

Revista ESTUDIOS DE DERECHO EMPRESARIO

La Escuela Comercialista de Córdoba y sus
Proyecciones



VOLUMEN 25

14/VII/2023



Departamento de
Derecho Comercial
Dr. Mauricio Yadarola



UNC

Director Académico: Prof. Emérito Dr. Efraín Hugo Richard

Vicedirectora Académica: Prof. Ab. Luisa Borgarello

Coordinadora Académica: Prof. Ab. Esp. María Fernanda Cocco

Editor Responsable de la Revista: Prof. Emérito Dr. Efraín Hugo Richard

Gestión de la Revista: Prof. Ab. Luisa Borgarello – Prof. Ab. Esp. María Fernanda Cocco

Colaboración en la edición y gestión de la Revista: Ab. Romina Furiasse

Consejo Editorial y Comité Evaluador de Referato: Profesores Titulares Dres. Marcela Aspell, Vicente Aznar, Giselle Javurek, Francisco Junyent Bas, Orlando Manuel Muiño, Horacio Roitman, José Ignacio Romero, María Cristina Mercado de Sala y Efraín Hugo Richard.

Estudios de Derecho Empresario es una publicación del Departamento de Coordinación Docente Derecho Comercial y de la Navegación de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Córdoba y del Instituto de la Empresa de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba.

Tiene sede en la Facultad de Derecho, Obispo Trejo 242 Primer Piso – Centro (5000) – Córdoba – República Argentina.

Teléfono: 0351-4332060 Fax: 0351-4332066

E-mail: fernanda.cocco@unc.edu.ar

Website: www.derecho.unc.edu.ar www.acaderc.org.ar

Indice

Prólogo	Pág. 4
Doctrina	
“El nuevo derecho societario: Libertad bajo responsabilidad” <i>Claudio Fabián García</i>	Pág. 5
“Libertad bajo responsabilidad, en torno a sociedades” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 27
“Las normas imperativas del derecho societario y del Código Civil y Comercial. Particularidades ante la crisis” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 34
“La abstracción cambiaria en jaque: el pagaré de consumo” (Trabajo Final – Adscripción Derecho Concursal y Cambiario Catedra B) <i>Maria Emilia Villar Rodríguez</i>	Pág. 41
“Sobre la legalidad y las responsabilidades originadas por las compras apalancadas de empresas en Argentina” (Trabajo Final Integrador para acceder al Título de Magister en Derecho Empresario UBP) <i>Gianfranco Riberi</i>	Pág. 59
“Reflexiones sobre la Vida Académica” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 156
Anexo I: “La conservación de la empresa” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 163
Anexo II: “Las sociedades comerciales y su actuación en el mercado” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 172
Anexo III: “Problemática de la deuda externa y la mundialización financiera” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 177
Anexo IV: “El contraderecho. (El abuso y el fraude en la homologación de acuerdos concursales propuestos por sociedades comerciales con quitas)” <i>Efraín Hugo Richard – Juan Carlos Veiga</i>	Pág. 195
Anexo V: “Derecho Societario de Crisis” <i>Efraín Hugo Richard</i>	Pág. 203
Anexo VI: “Cuadro, manuscrito en forma clara y apretada, interpretativo del proyecto de unificación del derecho privado del año 1987, particularmente del derecho privado patrimonial negocial” <i>elaborado por el Dr. Efraín Hugo Richard y recuperado en formato digital por María Fernanda Cocco</i>	Pág. 210

Prólogo

María Fernanda COCCO – José Fernando MÁRQUEZ

Este número lo hemos dedicado a festejar los 90 años de edad de nuestro Director el Prof. Emérito Dr. Efraín Hugo Richard y sus 44 años como Miembro de Número de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, que festejaron el 27 de junio en esa Academia con el Prof. Emérito Dr. Ricardo Haro, por las mismas circunstancias.

En primer lugar, presentamos un ensayo de Claudio García intitulado “**Libertad bajo responsabilidad**”, que formuló para el Congreso que hemos cronicado en la Revista anterior, pero no como ponencia. El Ab. García fue un discípulo de Richard en los 80, como adscripto a su cátedra y, en su momento, escribieron algunos artículos juntos. Luego se alejó de Córdoba a su natal Corrientes.

Luego incorporamos “**La abstracción cambiaria en jaque: el pagaré de consumo**” (Trabajo Final – Adscripción Derecho Concursal y Cambiario Catedra B) de *Maria Emilia Villar Rodríguez* y “**Sobre la legalidad y las responsabilidades originadas por las compras apalancadas de empresas en Argentina**” (Trabajo Final Integrador para acceder al Título de Magister en Derecho Empresario UBP) de *Gianfranco Riberi*, que fueron requeridos por esta editora con motivo del Congreso para su publicación en este número.

Y cerramos la primera parte con algunos ensayos del Dr. Richard, que hemos elegido dentro de su continua producción.

La segunda parte la constituye las Reflexiones Institucionales que presentó Richard en la Academia el 27 de junio, a la que nos hemos permitido agregar como Anexos las referencias que él hizo a los mismos o las que nosotros hemos querido agregar como integrantes del equipo que él ha forjado.

Querido maestro Hugo, como te gusta que te llamemos, seguimos trabajando en la dinámica grupal y esperamos que nos acompañes muchos años más.

¡¡¡Muy felices jóvenes 90 años!!!

Doctrina

EL NUEVO DERECHO SOCIETARIO: “LIBERTAD BAJO RESPONSABILIDAD”**Claudio Fabián García¹****1.- INTRODUCCION**

Este trabajo tiene por finalidad presentar para su análisis el lema creativo y realista aplicable al derecho en general y al derecho societario en particular de “**Libertad bajo responsabilidad**” que consigna el XV Congreso Argentino de Derecho Societario y XI Congreso Iberoamericano de derecho societario y de la Empresa, por constituir una brújula que se debe desbrozar para poder entender un conjuntos de temas vinculados, coordinados y correlativos para su correcta valoración jurídica, según las circunstancias subjetiva y objetiva, como también para su interpretación y su función de calificación y de integración de la relación de organización como negocio jurídico societario.²

Nuestro ensayo está circunscripto a la teoría general del derecho, a la teoría general del negocio jurídico y a la teoría general del contrato en términos generales. Este es el ámbito de nuestro análisis jurídico de libertad bajo responsabilidad, en relación con la inscripción del congreso que le da sentido y orientación al nuevo derecho societario; que a nuestro juicio debe ser entendido como un **plan económico-jurídico, organizado y planificado de las partes—como expresión de la libertad, buscando la compatibilidad con el ordenamiento estatal —es decir, bajo responsabilidad o autorresponsabilidad-, con distribución de riesgos, ventajas y desventajas, destinada a reaccionar frente a las circunstancias del tráfico social, teniendo en cuenta la cooperación asociativa funcional que crea un ente con estructura corporativa, que está orientado a un fin autónomo - objetivo y subjetivo-de carácter previsor en cuanto al comportamiento inicial y final del negocio jurídico societario.**

De esta forma no sólo se considera como un programa puro y simple en donde los particulares disponen para el futuro una regulación vinculante de intereses en sus relaciones jurídicas, para actuar la libertad, pero bajo responsabilidad, dando contenido al negocio jurídico societario. Por ello, es de señalar que cuando mayor sea el deber de obrar con prudencia y pleno conocimiento de las cosas, mayor es la diligencia exigible al agente en la gestión de los negocios sociales, teniendo en cuenta la valoración de la previsibilidad de las consecuencias, salvo confianza especial en la que se debe tener en cuenta la naturaleza del acto y las condiciones particulares de las partes. En todos los casos, se debe implementar sistemas y medios preventivos que reduzcan el riesgo de conflicto de intereses en sus relaciones con la persona jurídica y con terceros—arts. 150, 158, 159,1725, 1710, 1728 CCC.³

Teniendo especialmente en cuenta lo anterior, y la tendencia expansiva que importa nuestro Código Civil y Comercial de la Nación, en cuanto al hecho, acto, negocio y contrato, ha superado los

¹ Abogado. Miembro del Instituto de la Empresa —por Entre Ríos- de la Academia Nacional de Derecho de Córdoba desde 24 de noviembre 1993.

² Cfr.: RICHARD, Las relaciones de organización...ps. 19, 127, 390; APARICIO p. 174, y nota 92; sobre interpretación y la calificación GALGANO, ps. 427 sgts.; Interpretación e integración del negocio MESSINEO, ps. 483; sobre interpretación en general CARIOTA FERRARA, ps. 607 sgts.; BETTI, ps. 237 y sgts.; STOLFI, ps. 287; CAMPAGNUCCI DE CASO, p. 359.

³ cfr.: FERRI, p. 15; BETTI, ps. 41 sgts.; RICHARD, ps. 13 y 16; PALMERO, p. 845

límites del mismo, y ha penetrado en otros ámbitos del derecho, como en el negocio jurídico societario entre otros.

Por ello, el concepto de *negocio jurídico* fue construido de modo que cubriera por entero todo el ámbito dentro del cual la constitución o la modificación o la extinción de las relaciones jurídicas quedan, con distinto alcance, a la libre determinación de los sujetos, salvo en el marco de la relación de organización corporativa, dónde las normas de orden público, normas imperativas y dispositivas encuentran su combinación en el marco legal. Además, el concepto de negocio jurídico es coextensivo y correlativo al de autonomía privada.⁴

En el orden contractual, se debe tener especialmente en cuenta la capacidad expansiva de la regulación del contrato a los actos jurídicos unilaterales *inter vivos* con contenido patrimonial, a pesar de las características estructurales (bilateral) de la institución, hace del contrato una suerte de sinónimo del negocio jurídico, en este sentido nos preguntamos si es aplicable el art. 1443 CCC a los actos pluripersonales o plurisubjetivos como por ej.: a los actos colegiales, colectivos y complejos.⁵ Por ello, cuando se habla de negocio jurídico, se piensa inmediatamente en el contrato, y más allá de sus límites, sólo se ve el matrimonio y el testamento. Quedando fuera de su campo de análisis figuras relevantes de actos unilaterales entre vivos como la declaración cartular, como el voto y el acuerdo asambleario.⁶

Por último hay que tener en cuenta una nueva aclaración, cuando se piensa en el contrato desde el punto de vista de la teoría general, se tiene cuenta la doctrina del contrato bilateral o de cambio casi exclusivamente, dejando de lado aquellos otros en que no se da típicamente lugar a relaciones jurídicas inspiradas en la antítesis del fenómeno económico de cambio; quedando fuera de la observación una infinidad de figuras que tienen causas asociativas, que consolidan la cooperación asociativa funcional del pacto; cuando es evidente el carácter omnicompreensivo que se ha intentado atribuir al concepto de negocio jurídico, de manera que abarcara cualquier manifestación de autonomía privada.⁷

Por lo expuesto anteriormente, se puede afirmar que se construyó la disciplina del contrato en general, sobre el esquema del contrato de cambio, quedando fuera de esta edificación jurídica, un sin número de categorías contractuales –trabajadas por el Maestro RICHARD-, que modifican y amplían la teoría general del contrato, en su aspecto nuclear, esto es, el **consentimiento, el objeto, la causa dándoles mayor elasticidad y cambiando la morfología interna de los elementos**. En este sentido, se tendrían que volver a redefinir teniendo en cuenta las figuras singulares estudiadas, en sus rasgos y perfiles específicos que se consideren en particular; vale decir, se definen los elementos *ex pos*.⁸

Ello se justifica aún más si tenemos en cuenta que se debe agregar un plus como elemento ulterior, llamado **organización** – sea esta, corporativa o no-, para la estructura de la actividad a desarrollar, que recubre y coordina a todos los elementos en una unidad funcional de intereses específicos, ampliando de este modo el *contenido* del contrato y sus *efectos* dispuestos por el

⁴ GALGANO, p. 28; MESSINEO, t. V, p. 302; MARSILI, ps. 119 sgts, analiza el orden público societario y la autonomía de la voluntad en el capítulo X.

⁵ Cfr: CARIOTA FERRARA, ps. 142, parágrafo 46; OSTI, ps. 473 sgts., parágrafo 9.

⁶ GALGANO, ps. 54 sgts.; FERRI, ps. 167 sgts.

⁷ FERRI, ps. 167 sgts.; GALGANO, ps. 54 sgts.; FERRARA j, Gli imprenditori..., ps. 97 sgts., parágrafo 92; FARGOSI, Sobre la naturaleza del acto constitutivo..., p. 263.

