mayo de 2000, con última reforma publicada el 11 de mayo de 2022). <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LCM.pdf>



Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles (Diario Oficial de la Federación, 18 de diciembre de 2019).

https://dof.gob.mx/nota_detalle.php?codigo=5125395&fecha=18/12/2009#gsc.tab=0

Reglas de Carácter General de la Ley de Concursos Mercantiles (IFECOM, 2021).

https://www.dof.gob.mx/2021/CJF/Reglas_de_Carater_General_LCM.pdf