⁸ Cfr.: MOSCO, p. 102, 108 parágrafo 32, donde habla de la elasticidad de la causa en el contrato asociativo.

ordenamiento jurídico por mandato legal previsto, como dato dinámico del pacto. Sin la actividad no podría obtenerse el logro del fin común o autónomo.⁹

En el fenómeno asociativo el elemento organización era extraño al derecho de los contratos por ello, no fue parte del estudio metodológico iuscivilistas, salvo algunas excepciones, claro está que el aporte estuvo dado por los iusmercantilistas.¹⁰ Solo cabe agregar, que es parte del *contenido* del negocio, no solo la regla privada, sino también las reglas de conductas y fundamentalmente los usos, prácticas y costumbres cuando las leyes o los interesados se refieran a ellos o en situación no regladas legalmente –arts. 1, 963 y 964 CCC.-

Cabe desde otro orden de ideas relacionar y vincular el derecho subjetivo privado y el negocio jurídico, ambos están al servicio de la libertad y de la autonomía privada, pero con finalidades esencialmente distintas, ya que cada uno de ellos representa la solución de una diferente cuestión, si bien sean estas correlativas y complementarias.¹¹

El concepto de negocio jurídico se ha formado sin ligadura alguna a la de derecho subjetivo y, en cambio, en estrecha unión con el concepto de declaración; solo últimamente, a medida que ha comenzado a emanciparse de este se ha venido descubriendo su relación funcional con el derecho subjetivo.¹²

Hay que tener en cuenta que tanto el derecho subjetivo privado como el negocio jurídico están presididos por el principio de libertad y por la consiguiente autoresponsabilidad o responsabilidad; de este modo, el derecho subjetivo cumple una finalidad estática, de conservación y tutela. El negocio, por el contrario, tiene una finalidad dinámica, de iniciativa y renovación. Con el derecho subjetivo resuelve el orden jurídico el problema de proteger los intereses privados tal como los encuentra constituidos en el ordenamiento económico-social que tutela. Con el negocio jurídico soluciona el de ofrecer a la iniciativa individual el modo de desplegarse y actuar, modificando la posición de aquellos intereses, según las directrices que los particulares mismo juzguen más convenientes.¹³ El negocio jurídico, por su trascendencia social y su carácter vinculante, *es un instrumento peligroso que no debe utilizarse sino por claros y serios motivos debidamente fundado y con carácter previsor*; en efecto, la iniciativa privada, en cuanto libre, se hace acompañar un riesgo por el uso desidioso o incauto que de ella se haga, que el Derecho atribuye, como es justo, a la parte indolente o poco avisada. Son libres los individuos de actuar en el sentido de su propio beneficio, según su criterio, pero las consecuencias eventualmente perjudiciales o dañosas de un uso torpe de la iniciativa desarrollada, están sólo a cargo de ellos.¹⁴

Conciliar la libertad y la responsabilidad como fundamento del derecho, para demostrar que no son facultades antitéticas, ni excluyentes la una de la otra; sino, por el contrario, subsidiaria y complementarias, por lo tanto, no debe ser de resistencia y mucho menos de hostilidad, sino de coordinación, de interdependencia, de integración y de tutela en la constatación de dos sistemas de valores sincrónicos-del negocio y del ordenamiento estatal-. En el mundo civilizado la tendencia a

⁹ Cfr.: en cuanto al contenido del negocio: FONTANARROSA, p. 42; CARIOTA FERRARA, ps. 94 sgts.; GALGANO, ps. 123 sgts., en particular p. 203; BETTI, ps. 132 sgts. MESSINEO, t. II, p. 357; STUGLITZ, ps. 343; en cuanto al estudio de cada elemento APARICIO, t. I y II; ASCARELLI, Panorama..., ps. 31 y sgts., donde trata puntualmente el principio de la libertad contractual y la causa del contrato; ROMERO, ps. 376 sgts.

¹⁰ GALGANO, ps. 202 sgts.

¹¹ DABIN, ps. 271 y sgts.; BETTI, ps. 39 y sgts.; MESSINEO, t. II, p. 8.

¹² CARNELUTTI, ps. 272 y sgts.

¹³ BETTI, p. 46; MESSINEO, t. II, p. 8; CARNELUTTI, ps. 199 y sgts.; DABIN, ps. 271 y sgts.

¹⁴ BETTI, p. 91; cfr.: IRTI, p. 209, punto núms. 3; CARIOTA FERRARA, ps. 32 sgts.

que predomine la autoridad del Estado sobre la libertad individual, porque cuando en un país, la ley no es la más fuerte, cede su lugar al derecho del más fuerte.¹⁵

De este modo **“libertad bajo responsabilidad”** propone una verdadera síntesis como principio único en una armoniosa comunión, o mejor dicho en una construcción de alteridad- entre ambos, a fin de poder dar el debido alcance como principio jurídico fundamental, que a nuestro juicio tiene un contenido actual y progresista, que se debería sembrar por todo el derecho como pauta axiológica, de calificación y de integración. En definitiva, en cada hecho, acto, negocio y contrato se evalúa la conciliación entre libertad y responsabilidad –con carácter previsor-, tal como lo encontramos en el sistema del Código Civil y Comercial de la Nación, en infinidad de situaciones balanceadas anticipadamente desde el origen por la parte que toma la iniciativa –responsabilidad- y la –confianza- en el otro extremo del negocio. Es que hay que tener en cuenta que faltan ambos estudios sistemáticos, que sólo lo abordamos tangencialmente, pero que surgen de una lectura sistemática del CCC.-

El correcto manejo de la libertad concito durante muchísimos siglos a los juristas para encontrar una adecuada correlación entre el elemento interno de la voluntad con sus formas de manifestación, para lo cual se espiritualizaron las instituciones y se intentó por todas formas que nadie fuese responsable por algo que no quiso o no fue exactamente lo que había sido su decisión libre. Cabe aclarar que el principio de la voluntad está limitado por el de responsabilidad combinado con otro principio, el de confianza.¹⁶

Esto también comprende a la libertad de empresa bajo responsabilidad en sus cuatro facetas: subjetiva-objetiva, patrimonial, funcional y corporativa, como fenómeno económico poliédrico y como ejercicio profesional, en que se desarrolla la actividad y se consigue el fin autónomo a través de la persona jurídica, con una imputación autogestante.¹⁷

Libertad bajo responsabilidad se sintetiza en un **“Plan económico-jurídico, organizado y planificado”** como característica que integra el sujeto sociedad, con una imputación diferenciada o autogestante.¹⁸

Tal relación de organización que tiene características muy particulares, como la desarrollamos en este trabajo, no podría disolverse ad libitum del socio; ni podría pedir la restitución de lo que ha aportado; del mismo modo que el socio no podría ser eliminado a mero arbitrio de los otros socios, De tal principio deriva que, mientras la entrada en sociedad es acto voluntario o negocial, la salida no depende solamente de la voluntad del socio, porque la relación de duración debe generar *estabilidad* como tutela de terceros y de los intereses colectivos.¹⁹

El derecho privado patrimonial está compenetrado con la noción de empresa como actividad y ha construido una teoría general de la persona jurídica, cómo medio técnico -durable como empresa- por el cual esa actividad económica se organiza en su estructura jurídica para el objeto propuesto por la sociedad, necesitando una planificación general y especial de su actuación en el tráfico, teniendo en cuenta el aspecto interno y externo, en el desarrollo del fin común y de la

¹⁵ SATANOWSKY, ps. 15/16, en especial nota 2.

¹⁶ PALMERO, p. 818; CARIOTA FERRARA, ps. 52 sgts.

¹⁷ RICHARD, Las relaciones de organización..., ps. 20, 196 sgts; del mismo autor: Conservación de la empresa, p. 107 sgts., El “buen hombre de negocios” y el “plan de empresa, p. 337; El plan de empresa, ética y responsabilidad del empresario.

¹⁸ IRTI, p. 209, núms. 2, “propiedad privada y la planificación”; cfr.: RICHARD, Las relaciones de organización...ps. 16, la empresa planifica el mercado y a ps. 212 y sgts., autonomía de la voluntad para la escisión patrimonial.

¹⁹ MESSINEO, t. V, p. 302; RICHARD, Nulidad Absoluta de Sociedad, p. 267 y sgts.; VERON, t. I, ps. 79 y sgts.

actividad en común, para prevenir el daño y no dañar a la persona humana y a la organización social donde se desenvuelve el ente asociativo.²⁰

MOSSET ITURRASPE, manifestó que se ha dicho, con razón, que la preocupación estaba centrada en el patrimonio y no en la persona”, lugar que definitivamente le otorgamos como cambio revolucionario, para no tener una visión limitada, castrada y empobrecida del fenómeno.²¹

2.- AUTONOMIA PRIVADA Y NEGOCIO

La existencia de seres humanos en sociedad, teniendo en cuenta su propia naturaleza, trae consigo el problema de la regulación de los intereses privados y el de la circulación de bienes o de la cooperación asociativa convergente como producto de la vida en sociedad. Para no fatigar con largas consideraciones, cabe señalar que hace falta una constante revisión de los fundamentos dogmáticos y funcionales de la autonomía privada.²²

Por ello, es de tener presente que la doctrina nacional expresaba RISOLÍA en su prólogo y que luego lo desarrolla en su primera parte 1946 en su obra laureada, donde dice que “No hay derecho sin libertad ni puede haber libertad sin Derecho. La libertad jurídica es un imperativo de moralidad. La crisis de la voluntad autónoma es crisis de la libertad y crisis de la regla moral. La libertad está al principio y al final del orden jurídico. Y los límites de la libertad –como se ha escrito con justeza- debe ser obra de la libertad”; y agrega además que “Para que la voluntad, la libertad, la responsabilidad se afirmen netamente, es indispensable admitir que la primera se determine a sí misma, que halla en sí su propia causalidad”.²³ La autonomía privada es la aptitud del individuo, en cierto sentido connatural a él y de raigambre constitucional –arts. 14 19 y 20 CN-, para dar reglas, por sí mismo, a sus propios intereses, de modo vinculante en las relaciones recíprocas –contrato de cambio y en la cooperación asociativa funcional, donde pueden existir prestaciones plurimas convergentes –contrato asociativo en general-; el ordenamiento, en sus disposiciones sobre los negocios, afronta y regula este fenómeno de la autonomía, el cual pasa a constituir, así, el substrato material de tales normas.²⁴ Es de señalar que fuera de los interés propios, excepcionalmente se refiere a otros sujetos en el campo de las relaciones jurídicas, de los derechos subjetivos, y de los status –constitución, transferencia, modificación, extinción-; de este modo, se aclara el nexo lógico (de instrumentalidad) entre el negocio jurídico, de una parte, y las relaciones jurídicas, los derechos subjetivos etc.²⁵

Nuestro Código Civil y Comercial, lo mismo que la generalidad de las leyes extranjeras, reconoce a los individuos el poder de *dirigir* y *gobernar* sus intereses propios por medio de sus voluntades adecuadamente expresadas. Este poder de las personas –físicas o jurídicas, se llama “autonomía privada” y tiene como vehículo más importante al negocio jurídico como designación de un género –art. 259, 957 y 1442 CCC-. El negocio jurídico es, por tanto, el instrumento ordinario y específico

²⁰ HALPERIN, ps. 75 y sgts., en particular p. 199; ARECHA y GARCÍA CUERVA, ps. 3 y sgts.; RICHARD, ps. 16 y sgts.; MESSINEO, t. V, ps. 295 sgts.; FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 304 sgts.; FERRARA j., Gli imprenditori..., ps. 15 sgts., capitulo II y III; LE PERA, ps. 77 sgts. con reservas.

²¹ MOSSET ITURRASPE, p. 11.

²² SCANOMIGLIA, p. 116; BETTI, p. 42; FERMAMDEZ DE LA GANDARA, ps. 1, 189 sgts.; YADAROLA, Títulos..., p. 32, quien analiza en profundidad como opera la circulación económica en la economía moderna y los instrumentos jurídicos de la circulación en el Capítulo I; RICHARD, Las relaciones de organización..., ps. 212 sgts.; MARSILI, ps. 119 sgts.

²³ GAGLIARDO, p. 65; RISOLÍA, ps. 21.

²⁴ SCOGNAMIGLIO, p. 106; FERRI, ps. 107 y 119 sgts.; FERMAMDEZ DE LA GANDARA, ps. 189 sgts.; ASCARELLI, Panorama..., ps. 31 y sgts.

²⁵ MESSINEO, p. 340; puede verse autonomía en sentido amplio y autonomía en sentido estricto en DE CASTRO Y BRAVO, ps. 13 y sgts.

a que recurren las personas para regir por sí mismas sus intereses económicos, dentro de los límites de la ley.²⁶

Naturalmente, la autonomía no es ni puede ser ilimitada; por el contrario, está sometida a límites, dirigidos a la tutela de los intereses *generales* (*aspecto social* de la autonomía de la voluntad) y *de los terceros*, los cuales intereses no se podrían dejar a merced de la voluntad del individuo. Pero dentro de esos límites, se puede decir que la misma es decisiva o soberana;²⁷ por ello, el negocio se emprende dentro de la esfera de libertad pero bajo la responsabilidad del sujeto.

Así el problema de la libertad contractual es el problema de sus límites. Entre ordenamiento jurídico y autonomía negocial existe una polaridad inmanente cuyo enlace y contenido constituye uno de los temas centrales del actual derecho privado patrimonial.²⁸ Replicándose en iguales condiciones entre libertad y responsabilidad o entre negocio jurídico y ordenamiento estatal, teniendo en cuenta el sistema de valores de ambos. -

La autonomía privada y el negocio jurídico están intrínsecamente relacionados, a tal punto que la autonomía de la voluntad privada encuentra su propia esencia y razón de ser en los límites que se desenvuelve: *los intereses propios*. Cada uno puede disponer de sus propios intereses y no de los ajenos, porque chocaría con la barrera de la igual autonomía del otro sujeto.²⁹ Y la institución del negocio jurídico halla su razón de ser práctica en la existencia de reconocer y regular la autonomía de los particulares; esto nos parece, sin duda, fuera de toda discusión.³⁰

Por ello, la autonomía negocial cumple, en concreto, esas funciones a través de específicos instrumentos: los negocios. Por ello, cuando se habla de autonomía negocial, se tiene en cuenta la hipótesis en la cual los particulares están autorizados a regular, por sí mismo, sus propias relaciones, atribuyéndose a ellos una esfera de intereses y un poder de iniciativa para la *autorregulación* o *autodeterminación* de las relaciones económicas-sociales del tráfico. Por ello, la *autorregulación* o *autodeterminación* consiste en el orden que los privados dan a sus propios intereses, obrando en virtud de la autonomía a ellos reconocida.³¹

En definitiva, debe entenderse el acto de autonomía privada, como *el acto de autorregulación o autodisciplina de los intereses privados*; en que los sujetos regulan aquí, con carácter inmediato y concreto sus propias relaciones, dan reglas a las mismas, y satisfacen, así, sus propios intereses. Cabe puntualizar con RESCIGNO que, la autonomía de la voluntad no está restringida a los intereses individuales exclusivamente, sino que ha adquirido otra proyección –efectos a terceros-, que la consigna del congreso señala y recoge de la mano del Maestro RICHARD, teniendo en cuenta una mayor extensión, esto es, terceros interesados, etc. y fundamentalmente mirando también los intereses colectivos de la comunidad.³²

De todo ello se deduciría, por lo tanto, que la “autonomía” no comienza, cuando el particular puede crear reglas libremente; sino que comienza cuando el ordenamiento pone a disposición del particular uno o más procedimientos, más o menos rápidos y fáciles de actuar, con cuya adopción

²⁶ ORGAZ, p. 201; BETTI, ps. 39 sgts; MESSINEO, t. II, ps. 39 sgts.; CARIOTA FERRARA, ps. 43 sgts.; FERMAMDEZ DE LA GANDARA, ps. 189 sgts.

²⁷ MESSINEO, t. II, p. 340, IRTI, p. 208; CARIOTA FERRARA, ps. 43 sgts.; FERMAMDEZ DE LA GANDARA, ps. 201 sgts.; DE CASTRO Y BRAVO, ps. 11 y sgts.

²⁸ FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 1.

²⁹ CARIOTA FERRARA, p. 44; ASCARELLI, Introducción al Derecho Comercial, ps. 189 sgts.

³⁰ SCOGNAMIGLIO, p. 106.

³¹ SCANOMIGLIA, p. 128.

³² FERRI, p. 10; PALMERO, p. 818.

el particular consigue crear la regla (FERRI, p. 119; SPADA, p. 99). En este mismo sentido, la personalidad jurídica nace así como consecuencia del ordenamiento legal. No como un efecto del mero acuerdo de voluntades, sino en virtud de la dinámica que proporciona el adecuar la manifestación de voluntad a un esquema legalmente dotado de efectos.³³ Estos mismos efectos, se vinculan a la relación de organización. -

Sin perjuicio de lo apuntado anteriormente, señalaba FARGOSI que hoy se habla ya, como ocurre por ejemplo en el Derecho itálico, de potenciar la *autonomía estatutaria*, que no debe ser confundida con la autonomía de la voluntad, aunque encuentre allí su fundamento último, sino que se trata del conferimiento de un poder a los privados de establecer normas de validez jurídica similares a las del ente soberano.³⁴

También se debe dar cuenta de los cambios operados en la mayoría de los códigos europeos – de ideología liberal-, en los que se refleja dentro del sector jurídico-obligacional a través de una paulatina sustitución del principio de autonomía negocial por el de heteronomía.³⁵ En síntesis entendemos en el estado actual de la evolución de la ciencia del derecho, que la regulación de los negocios se hace atendiendo al propósito práctico o resultado social del acto, porque conforme a él se protege a las mismas partes, y se valora su alcance como título de derechos y obligaciones en relación con los terceros interesados. Atender al propósito práctico del negocio no supone disminuir el alcance de la autonomía de la voluntad, sino por el contrario tenerla en cuenta en su doble aspecto de *libertad y de responsabilidad*.³⁶

Por último, el recurso técnico instrumental de la personalidad jurídica es libremente disponible para su gestación, más no para su desaparición que está sujeta a desinteresar a los terceros que contrataron con el nuevo sujeto de derecho, dónde la actividad del ente en su faz dinámica no requiere estar dirigida a sujeto o sujetos determinados y esto marca la diferencia significativa con el acto jurídico –relaciones de cambios-. La valoración de la actividad debe ser hecho objetivamente y teniendo en vista el conjunto de hechos y actos teleológicamente vinculados.³⁷

3.- LIBERTAD BAJO RESPONSABILIDAD

El hombre va adquiriendo mayor conciencia de la importancia o del valor que tiene para él la ausencia de trabas en el desarrollo de su actividad orgánica, desde el momento en que sus actos dejan de ser reacción puramente instintiva y se convierten en manifestación de su voluntad programada y planificada. Así comienza, también, su noción de *responsabilidad*, que acompaña inseparablemente a la experiencia de la *libertad*.³⁸

El principio de responsabilidad o autorresponsabilidad vale sólo como temperamento del principio de libertad, pues si la voluntad y declaración coinciden, los efectos del negocio deben enlazarse al fin práctico querido, y no a una responsabilidad que está fuera de lugar. El principio de responsabilidad con el de confianza es para cuando el declarante obró con culpa o dolo.³⁹

En concreto, la teoría de la confianza que genera *-legítima expectativa-*, transfiere al destinatario de la declaración aquella importancia del elemento “culpa”, que la teoría de la responsabilidad, en

³³ ROMERO, p. 381.

³⁴ FARGOSI, p. 11.

³⁵ FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 192 y sgts.

³⁶ DE CASTRO Y BRAVO, p. 29; CARIOTA FERRARA, ps. 49 y sgts.; FERRI, ps. 103, 130 sgts.

³⁷ RICHARD, Las relaciones de organización..., ps. 213; FARGOSI, Sociedad y Actividad ilícita..., ps. 620.

³⁸ SANCHEZ VIAMONTE, p. 51; DE CASTRO Y BRAVO, p. 29; CARIOTA FERRARA, ps. 49 y sgts.; FERRI, ps. 103, 130 sgts.

³⁹ CARIOTA FERRARA, ps. 57 sgts.; BETTI, ps. 124 y sgts.

cambio, hace operar a cargo del declarante, teniendo en cuenta la naturaleza del acto y las condiciones particulares de las partes –cfr.: 1725 CCC.⁴⁰

Así las cosas, *la iniciativa y la responsabilidad en el negocio en general*, le confiere una importancia social –en el tráfico- fruto de consciente iniciativa y, por tanto, de libertad. Es un acto a cuyas consecuencias, aun las patrimoniales, debe el autor someterse en el mundo social y, por tanto, fuente de *responsabilidad o autorresponsabilidad*⁴¹. Dicho lo anterior, al negocio jurídico hay que definirlo como **“manifestación de voluntad que se dirige a un fin práctico, y que el ordenamiento jurídico tutela, teniendo en cuenta también la responsabilidad del o de los sujetos y la confianza de los demás”**, y agregamos **con carácter previsor** en función del art. 1725 CCC.⁴²

En este sentido, *Iniciativa y autorresponsabilidad o responsabilidad son términos correlativos que en el mundo social se presuponen y reclaman recíprocamente*. Consciente iniciativa, o sea libertad, ante del acto; autorresponsabilidad o responsabilidad, o sea, necesidad de soportar las consecuencias una vez realizado el acto vinculante, con el límite de los principios generales, establecidos en el Código Civil y Comercial de la Nación, en el ejercicio de los derechos al manifestarse la voluntad en el negocio –arts. 9 al 13 CCC-, además de no dañar o molestar a otro y la prevención del daño (1708, 1710, 1716, 1725 del CCC), entre otros como: la lealtad y probidad del art. 9 CCC impone actuar con cuidado y previsión; también el principio de la confianza, donde nuevamente la responsabilidad se encuentra presente y una infinidad de normas que desarrollan las mismas desde distintas circunstancias negociales a lo largo del CCC.-

Libertad no de “querer” en el vacío y, por tanto, sin un contenido socialmente apreciable, sino libertad de dar vida a una regulación de intereses propios en las relaciones con los demás, operando con los mecanismos e instrumentos que el Derecho pone a disposición de los individuos para este fin. Por otra parte, una vez que tales mecanismos e instrumentos hayan sido empleados, por decirlo así, accionados, el individuo no es ya libre de sustraerse a las consecuencias, buenas o malas para él, de sus funcionamientos. El efecto del acto se dirige también contra su autor que queda por él ligado y como aprisionado. Aquí se aprecia cabalmente el valor vinculante, normativo, que el acto de autonomía privada tiene en el terreno social, antes aún que en el jurídico.⁴³

Así las cosas, la libertad que en el negocio encuentra su instrumento no es libertad de querer a capricho, de emprender un juego libre y sin compromiso, sino libertad coordinada y subordinada a una superior finalidad social, donde la responsabilidad busca sincronía y compatibilidad, con el contenido del negocio y con las normas constitucionales –art. 1 CCC.⁴⁴

Se podría expresar, que casi toda la dialéctica del negocio jurídico se apoya sobre esta antinomia entre libertad, que es antes, y autorresponsabilidad o responsabilidad, que viene después, y en consecuencia, entre el significado que estaba presente en la conciencia del declarante cuando hizo uso de su libertad y el significado objetivo que el negocio asume una vez concluido.⁴⁵

Es útil traer aquí una hipótesis de negocio jurídico, como ***un acto vinculante de regulación privada de intereses, que asume “relevancia” positiva para el ordenamiento estatal cuando los***

⁴⁰ MESSINEO, t. II, p.363 sgts.

⁴¹ BETTI, ps. 124 sgts)

⁴² CARIOTA FERRARA, p. 58.

⁴³ BETTI, ps. 124 y 125; CARIOTA FERRARA, ps. 32 sgts.

⁴⁴ BETTI, p. 125; FERRI, ps. 130 sgts.

⁴⁵ BETTI, p. 125; MESSINEO, t. II, ps. 338 sgts; FERRI, ps. 136 sgts.

valores de los cuales es portador sean compatibles con los valores expresados por el ordenamiento.⁴⁶

Por ello, y siguiendo la definición dada por FERRI, se ha afirmado que la relación entre negocio y ordenamiento estatal, si se aprecia bien, constituye una expresión de la relación entre libertad y autoridad donde la responsabilidad tiene un lugar destacado y preeminente. Es decir, de la relación entre un sistema de valores –del negocio- como regla privada y como expresión de **intereses específicos, circunscriptos y personales**, y un sistema de valores –dado por el ordenamiento estatal-, que es expresión de una **visión general y totalizadora de la realidad social**, donde el negocio se inserta como un mínimo fragmento. Las tareas que se imponen ambos sistemas son, por lo tanto, profundamente diversas, sea desde el punto de vista cualitativo, sea desde el punto de vista cuantitativo.⁴⁷

Generalmente entre el sistema de valores del negocio y del ordenamiento estatal, debe existir sincronía o compatibilidad, en este caso concreto, el acto de autonomía de la voluntad privada, tiene una vinculación mayor, y también un grado de protección mayor, que el ordenamiento puede asegurarles al ensamblarse de modo compatible. Pero no puede ser asumida, a nuestro juicio, como una definición de la autonomía de los particulares, la cual comienza mucho más allá –y mucho antes- de la verificación, en los hechos, de esta compatibilidad.⁴⁸

Luego de lo expresado podemos afirmar que **libertad bajo responsabilidad** apunta a balancear la compatibilidad de un sistema de valores donde la libertad es correlativa de la responsabilidad y esa sincronía necesita de la dinámica de la vida económica social, que se expresa reconociendo a la autonomía negocial, la capacidad de satisfacer la circulación de bienes o de la cooperación asociativa funcional convergente, en tanto se traduce en compromiso o vínculos de las partes en una regulación hacia el futuro, protegiendo los intereses de orden colectivos a través del principio de autorresponsabilidad o responsabilidad y de la confianza de los demás integrantes de la sociedad.

Pero innegablemente el principio de la voluntad –elemento esencial en el negocio jurídico- se limita, pero no se excluye, por los de responsabilidad y de la confianza – arts. 958, 990, 1061 a 1068 en particular el 1067, 1708, 1710, 1716, 1800⁴⁹, entre algunas normas que se relacionan con lo expresado en cuanto a la limitación concreta, como deber de actuar con **libertad bajo responsabilidad y garantizando la confianza de los demás y desempeñándose como un buen hombre de negocios en el tráfico social para preservar y prevenir los intereses individuales y colectivos de la comunidad.**⁵⁰

4.- LIBERTAD BAJO RESPONSABILIDAD EN EL NEGOCIO JURIDICO SOCIETARIO.

En el negocio jurídico societario como modelo asociativo perfecto, en su estructura compleja – dependiendo de las sociedades de personas o de las sociedades por acciones- y como instancia normativa básica de la gestión de la actividad social programada, se propone como finalidad primordial, dar un cauce a la aspiración fundamental de la persona jurídica para aplicarla a la producción o intercambio de bienes y servicios y no sólo a la esfera de intereses patrimoniales o fines económicos del tráfico, abrazando a otras actividades posibles del negocio jurídico societario,

⁴⁶ FERRI, p. 154; se pueden confrontar otros conceptos: BETTI, ps. 51 y 52; COLASSO, p. 345, nota 4; CARIOTA FERRARA, p. 58; STOLFI, p. 1; CASTRO Y BRAVO, p. 34; CAMPAGNUCCI DE CASO, p. 69; ENNECCERUS-NIPPERDEY, p. 56; SCOGNASMIGLIO, p. 105 y sgts.; GALGANO, p. 54; IRTI, ps. 209 sgts.; SPOTA, p. 121; ORGAZ, ps. 201, 203 y sgts.

⁴⁷ FERRI, ps. 154 y 156; MESSINEO, t. II, p. 338.

⁴⁸ FERRI, p. 157.

⁴⁹ CARIOTA FERRARA, p. 58.

⁵⁰ Cfr.: ROITMAN, Intervención Judicial, ps 278 sgts.

donde las prestaciones, a las que las partes se obligan, sean susceptible de valoración económica – asociación- art. 1174 cci.⁵¹

De este modo y a nuestro juicio entendemos por *negocio jurídico societario al recurso técnico instrumental y dinámico, de origen negocial que genera una adecuada estructura organizativa funcional, con efectos-internos y externos- autónomamente determinada por el orden jurídico, con intereses, voluntad, gestión y actividad de forma orgánica, para desarrollar la cooperación asociativa, que está orientada hacia un fin común o autónomo, con paridad de derechos y con igualdad de títulos de cara al ente creado, como empresa durable para el intercambio integral en el tráfico social*. En este concepto descriptivo, convergen varias teorías generales que se integran inescindiblemente en el negocio jurídico societario, mostrando su complejidad, tal como parcialmente desarrollamos algunos aspectos centrales en este trabajo.

Del acto constitutivo de la sociedad luce no sólo una dimensión obligatoria sino una dimensión real en el sentido de operar como centro de imputación jurídica autogestante, vale decir, esta doble vertiente obligatoria y organizativa propia de esta construcción, como instancia normativa básica de la actividad social programada, destinada a desarrollarse en el tiempo, y afectará a personas, bienes y derechos en forma y con alcances diversos. Esta vertiente de la sociedad como **contrato-organización**, destacada por un amplio sector de la doctrina, tiene ya acuñada una terminología propia y opera como elemento de caracterización genérica de los fenómenos societarios. Con este binomio contrato-organización, se intenta destacar básicamente la distinción entre la sustancia funcional de la figura y la ordenación de deberes sociales, entendida como regulación de la programación de operaciones sociales del patrimonio y de la distribución específica de poderes dentro de la sociedad. Estos negocios cumplen una función instrumental, por lo que cabe distinguir los requisitos que atañen a su formación de los que se refieren a su función instrumental.⁵²

Por ello, es importante marcar algunos rasgos configurativos del modelo general de operación societaria, dentro de la categoría general de los negocios jurídicos, de acuerdo a las nuevas necesidades del tráfico social, en una dimensión funcional que caracteriza al fenómeno asociativo, como instrumento técnico-jurídico de coordinación al servicio de los partícipes, teniendo en cuenta las fórmulas organizativas del ente en su estructura legal, en función de las exigencias de orden económico y social para el desarrollo de la cooperación asociativa funcional de intereses específicos, y potenciar y ampliar las actividades de la empresa moderna, en la necesidad de administrar un patrimonio autónomo, de acuerdo a las exigencias de sus normas en sus relaciones internas y externas, que opera como centro de imputación jurídica autogestante.⁵³

Así las cosas, a través de esquemas organizativos diversos que tiene como finalidad disciplinar al ente, se propone como meta aumentar la capacidad de trabajo, incrementar los recursos

⁵¹ Cfr.: BARASSI, Istituzioni..., p. 476, quien usa la terminología de estructura asociativa perfecta y estructura asociativa imperfecta trasladable a nuestro derecho; GALGANO, p. 61.

⁵² FONTANARROSA, p. 143; FARGOSI, Sobre la naturaleza del acto..., p. 266; APARICIO, p. 166; HALPERIN, Sociedades anónimas, p. 18; FARINA, Tratado..., p. 96 y 200; PEDRO, La anónima actual..., p. 45; CRISTÍA (H), Sindicación..., p.16; COLOBRES, Curso..., p. 25 sgts; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 280 sgts.; FERRO-LUZZI, p. 170, 243, 280 sgts.; ASCARELLI, El contratto plurilaterale, p. 277 sgts y 297 sgts.

⁵³ FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 14 sgts.; URÍA, Derecho Mercantil, p. 120, GARRIGUES, Teoría general de las sociedades..., p. 126 sgts.; en la doctrina italiana FERRO-LUZZI, p. 117 sgts. nota 33, FERRI, Le società, p. 7 sgts.

económicos y dividir los riesgos. Este triple objetivo tiene siempre como destinatario a una persona individual.⁵⁴

Adviértase bien que la responsabilidad se vincula de modo inescindible con la organización, y que el elemento real de la participación del socio (efecto frente a tercero) hace que se desborde un esquema puramente obligacional, articulado sobre la relación crédito-deuda, para poner relevancia en el interés de terceros, para potenciar a los acreedores de la sociedad.⁵⁵

El derecho moderno concibe ciertas organizaciones -llamadas figuras asociativas- como persona jurídica, por encima de las personas individuales que contribuye/n a formarla/s. Para llegar a esta concepción ha sido necesario, desde luego, un largo proceso de afinamiento de la técnica jurídica y una capacidad de abstracción que no puede encontrarse en el derecho primitivo.⁵⁶

En razón de esta evolución alcanzada por la técnica jurídica, el negocio jurídico societario requiere una mayor sintonía desde el comienzo hasta el final, con el principio de **“libertad bajo responsabilidad”**, por la proyección que adquiere el negocio societario en relación con el *interés público, capital social, el amparo de los terceros y la institucionalización del interés social, balance consolidado –en caso de control- etc.*, sin descuidar *los intereses de la minoría*, que se amplía incluso, a toda la colectividad por sus efectos económicos dañinos que eventualmente podría generar en el caso de insolvencia del ente.

Es que hay que tener en cuenta que el art. 159 CCC impone como deber a los administradores de la persona jurídica obrar en sus funciones con lealtad y diligencia en todos los órdenes, teniendo que programar y planificar sistemas y medios preventivos que reduzcan riesgos en sus relaciones con la persona jurídica y con terceros que se vinculan con el ente, sin perjuicio de los deberes secundarios de conductas de las leyes especiales –confidencialidad, informarse, asistir, denunciar irregularidades, vigilar situaciones de riesgos, comunicar etcétera- y las reglas de buen gobierno.⁵⁷

La mayor o menor amplitud de la autonomía de la voluntad o autonomía estatutaria, tiene que ver claramente con el tipo de relación jurídica creada y su estructura de organización de carácter orgánico, lo que determina la complejidad de la organización conectada como un medio al fin social, en la contextura y configuración de sus vínculos con la comunidad de fin, y por ello, se la ha caracterizado como *estructura y proceso*, o bien se ha predicado del negocio jurídico societario su calidad de *realizativo*; de este modo, se ha descubierto claramente que la relación comercial no consiste sólo en exigencias *contrapuestas*, sino que origina ciertos deberes de *cooperación asociativa funcional convergentes*, dentro de una estructura organizativa orientada al fin común o fin autónomo.⁵⁸

De este modo, y frente a tal manera de ver el fenómeno de la relación de organización, donde se presentan a nuestro juicio **plurales situaciones o relaciones jurídicas, conexas, duraderas, estructurales, funcionales y convergentes a un fin común o autónomo** que se manifiestan en el negocio jurídico societario, y que permiten unificar una serie de sucesivas relaciones que se producen entre el socio y el ente jurídico sociedad -denominado **status, como presupuesto de un**

⁵⁴ FERRO-LUZZI, ps. 117, 118, nota 33 y todo el capítulo V, donde subraya el contenido organizativo del contrato; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 14, 280 y sgts.; ROITMAN-SÁNCHEZ-LÓPEZ REVO, ps. 15 sgts., en relación a los contratos asociativos prescriptos en el arts. 1442 sgts., del capítulo 16 CCC.

⁵⁵ FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 96 sgts.; ROMERO, p. 384, MARSILI, ps. 23 del capítulo II.

⁵⁶ ORGAZ, p. 220.

⁵⁷ VANASCO, p. 32 sgts.

⁵⁸ Cfr.: FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 114 nota 244, 189 sgts., 306; CASTRO Y BRAVO, p. 39; GALGANO, ps. 191 y sgts.; ROMERO, p. 379.

complejo de derechos, de facultades, de obligaciones que se deriva de ella-, determinando una organización unipersonal o colectiva –sujeto de derecho-, de ejecución continuada y no disponible por la autonomía de la voluntad, en cuanto al sujeto de derecho que no se borra y debe ingresar en un proceso de liquidación y disolución a diferencia de las relaciones de cambios.⁵⁹

Vale una aclaración, entre situación y relación jurídica no existe más que una diferencia de especificación y caracterización⁶⁰. En este sentido, todo depende de la amplitud que se le otorgue al término relación jurídica que puede abarcar incluso a la noción de situación jurídica⁶¹. Para otra doctrina la situación jurídica es el género y la relación jurídica la especie, en este sentido, la situación jurídica abarcaría la totalidad, es decir, las que pueden ser *unisubjetivas o plurisubjetivas*, las primeras se refieren a la persona en sí misma –bienes, derechos reales etc.-, las segundas, se refieren a las situaciones jurídicas en que actúan más de una persona, y dan lugar a lo que se denomina relación jurídica⁶². Sin embargo, el CCC usa el término relación jurídica en el sentido menos amplios que BARBERO, por ello en el art. 257 hecho jurídico y 259 acto jurídico en sus partes finales expresan “**relación o situación**”, dando lugar a dos conceptos distintos, de esta forma reconocemos el acierto de las normas, que le da por ejemplo al concepto de hecho jurídico, la inclusión del **status** y las **cualidades de los sujetos**. Por ello, la noción hecho jurídico es más amplia que el Código de Vélez y puede ser definido hoy “**como todo hecho que determina el nacimiento, la modificación o la extinción de un status, de una situación o posición, de una cualidad de los sujetos, de un derecho subjetivo, de un poder jurídico o de una potestad jurídica**”⁶³. Esto se traslada al acto jurídico, teniendo efectos prácticos y teóricos por ejemplo: en los contratos conexos –grupos y redes de contratos-⁶⁴

Por ello, el negocio jurídico por cuya virtud se crea una sociedad origina *una cierta maraña de situaciones o relaciones jurídicas productoras de efectos de carácter conexas, duraderas, estructurales, funcionales y convergentes a un fin común o autónomo, mediante las cuales se conectan los asociados entre sí y con el ente societario creado; y a la vez dispone un complejo de normas estructurales y funcionales destinadas a regular permanentemente aquellas relaciones emergentes del negocio jurídico personificante, cuyos efectos son complejos con proyección a terceros*.⁶⁵

Por ello, la organización jurídica del negocio societario significa dos cosas: a) Poner un orden en las diferentes relaciones jurídicas que se establecen en su seno –entre los socios y entre éstos y la sociedad- es decir, regularlas. b) Dotar al ente de los órganos capaces de cumplir con las funciones que requiere todo sujeto de derecho para actuar en el ámbito jurídico y para hacer efectivas las regulaciones del punto a), o sea dotar a la sociedad del modo de expresar su voluntad, para desarrollar la actividad jurídica necesaria para el cumplimiento de sus fines.⁶⁶

⁵⁹ Cfr.: CANDIAN, Nullità..., ps. 196, parágrafo 104; BARBERO, t. I, ps. 150 y 151; ZALDIVAR, ps. 272 y sgts.; RICHARD, Las relaciones de organización..., ps. 35 y sgts.; del mismo autor: Nulidad Absoluta de Sociedad, ps. 267 y sgts.; VERON, t. III, ps.1425 sgts., parágrafo 1007, ver las consideraciones sobre el status de socio.

⁶⁰ BETTI, p. 9.

⁶¹ BARBERO, t. I, ps. 149 sgts.

⁶² RIVERA, t. I, ps. 270 sgts.

⁶³ CARIOTA FERRARA, ps. 4 y 5.

⁶⁴ MOSSET ITURRASPE, Contratos conexos, ps. 13 sgts.

⁶⁵ FONTANARROSA, ps. 29 y 30; JOSSERAND, p. 22; BARBERO, t. I, ps. 149 y sgts.; ROMERO, p. 378.

⁶⁶ ZALDIVAR, p. 274; en cuanto a la interpretación del concepto de organización, ARECHA Y GARCIA CUERVA, ps. 4 sgts.; HALPERIN, Curso..., p. 209 incorpora la noción de empresa.

Todos estos aspectos marcados anteriormente constituyen la relación de organización –como negocio o como contrato-, base de toda la moderna elaboración del derecho privado patrimonial.⁶⁷ En el derecho italiano, la expresión organización, se construyó a través del art. 2555, donde se afirma que la actividad del empresario debe ser organizada, ya que se confunde con la empresa organizada.-

De este modo, la relación de organización del negocio –adquiere autonomía patrimonial- y se presenta como realidad viva y actuante en términos de YADAROLA, por lo que ha superado al negocio y al contrato y se ha convertido en persona jurídica, para crear el medio –sociedad-, independiente y distinto del que concurrió o concurrieron a crearla/s para la satisfacción de su interés personal, mal puede entenderse que ese acto deba ser equiparado, sin más al contrato. Para advertirlo basta reparar en que sus efectos no sólo se limitan a las partes, sino que trascienden a tercero. También se hace necesario diferenciar el negocio jurídico societario de sus efectos que de él se derivan desde que las actividades sociales no se hallan reguladas por el principio de autonomía de la voluntad –arts. 141 y 143 CCC.⁶⁸

De este modo, el fenómeno societario es naturalmente negocial, no legal: la relación de organización resulta de una manifestación de voluntad y se vincula a técnicas legislativas que generan centros de imputación autogestante dispuesta por el ordenamiento jurídico, en el sentido de la más reciente doctrinas, como un reconocimiento del primero por parte del segundo.⁶⁹ Entre el negocio y el ordenamiento estatal –o entre libertad y responsabilidad, tiene lugar, más bien un encuentro sincrónico entre sistemas de **valores** autónomos; ambos valores originales y autónomos, el uno respecto del otro, pero buscando compatibilidad.⁷⁰

En este sentido, la idea de la noción de persona jurídica –en sentido estricto- a nuestro juicio, y de acuerdo al art. 141 CCC, **comporta la personificación de un orden organizativo especial y orgánico –de estructura negocial y normativa-, bajo la unidad relacional de conductas individuales, que se produce mediante una imputación autogestante al ente, de todos aquellos comportamientos de conductas y actos humanos determinados por el mismo orden, dentro del objeto y fines que el ente jurídico persigue como sujeto autónomo de derecho.**⁷¹

Cabe una explicación, la relación de organización, que se viene desarrollando en relación con la sociedad, tiene distintos alcances, complejidades, estructuras, efectos, funcionalidad, responsabilidad e imputación etc., con la organización jurídica que tienen los contratos asociativos sin personalidad jurídica, donde la mayor o menor complejidad de las cláusulas que se pactan van dirigidas a cumplir cooperación asociativa funcional, orientada a un fin común 1442 CCC sin configuración personificante. Este aspecto no está lo suficientemente elaborado y falta aún mayor claridad conceptual.

⁶⁷ COLOMBRES, La Teoría del Órgano, ps. 47 y sgts.; y Curso, ps. 23 y sgts.; VERON, t. I, ps. 80 y sgts.; ASCARELLI, Iniciación al estudio del derecho mercantil, editorial Bosch, Barcelona 1964, p. 164 y sgts.

⁶⁸ SATANOWSKY, t. 3, p. 327; FARGOSI, Sobre la naturaleza..., p. 265; WATHELET, Naturaleza del acto constitutivo, p. 168; COLOMBRES, La teoría del órgano..., ps. 18 sgts.; ETCHEVERRY, Empresa..., p. 798; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 309 nota 61; CARLOS, ps. 12 sgts. en referencia al conflicto de intereses.

⁶⁹ RICHARD E. H., p. 13 y Org. Asoc., p. 44; ROMERO, p. 381; FERRI, Negocio..., ps. 140 sgts.

⁷⁰ FERRI, Negocio..., ps. 140 sgts., texto y nota 125.

⁷¹ Cfr.: RICHARD, Org. Asoc., ps. 44 y sgts. 116; COLOMBRES, La Teoría del Órgano, ps. 35 y sgts.; y Curso, ps. 27 y sgts.; ORGAZ, ps. 245 y sgts., en particular p. 250; PALMERO, ps. 835; CARLOS, ps. 93 sgts. y 177). A éste “sujeto autónomo de derecho” le corresponde todo un conjunto de normas y de principios y una serie de institutos, que constituyen el desarrollo del aspecto de la sociedad como persona jurídica (MESSINEO, t. V, p. 297; ORGAZ, ps. 250; ROMERO, ps. 378 sgts.

En este sentido, se puede partir de una idea común para las figuras asociativas en general, que la relación de organización significa la garantía de mantenimiento de la igualdad jurídica entre las partes, conforme a la regla negocial, teniendo en cuenta su funcionalidad general y específica de acuerdo a las circunstancias y a su tipificación.⁷²

Hay que tener en cuenta que en las relaciones de cambios son menos complejas, porque las mismas parten de dos puntos opuestos, diversos e interdependientes para entrecruzarse y llegar a los dos polos de la operación, que se encuentran enfrentados y en situación antitética. La esencia estriba en un esquema tradicional individualista de derecho-deber, derecho-obligaciones, derechohabiente-deberhabiente: acreedor-deudor, en colaboración recíproca, bajo la justificación construida subjetivamente por la finalidad inmediata perseguida por las partes, en cuanto a fin y medio del sacrificio de la prestación. Todas las consecuencias jurídicas se traducen en derecho de una de las partes que corresponde a un correlativo deber u obligación de la otra, lo que en la doctrina francesa se identifica con el contratos bilaterales o sinalagmático.⁷³

Por ello, en las relaciones de cambio o inorgánica en las cuales la mayor o menor complejidad de las cláusulas que se pactan van dirigidas -con prescindencia de la clase de efectos- a conectar las prestaciones entre sí y por esos producen un nexo llamado de *reciprocidad* que consisten en la *interdependencia* que se establecen entre ellas en cuanto al cumplimiento de prestaciones, lo que caracteriza al vínculo como sinalagmático –genético y funcional- al exigir que las obligaciones de ambas partes se fusionen en una unidad de sentido.; independientemente, que puede verse gráficamente, como la prestación de una de las partes es la causa de la contraprestación debida por la otra. Esta construcción justifica la aplicación entre otros institutos de la suspensión de cumplimiento –arts. 1031 y 1032 CCC.⁷⁴

Hay que tener en cuenta que el negocio jurídico societario se ha construido sobre bases distintas a las del esquema sinalagmático clásico, y ello ha llevado a destacar la singularidad de los negocios jurídicos-sociales frente a los negocios jurídicos-individuales o de cambios y la importancia de la existencia de un poder regulador autónomo a través del cual se crea una normativa que trasciende a la esfera de terceros.⁷⁵

La disciplina del negocio jurídico societario, es un instrumento de coordinación económico y social al servicio de las personas, para organizar una titularidad generalmente plural, donde se recoge prevalentemente intereses variados como actividad de empresa, destinado a regular la dimensión real en el diseño organizativo y por consiguiente, el acto constitutivo desborda el puro esquema obligacional del contrato de cambio, articulado sobre la relación crédito-deuda, lo que permite contemplar al negocio jurídico societario, no sólo desde el ángulo de la producción y programación de actividades jurídicas realizadas en común, sino como centros de imputación de las consecuencias jurídicas conectadas a esa actividad, donde la responsabilidad se configura como corolario del ejercicio del poder y sobre la regla privada –estatutos- sobre la que se articula el riesgo y la gestión como piedra angulares del régimen de responsabilidad patrimonial.⁷⁶

⁷² MANOVIL, ps. 1054 y sgts.; ROITMAN y Otros., p. 26; SPADA, p. 9, RICHARD y MUIÑO, ps. 54 y sgts. párrafos 27 y 29; ROMERO, p. 376 sgts.; FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 266 sgts.

⁷³ Cfr.: CARLOS, p. 12; CARNELUTTI, ps. 438 y sgts.; OSTI, ps. 472 y sgts.: FERRO-LUZZI, ps. 9 sgts.; ASCARELLI, Panorama..., ps. 31, 37 sgts.; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 96; APARICIO, ps. 48, 172.

⁷⁴ MÁNNOVIL, p. 1054; LOPEZ DE ZAVALÍA, p. 57; FONTANARROSA, p. 139; ASCARELLI, Panorama..., ps. 37.

⁷⁵ FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 272 sgts., nota 11 y 12; WATHELET, p. 163 sgts.

⁷⁶ FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 96, 105; BARBERO, t. I., p. 160, en relación a la responsabilidad.

En efecto, la sociedad interesa como “negocio” o como “contrato”, pero interesa tanto y acaso más como *relación de organización*, ya que el negocio o el contrato “hecho” se agota en un punto o en un lapso extremadamente limitado respecto de la que puede ser la duración de la relación de organización “efectos”, desplazando el problema del plano del “acto” al de los “efectos”. Claro está que se concluye que el negocio jurídico societario no se agota en el contrato, porque la comunidad de fin y la actividad crean una organización a través de la cual se otorgan facultades de intervención, de control, de previsión y de normas –estructurales y funcionales-, generando una imputación autogestante o diferenciada por los resultados de la actividad.⁷⁷

De ahí la distinción clásica, generalizada en la mayoría de los países continentales entre el aspecto contractual, dominado por el conflicto de intereses, y el aspecto organizativo, dominado por el fin común, donde se subraya el contenido organizativo del negocio o contrato como instancia normativa básica de la actividad social programada y la responsabilidad a ella conectada por la calificación de aquellos actos que tienen un valor de imputación autogestante.⁷⁸

Una parte de la doctrina define la causa como la actitud del contenido global del contrato a una función económico-social apreciable sobre la base de los principios que inspiraron el ordenamiento jurídico, vale decir, como el contenido integrante del contrato –incluidos el objeto que determine el pacto de las partes, y cualquier otro elemento, incluso accidental o accesorio, que forme parte del propio pacto- considerado en su actitud para esta función socioeconómica⁷⁹, en este sentido, la causa se identifica con la función típica del negocio, reconocida en la síntesis de sus elementos, resulta claro que la determinación de voluntad, en cuanto dirigida a la causa, como lo está normalmente, comprende también, por lo mismo, tales elementos⁸⁰. Por ello, GIRON TENA puntualiza que *Objeto, fin y organización* son justamente los elementos que asumen relieve causal en las relaciones asociativas o por lo menos a nuestro juicio se conectan; en la doctrina italiana ROMANO-PAVONI primero y luego CARLOS, contemplan la existencia de un catálogo de causas diferenciadoras en el negocio jurídico societario, como por ejemplo: de sociedad simple, de sociedad colectiva, de comandita simple y de sociedad por acciones, de acuerdo a la organización que sirven para individualizar cada tipo. Otro sector de la doctrina italiana FERRO-LUZZI y SPADA, entiende que en el plano de la causa, que las singulares figuras societarias se configuran con un carácter neutro, funcionalmente inexpresivo.⁸¹

A nuestro juicio la causa se asienta sobre ***la actividad de cooperación asociativa conjunta y coordinada en el plano funcional, donde se observan una pluralidad de intereses combinados y convergentes a un fin común o autónomo, sobre la base de la organización creada, teniendo en cuenta sus efectos internos y externos.*** Los interés combinado y convergente al que hacemos referencia, tiene que ver con la maximización de la eficacia de la actividad empresarial, interés en la maximización de las ganancias, e interés en la maximización del dividendo constituyen intereses reconducibles a la causa del negocio jurídico societario, donde el aporte de los socios tienen una

⁷⁷ BARBERO, t. IV, p. 317; FERRO-LUZZI, ps. 76 sgts., 117, 118, nota 33, 170 sgts., 234 sgts., 242 sgts. y todo el capítulo V, donde subraya el contenido organizativo del contrato y las diferencias estructurales y funcionales entre el negocio jurídico societario y el contrato de cambio; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 14, 272, nota 9, 275 nota 16, 275, nota 17 bis, 280 y sgts. ZALDIVAR, p. 274, RICHARD, Org. Asoc..., p. 101; ROMERO, ps. 378 sgts.; GIRON TENA, ps. 131 sgts., sobre el contrato constitutivo de la sociedad; ROMANO-PAVONI, ps. 448, 449 y en sociedad por acciones ps. 520, 522; CARLOS, ps. 9.

⁷⁸ FERRO-LUZZI, ps. 24 sgts., 61 sgts., 117 nota 33, 118 y todo el capítulo V; FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 269, nota 5; CARLOS, ps. 12 sgts.

⁷⁹ OSTI, p. 506, parágrafo 36.

⁸⁰ BETTI, p. 146.

⁸¹ FERRO-LUZZI, ps. 170 sgts., 234 sgts; SPADA, ps. 76; GIRON TENA, ps. 38, 131 sgts., sobre el contrato constitutivo de la sociedad; ROMANO-PAVONI, ps. 448, 449 y en sociedad por acciones ps. 520, 522; CARLOS, ps. 9.

función intermedia o instrumental y torna factible el desenvolvimiento de la actividad económica posterior que constituye el objeto de la sociedad como finalidad mediata del negocio.⁸²

En el contrato de cambio ocurre lo contrario, lo que es interés para una de las partes es exactamente lo opuesto y correlativo para la otra. Esta justificación se halla subjetivamente por la finalidad inmediata perseguida por las partes; cada una de éstas, en el contrato de cambio, teniendo presente la prestación de la parte contraria, consiente en el sacrificio constituido por la asunción de su propia prestación, que es fin para una de las partes, mientras que para la otra es medio; este fin inmediato que las partes persiguen y que equitativamente justifica la prestación, constituye, en definitiva, lo que en la doctrina causalita se denomina “causa”.⁸³

En la relación de organización asociativa, además de las características indicadas anteriormente, está presupone generalmente –y no de forma necesaria- un grupo humano que efectúa una serie de prestaciones con un sentido de convergencia y autonomía funcional que la diferencia del contrato de cambio, tal como se expresó anteriormente; aquí esa reciprocidad o correlatividad es mediata e indirecta, de modo convergente a una finalidad de interés común o autónoma, por lo que no tienen carácter recíproco, sino que todas ellas tienden concordantemente a la realización del objetivo común, donde cada parte adquiere derechos y obligaciones no respecto de la otra parte, sino respecto de todas las demás, de este modo, se ha demostrado que respecto del signalagma común (típico, la compraventa), el signalagma social presentaría por lo menos anomalías funcionales, por no justificar la suspensión por cumplimiento, respecto del socio que no ha hecho la propia inversión, por parte de los demás, para retardar las suyas. Esta modificación funcional expresa hasta qué punto las relaciones jurídicas entre los socios –cuyos intereses se actúa básicamente por vía del ente- caen fuera del esquema clásico del contrato de cambio.⁸⁴

En nuestro derecho y en particular en el negocio jurídico societario se torna necesario hablar dentro de la organización –de relaciones jurídicas orgánicas-, con referencia al caso en que la relación sea correlativa a una organización con algún grado de complejidad, que puede tener como función la de crear un ente con estructura corporativa. En este caso, el negocio jurídico de creación agota sus efectos una vez que se ha creado los cuadros constitucionales de la organización, debido a la preeminencia de la persona jurídica, donde el conflicto de intereses se concentra en la creación del ente personificado con un fin autónomo y no en un conflicto de intereses del vínculo jurídico como en el contrato de cambio. De este modo, la función del negocio es crear los presupuestos de la organización, dónde el *scopo-fine* garantiza el conflicto, el *scopo-mezzo* expresa el momento de cooperación asociativa funcional, inherente a todo fenómeno asociativo.⁸⁵

En este sentido, y en mérito de ello es evidente, como lo señala FARGOSI, lo trascendente deviene en no centrar el problema en los derechos subjetivos que derivan de las relaciones entre socios, sino que lo que es trascendente es que se está creando una organización para el desarrollo

⁸² GALGANO, p. 212 sgts.; FERRI, Causa e tipo..., ps. 393 sgts.; GIRON TENA, Derecho de sociedades, p. 38; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 275 sgts.

⁸³ASCARELLI, Panorama..., ps. 31 sgts. parágrafo 2; en particular p. 37; CARNELUTTI, Teoría general..., 439 sgts., OSTI, Contratto, p. 472 parágrafo 8nota 4, sobre el contrato de sociedad ps. 474, APARICIO, t. I, ps. 48 parágrafo 16.

⁸⁴(RICHARD, Org. Asoc. p. 124 y sgts.; PALMERO, p. 844: FONTANARROSA, ps. 140 y sgts.; APARICIO, p. 165; en la doctrina italiana: FERRO LUZZI, ps. 234; ASCARELLI, Il contratto plurilaterale, Saggi Giuridici..., ps. 294 y sgts., en particular punto x; BRUNETTI, p. 132; BARBERO, t. IV, p. 317; FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 270.

⁸⁵ FERRI, Causa e tipo nella teoría del negozio giuridico p. 34; ASCARELLI, Il contratto Plurilaterale, en Saggi Giuridici..., ps. 294 y sgts.; FERRI, voz Contratto Plurilaterale, en Novissimo Digesto Italiano, ps. 679 y 681; SALANDRA, Il contratto plurilaterale e la Società di due soci, ps. 836, 838, y 842 sgts.; ASCARELLI, Società..., p.24 sgts: BARBERO, t. IV, p. 317; RICHARD, Organización Asociativa, ps. 26 sgts; ZALDIVAR, p. 274; CRISTIA (H), p. 19; más recientemente SPADA, p. 121 sgts.

de una actividad y esa circunstancia requiere, por las plurales relaciones que existirían con el nuevo sujeto, un reclamo cierto de la seguridad jurídica.⁸⁶

Así las cosas, el negocio jurídico societario generalmente constituye relaciones jurídicas orgánicas, y en estas se puede apreciar la preeminencia del **deber** sobre **el derecho subjetivo**, o bien se tiene el que ha sido llamado **poder-deber**, donde el negocio jurídico corporativo o el contrato corporativo aparece como un presupuesto externo de la sociedad cuya reglamentación está fijada legislativamente por familias de ordenamientos; no sucede lo mismo, en los contratos de cambios, que prevalece el momento del **derecho subjetivo** por sobre el **deber**; y este esquema lógico derecho-deber, resulta insuficiente para resolver las situaciones que plantea el negocio asociativo personificante.⁸⁷

El maestro ASCARELLI señaló que todas las obligaciones derivadas del negocio societario tienen la misma naturaleza, a diferencia de los contratos de cambio en los cuales la obligación de una parte es típicamente contrapuesta a la de la otra parte; lo propio también sucede con la variedad del contenido de los deberes de los socios, para todos jurídicamente idénticos, contrapuesto a la fijeza y diversidad de las obligaciones derivadas de los contratos de cambio.⁸⁸

En función de lo expuesto anteriormente, y ubicado ahora en la teoría general del derecho, hace notar CICU un curioso fenómeno: de un tronco común salen dos ramas, en cada una de las cuales, la relación jurídica resulta de una estructura fundamental distinta: en una, el elemento **deber** prevalecen sobre el elemento **derecho** y la autonomía de la voluntad del sujeto, queda limitada por el interés superior al que debe servir, son lo que denominan relación jurídica orgánicas –contratos asociativos; en las otras impera el **derecho** sobre el **deber** y la autonomía de la voluntad se desenvuelve libremente, constituyendo las relaciones individuales o relaciones inorgánicas, propias de los contratos de cambios.⁸⁹

A esta altura se podría afirmar, que desde la relación jurídica se perfila claramente una relación de organización asociativa y que la teoría del negocio jurídico todavía está sujeta a una formidable evolución en este campo para integrar y desarrollar nuevos y renovados conceptos jurídicos, que se extiendan al campo de la ciencia jurídica—en particular, a la teoría del derecho y a la teoría del negocio jurídico de modo sistemático-. En este aspecto y sólo para mostrar la falta de una noción de “actividad” en el CCC, debido a que aún no está suficientemente elaborada, pero que debe ser receptada en toda su significación como fenómeno no fungible con el acto jurídico. Así las cosas, y frente a tal manera de ver este tópico, a nuestro juicio, se debió regular en la parte de persona jurídica antes de inoponibilidad, a la teoría de la actividad enderezada a integrar un capítulo en la teoría general del negocio jurídico, tal como lo insinuó ASCARELLI en el derecho italiano.⁹⁰

Sin embargo, la consigna del congreso es una idea repetida como predica constante por el maestro RICHARD desde el año 1992 aproximadamente, donde quiere mostrar que el negocio jurídico societario descrito anteriormente, debe existir primordialmente la sincronía o compatibilidad entre **libertad y responsabilidad** como brújula que guía toda la interpretación, calificación e integración jurídica en el negocio asociativo –sociedad-, teniendo en cuenta los intereses individuales y colectivos; sin dejar de lado que existen otras varias relaciones inmanentes

⁸⁶ FARGOSI, p. 10.

⁸⁷ MESSINEO, t. II, ps. 5 sgts; FERRO-LUZZI, ps. 9 y sgts.; FARGOSI, p. 10; APARICIO, p. 172.

⁸⁸ ASCARELLI, Sociedades...ps. 26 y 28.

⁸⁹ Cfr.: COSSIO Y CORRAL, p. 250.

⁹⁰ Cfr.: FARGOSI, Sociedad y actividad ilícita, p. 612 sgts; HALPERIN, Curso de Derecho Comercial, ps. 233 y Sociedades anónimas, p. 165, parágrafo 13; ZALDIVAR, p. 257 sgts.

y correlativas en el sistema jurídico que confronta con la misma intensidad anteriormente indicada, dependiendo de las circunstancias generales y específicas de los actos y del sector del derecho involucrado –por ej.: **libertad y confianza**.-

Claro está que el fenómeno asociativo, se asienta sobre la base de la cooperación asociativa funcional convergente, con estructura organizativa orientada a un fin común o autónomo, que puede generar una organización corporativa, dando por ello, relieve normativo a la “**actividad**” para alcanzar un fin medio –*scopo-mezzo*- común a todas las partes, que a nuestro juicio la noción de actividades ***toda programación de comportamientos del ente, dispuestos en una serie de hechos o actos continuados, orientados, coordinados y unificados en el plano funcional entre sí y en razón de su fin común o autónomo, que a través de una sucesiva utilización acaba indirectamente por redundar en beneficio de todas las partes del negocio jurídico societario.*** De este modo entre prestaciones y fin común se encuentra el diafragma de la actividad común disponiendo los medios para la realización de la onerosidad mediata del negocio jurídico societario, a diferencia del contrato de cambio que la prestación redundante directa y exclusivamente en ventaja de la otra parte – onerosidad inmediata-.⁹¹

Para un entendimiento coherente, es preciso recordar que en la configuración de la actividad gestionada común propia del negocio jurídico societario, donde la norma debe estar orientada prevalentemente al problema de la **actividad** y de la **responsabilidad** a ella conectada, dejando en la sombra las cuestiones relativas a la calificación de aquellos actos que tienen un valor de imputación, los que estarán estrechamente ligados a los bienes que integran el patrimonio de la persona jurídica como instrumento de subjetivación típica de las figuras societarias.⁹²

De esta forma, el fenómeno asociativo debe ser jurídicamente construido, en opinión de FERRO-LUZZI, como una hipótesis particular de actividad en torno a la cual emerge una serie de caracteres estructurales, funcionales e inderogables impuestos por el orden estatal, que se sustancian jurídicamente a su vez en lo que se ha dado en llamar la organización, como forma jurídica de la actividad.⁹³

Para luego afirmar la diferencia de técnica constructiva entre el negocio de cambio con un esquema –esencialmente subjetivista-, tal como se encuentra en nuestro derecho; y por otro lado, el negocio asociativo, que por el contrario, representa por definición un momento colectivo de la experiencia, social y jurídica, y para nosotros su construcción no se puede realizar más que según una técnica constructiva objetiva, que conduce al concepto normativo de la actividad, reguladora del fenómeno asociativo.⁹⁴

⁹¹ Cfr.: CARLOS, ps. 12, 228 sgts., 236 nota 3; RICHARD, Org. Asociativa, ps. 125 y 134 notas 67 y 74). Con la afirmación anterior se marca la deficiencia del art. 967 CCC que no contempla este aspecto de la onerosidad mediata, tal como surge de su lectura. Además, del concepto de actividad surge el concepto de empresa como actividad económica del empresario en el derecho italiano –art. 2082 CCI- (PANUCCIO, ps. 562 y sgts. también núms. 20, 22, 119 y 121; AULETTA, ps. 981sgts.; FERRO-LUZZI, ps. 188 sgts., todo el capítulo IV; FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 304 sgts., quien analiza la estructura dogmática del “*fin común*” y de la “*actividad común*”; FERRI, voz Contratto plurilaterale, p. 680, parágrafo 4, quien también marca que la relación no es directa sino a través del diafragma de la actividad común, donde las prestaciones asumen una función instrumental; en el mismo sentido ASCARELLI, Contratto plurilaterale; comunione di interessi..., ps. 331, 333 sgts.

⁹² Cfr.: FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 282 nota 25; FERRO-LUZZI, ps. 295 sgts, realiza una valoración crítica del derecho italiano, con argumentos dogmáticos de validez general del fenómeno asociativo.

⁹³ Cfr.: FERRO-LUZZI, ps. 188, 213 sgts. del punto 5 del capítulo IV y 242, del punto 4 del capítulo V sgts.); FERNANDEZ DE LA GANDARA, p. 316, nota 71.

⁹⁴ FERRO-LUZZI, cap. V, punto 3, p. 234, GALGANO, nota 25, ps. 200/201; FERNANDEZ DE LA GANDARA, ps. 304 sgts.). Por eso el fenómeno asociativo por su naturaleza representa un típico ejemplo de la superación del momento individualista a

De este modo, entra dentro de la libertad de contratación la elección del tipo, al menos en teoría, la forma organizativa más o menos compleja necesaria para el desarrollo de la actividad común prevista, el objeto social y el régimen de mayoría que tiene distintos significado y alcance según nos refiramos a una sociedad anónima o a una colectiva.⁹⁵ Lo que le da al negocio jurídico societario un consentimiento específico y calificado del socio a diferencia de los contratos de cambio.⁹⁶

Se advierte que el principio de “**libertad bajo responsabilidad**” en relación con la determinación del objeto social que satisface distintas funciones en la organización corporativa interna y externa, y de ahí su importancia: *en cuanto a la sociedad*, a través del interés social diferenciado y propio del ente societario, que delimita las facultades de los administradores y, en ocasiones, la competencia de la junta general. *El de los socios*, el objeto social es un elemento esencialmente pletórico porque, en primer lugar, es el elemento objetivo que siendo destino y concreción de su voluntad, centro de imputación de su consentimiento, delimita la vinculación inherente a sus declaraciones de voluntad en el momento constitutivo. También *el interés general, o interés público* en la intervención de estado para modificarse el objeto. *De los terceros en general*, porque el objeto social inscrito les procura un criterio para delimitar las facultades de los órganos que representan a la sociedad. *De los terceros en particular*, se puede expresar que bajo este acápite cuando se discuta la extraneidad respecto del objeto social.⁹⁷ Esta aquí presente no sólo la libertad sino también el componente de la responsabilidad, que se proyecta en todos los efectos jurídicos internos y externos de la organización autónoma, mostrando claramente que en materia de negocio jurídico societario “**libertad bajo responsabilidad**” es lo que definitivamente se impone y es connatural a todo el universo jurídico de la persona jurídica y del negocio jurídico, donde la **libertad** siempre está balanceada con la **responsabilidad** y la protección de la **confianza** de los terceros. De este modo, **libertad bajo responsabilidad** es una pauta axiológica de calificación y de integración que debe guiar al intérprete y es parte de la construcción misma de la relación organizativa societaria como recurso técnico instrumental, donde el buen hombre de negocio debe actuar con **libertad pero bajo responsabilidad**, teniendo en cuenta el deber de lealtad y diligencia con carácter previsor, en la planificación total de la comunidad de intereses de la organización patrimonial autónoma –art. 159 CCC--.

Así las cosas, la relación asociativa –como regla privada- ha quedado a salvo de la consideración del negocio corporativo -persona jurídica- que es simplemente un centro unitario de imputación de las obligaciones de cuidar la ejecución una serie de hechos o actos continuados, orientados, coordinados y unificados en el plano funcional entre sí y en razón de su fin común o autónomo. De esta manera negocio jurídico y persona jurídica, coexisten durante toda la relación y sirven, uno y otra, para explicar la compleja disciplina del fenómeno de la relación de organización, donde las plurales situaciones o relaciones jurídicas, conexas, duraderas, estructurales, funcionales y convergentes a un fin común o autónomo que se manifiestan en el negocio jurídico societario como

favor del momento social colectivo o ultraindividualidad, si se quiere de la experiencia jurídica (FERRO-LUZZI, cap. IV, ps. 213/214; APARICIO, p. 173, en el mismo sentido.

⁹⁵ FARGOSI, Prólogo en Sociedades Comerciales, p. 11.

⁹⁶ MANÓVIL, p. 1054.

⁹⁷ ZANELLI, La nozione di oggetto sociale, ps 3, 6, 12, 27 sgts.; JAEGER – DENOZZA, ps. 130, 131 y 132, complementa la responsabilidad con la tipicidad legal; BROSETA PONT, Cambio de objeto..., ps. 47, 48, marca las relaciones internas desde la perspectiva de los estatutos sociales; MANÓVIL, ps. 1052sgts.; ETCHEVERRY, Empresa y Objeto Social, p. 797; FARGOSI, Sobre el objeto social..., ps. 658, 661 sgts.; ROMERO, Nota sobre la tipicidad..., ps. 384 y sgts., quien afirma que el tipo societario está determinado por el elemento “responsabilidad”; COLOMBRES, La teoría del órgano..., p. 18 y sgts. y del mismo autor Curso..., ps. 61 sgts.; HALPERIN, Sociedades..., ps. 79 sgts., parágrafo 19; ZALDIVAR, t. 1, cuadernos..., ps. 256 sgts., en particular coincidimos con Dr. Carlos Suárez Anzorena, en el capítulo III –ZALDIVAR y otros, las nociones de persona, capacidad e imputación, ps. 130 sgts.; FERRARA j., Gli imprenditori, ps. 102 sgts., parágrafo 100.

unidad; y que desde el aspecto estructural y funcional como noción sociológica y como dato jurídico puro, no debe ser necesariamente ser un contrato, aunque muchos años legislativamente lo fue como marco claro de referencia.⁹⁸

Por ello se requiere un control de todas las fases en que se plantea un problema de riqueza, desde aquel proclivemente estático (de la propiedad) a aquellos, más bien dinámicos, de la producción de la riqueza (empresa), y de la circulación de ésta (el contrato, en particular, y el negocio, en general), como formas de control del patrimonio, quedando una trilogía de **propiedad, autonomía privada y empresa**, con una armónica coordinación entre ellos, que ha orientado la propiedad y la autonomía privada hacia la solidaridad corporativa, que quedan sometidas a una regulación inspirada en el interés público.⁹⁹

5.- CABE UNA REFLEXIÓN DEBIDA A LOS ANTECEDENTES.

La doctrina argentina fue prácticamente uniforme hasta (GARO, Sociedades..., II, p. 353 y 354), en el sentido de adjudicar a la participación una naturaleza societaria, aunque dejando a salvo su inexistencia frente a tercero o calificándola como **sociedad-contrato** y no como **sociedad-persona**.¹⁰⁰ Recuerdo la lectura de FONTANARROSA quien, cambiando su opinión expuesta en el sentido de que constituía una verdadera sociedad en el régimen jurídico argentino —en nota a DE GREGORIO, Sociedades..., II, p. 415- sostiene que se trata de un contrato bilateral o de cambio.¹⁰¹

Aquí se justifica la advertencia de FERNANDEZ-NOVOA que expresa que hay dos concepciones en materia societaria: una amplia y otra estricta en torno al concepto de sociedad comercial. La primera prevalece en la doctrina alemana, encuentra la nota distintiva en la colaboración de varias personas para promover una finalidad común, sin que se requiera patrimonio común ni personalidad. La concepción estricta requiere que la comunidad de fines se corresponda con una comunidad de medios, dando origen a una organización autónoma de la voluntad común.¹⁰²

Esta construcción dogmática quedó atrapada y se desarrolló en el pensamiento de la Escuela Comercialista de Córdoba en la confrontación de dos corrientes que se manifestaron en el Primer Congreso de 1977 hasta la reforma del Código Civil y Comercial en el año 2015, en este sentido, se ha realizado por parte de la doctrina trabajos que se pueden apreciar claramente la evolución en esta materia, donde el hombre se propone fines, y la ley le suministra los medios que cree oportunos de acuerdo a la respuesta técnico-jurídica a las necesidades económicas y sociales del tráfico en momentos históricos diferenciados.¹⁰³

Partiendo del concepto amplio de sociedad alguna doctrina incorporaba a la sociedad accidental o negocio en participación, no personificada, en la prohibición del art. 30 LSC, incluso manteniéndose esa ideología en la reforma de 1983¹⁰⁴. El Maestro RICHARD ha expresado en torno a esta problemática que el art. 30 L.S., es una norma arbitraria e irrazonable que sólo limita la constitución de sociedades y no la celebración de contratos participativos, analizando principalmente su naturaleza jurídica y tamizando la tipificación legal en un proceso de doble grado:

⁹⁸ DALMARTELLO, p. 105; GALGANO, p. 200 ZANELLI, ps. 12 y sgts.

⁹⁹ FERRI, ps.193 y 194; RICHARD, Las relaciones de organización..., ps. 196 sgts.

¹⁰⁰ Cfr.: RICHARD, Org. Asoc., ps. 26 y sgts.

¹⁰¹ ANAYA, p. 98 y sgts.

¹⁰² ANAYA, p. 99; FERNANDEZ-NOVOA, p.444, texto y nota 49; cfr.: RICHARD, Org. Asoc., ps. 105 y sgts.; HALPERIN, El concepto de sociedad..., ps. , del mismo autor: Curso de Derecho Comercial, p. 199; MALAGARRIGA, En torno al concepto de sociedad..., ps. 561 sgts; en la doctrina italiana cfr.. FERRO-LUZZI, p. 219 sgts; SPADA, ps. 100 sgts.

¹⁰³ Cfr.: MARSILI, ps. 147 y sgts.; COVIELLO, p. 344; GANDARA, p. 30.

¹⁰⁴ Cfr.: PALMERO, ps. 846, 847 sgts.

de primer grado y de segundo grado en su análisis sistémico, para concluir su posición dogmática de la no aplicación del art. 30 L.S. a esta figura no societaria sino contractual.¹⁰⁵ Agregando además, el inconveniente de considerar a una mera relación contractual como un negocio societario, aplicándoseles de este modo la nulidad, apartándose de los principios generales de la teoría general de los contratos, para imputar equivocadamente una nulidad especial societaria con distintos efectos, sumando así un régimen sancionatorio gravoso de las sociedades irregularmente constituidas o de hecho. También advertía que no era un problema de capacidad sino de legitimación produciéndose efectos jurídicos distintos: Además, mercaba la falta de conexión entre la función económica y la estructura jurídica en sus aspectos dinámicos, frente a la rigidez de la norma legal y los intereses específicos que protegía el art. 30 LS, y proponía una interpretación sobre la base de la naturaleza jurídica del negocio en su estructura general; amplia para las figuras contractuales y estricta para las figuras asociativas personificante –concepto estricto de sociedad–, de acuerdo a la configuración morfológica de la relación jurídica tratada en particular.¹⁰⁶

Los proyectos de unificación de los Códigos Civil y Comercial evidenciaron esas tendencias que se iluminaban con una concepción amplia o estricta del concepto de sociedad, unido a su no personificación, criterio dogmático que perdió virtualidad en 2015, al separarse normativamente los contratos asociativos no personificados 1442 CCC, entre ellos el negocio en participación en el art. 1448 CCC no aplicándose las normas sobre sociedad y no constituyendo una persona jurídica, sociedad o sujeto de derecho.-

Las formas de sociedad en la nueva normativa sobre personas jurídicas y la recepción de la sociedad simple en la LGS temas que trabajáramos conjuntamente con el maestro RICHARD, además, de los contratos de colaboración, integración, plurilaterales, parciarios, asociativos y figuras afines de la mano de la doctrina italiana, consolidándose estos conocimientos en su libro “Organización Asociativa”, que nos motivó a seguir en ese camino de la profundización y estudio. También se trabajó en conjunto en “Contratos de colaboración y asociativos, Clasificación y efectos”, ponencia al Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, ver Actas del Congreso-. “Subsistencia de los órganos societarios en los concursos”, y “Representación societaria y la representación social” en las I Jornadas Sanjuaninas de derecho Societario de 1991, todas estas construcciones jurídicas hoy expuestas en el presente. -

Toda una reestructuración, junto a la posterior ley de LACE, del pensamiento sobre libertad en la configuración de la estructura de una sociedad, subsistiendo con mayor fuerza, a raíz del art. 150 CCC –norma de aplicación integral a los subsistemas–, como la integración ante la crisis de sociedades de la legislación específica y la concursal, donde se pone en juego la tipicidad causal de la relación societaria, particularmente la asunción de las pérdidas por los socios, que hace a la responsabilidad, integrando así el lema del nuevo Congreso “**Libertad bajo responsabilidad**”.-

Por último, hay que tener en cuenta que valgan estas anotaciones como modo de abrir un nuevo campo de investigación y análisis de nuestro Derecho Societario, desde que, si algo es criticable, es

¹⁰⁵ RICHAR-MUIÑO, Derecho Societario, p. 49; ETCHEVERRY, p. 140, nota 17; en la doctrina italiana: SPADA, p. 9; GANDARA, p. 219, mostrando la utilidad del vocablo tipo.

¹⁰⁶ RICHARD, Relación de organización..., p. 42; ANAYA, p. 102, donde analiza con claridad los elementos específicos del contrato de sociedad, comparándolos con el negocio en participación; LINARES, p. 146, parágrafo 57, donde el término razonabilidad del texto está utilizado como conciliación de la valoración técnico-social con la jurídica, vale decir, entre medios y fines. En la doctrina italiana, con fundamentos amplios: cfr.: RAVA, Associazione in partecipazione..., 36 sgts. 43 sgts; GHIDINI, L'Associazione in partecipazione, ps. 13 sgts., dándole distintas fisonomías, como contrato de cambio, otra como contrato de colaboración o como contrato parciario.

no tratar de interpretar leyes con un sentido evolutivo y de actualización, conforme a las exigencias, bienes y valores tutelables del cuerpo social.¹⁰⁷

Este camino abierto por el Maestro RICHARD ha calado muy hondo en nosotros y a muchas de las cosas compartidas le fuimos encontrando respuestas dogmáticas, en la maravillosa aventura de la creatividad, del estudio y del esfuerzo permanente que nos enseñó, por ello, con gran respeto intelectual le dedico este humilde trabajo en homenaje a él, que tanto ha bregado por el pensamiento jurídico y la reflexión permanente del derecho de muchas generaciones, donde la **libertad y la responsabilidad** son valores de la vida y del derecho.-

¹⁰⁷ FARGOSI, El balance..., p. 108.

“LIBERTAD BAJO RESPONSABILIDAD, EN TORNO A SOCIEDADES”¹⁰⁸**Efraín Hugo Richard**

Gracias, gracias por todo lo que cada uno me va brindando, y a lo que acaba de expresar Solange JURE RAMOS entre llantos -contagiándome- y José Pablo SALA MERCADO. La plaqueta que me han entregado y su leyenda “En reconocimiento a su incansable aporte generoso al derecho en ciencia y valores... de parte de tus amigos y discípulos de la comunidad académica en ocasión de las V Jornadas Nacionales de Sociedades por Acciones Simplificadas”... Gracias de nuevo... Este es un homenaje a todos los aquí reunidos y a los que en ausencia nos acompañan en la vocación común. Permítanme que haga un breve recuento de mi vida y a la materia que hoy nos convoca.

Me recibí de abogado en Santa Fe en su Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Nacional del Litoral en junio de 1955, si bien desde el 53 vivía en Córdoba, donde llegué desde Rafaela. Trabajé seis meses como Notario, en Rosario a cargo de Registro n° 55 por viaje del titular, buscando mejores vientos políticos, y ante los cambios decidí volver a Córdoba con mis padres, al ser hijo único, en diciembre de ese año vertiginoso. Me casé con Marizú en 1958 -ustedes ven que me sigue acompañando-... Ella en 1964 -pese a ser un abogado exitoso- me impulsó a acercarme a la Universidad Nacional de Córdoba para que “no me anquilosara”. Lo hice tímidamente a la Cátedra de Quiebras para cursar la adscripción donde me recibió, con otros interesados, don Francisco Quintana Ferreyra, con excesiva formalidad y reticencia –quizá por desilusiones anteriores-, pero al poco tiempo me invitó al mítico semanal encuentro del Instituto de Derecho Comercial, integrando una docena de asistentes, de los cuales hoy soy el único sobreviviente. Me integraron maravillosamente Héctor Cámara, Juan José de Arteaga abuelo de la esposa de Joche Sala Mercado, Francisco Junyent Velez, padre de Pancho... Poco tiempo después un concurso para designar cuatro auxiliares de investigación nos acercó a Samuel Linares Bretón, mi jefe en la Asesoría del Banco de Córdoba, Elias Steinchraber y Luis Agüero Piñero.

En 1965 Quintana organizó las Primeras Jornadas de Letra de Cambio, Pagaré y Cheque, permitiendo que le ayudara. Creo que los únicos sobrevivientes lo somos con Héctor Alegría, que escribimos sobre los mismos temas.

En 1972 las Jornadas similares sobre Medios de Pago, convocadas por el Instituto Argentino de Derecho Comercial, que motivaran el año pasado un festejo virtual por mis 50 años como Miembro del mismo, organizadas por vos Marcelo Barreiro, y Martín Arecha, cuyo hijo Tomás hoy nos acompaña.

En 1977 realizamos el mítico Primer Congreso Argentino de Derecho Societario, aislados en La Cumbre, cuya organización me encomendaran mis maestros Quintana y Cámara, Presidente y Vice del mismo. Y aquí se consolida el árbol de nuestra compartida vocación, con múltiples raíces, cuyas ramas han dado flores, frutos y semillas, que son los jóvenes talentosos que hoy nos acompañan y nos enseñan... Y este es un homenaje a ese frondoso árbol.

¹⁰⁸ Versión desgrabada y adaptada de mis dos intervenciones del día 2 de noviembre de 2021, en el Hotel Portal del Lago, en Villa Carlos Paz, en ocasión de las “V Jornadas sobre Sociedades por Acciones Simplificadas en homenaje al Profesor Emérito Dr. Efraín Hugo RICHARD”, una al mediodía en ocasión del homenaje que me hicieron, donde revisé el pasado, y la segunda parte en el cierre donde los organizadores con gran afecto me otorgaron el honor de la conferencia de cierre.

Como parte añosa de ese árbol, germinado en 1977, están hoy aquí Rafael Manóvil, María Cristina Mercado de Sala, Guillermo Ragazzi, Alfredo Rovira y Juan Carlos Veiga.

En rápida sucesión el 2° Congreso sobre Aspectos Jurídicos de las Entidades Financieras – siguiendo al de Mendoza-, el de Profesores de Derecho Comercial, el Primero Argentino de Derecho Concursal en Roque Saenz Peña que la Universidad del Nordeste me encargara, y el Segundo en Termas de Rio Hondo que me requiriera la Universidad Católica de Santiago del Estero, y de los presentes en casi todos ellos veo aquí a Cristina Curtino y Guillermo Altamira... Entre medio, 1978, por encargo del entonces Vocal del Superior Tribunal de Justicia de Córdoba Dr. Héctor Cámara, junto a Quintana Ferreyra y Salomón Roitman -profundo abogado y excelente persona, padre de Horacio- sugerimos la creación sencillísima del foro especializado en Sociedades y Concursos, fruto de nuestra convicción que la crisis de sociedades tiene un enfoque diferente.

Ya estamos en 1988, había desaparecido el mítico Instituto de Derecho Comercial de la Facultad... Pero nacía el Instituto de la Empresa de la Academia, inspirado por Cámara, Quintana y Pedro J. Frías para ponerlo sobre mis espaldas... con tres sucesivas incansables Secretarías Académicas Laura Filippi, Gochi Mercado de Sala y Luisa Isabel Borgarello, y con estas dos últimas y el inolvidable Contador José María Rodríguez Pardina, que nos mira desde la eternidad, creamos la Fundación para Estudios de la Empresa que acompañaba nuestra vocación. Hoy también aquí presente con Laura y Gochi la Prosecretaría Académica del Instituto María Fernanda Cocco.

Así llegamos al Primer Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa en Huerta Grande en 1992 -IV Argentino-... ochocientos asistentes de los cuales ochenta hermanos extranjeros. Quiero recordarles, frente al frenesí cibernético que nos vienen mostrando, que en ese momento las comunicaciones se hacían por carta, en sobre cerrado y estampillado, y las telefónicas por línea cableada, las internacionales -y algunas nacionales- a través de operadora, que podía darlas en forma inmediata o con esperas de varias horas –lo que ocurría normalmente-... y nos comunicamos... y atrajimos una multitud que nos desbordó, pero fructificó...

Una conclusión de ese Congreso fue requerir la regulación de la sociedad unipersonal, apartándose de la idea de empresa unipersonal, rompiendo el mito del contrato, basado en el principio de la conservación de la actividad, el resguardo de los derechos de terceros.

Poco tiempo después, en Rosario, un asistente a Huerta Grande, mi amigo Ángel Rojo, declaraba que la batalla sobre el cuestionamiento a la sociedad unimembre estaba perdida, y que ahora se desarrollaría la batalla sobre la responsabilidad limitada de los socios en las sociedades con ese supuesto efecto... Volveré sobre ello esta noche cuando dedique algunos minutos a las cuestiones doctrinales.

Es que en los 80 habíamos comenzado a centrarnos en la unidad del derecho privado, en Jornadas y particularmente ante el primer Proyecto de Código Civil y Comercial -que fue ley vetada-. Intervine tardíamente, y sólo en tres reuniones en la Comisión Revisora del Senado que integraban Luis Moisset de Espanés, López de Zavalía -con quien hice equipo- y varios más. Juan Carlos Veiga organizó en Tucumán, en 1987 con su infatigable empuje, el Primer Congreso Internacional sobre Unificación del Derecho Privado. Cerraba el Congreso en una mañana de sábado el panel de los nueve firmantes del Proyecto al cual ellos mismos, en la tarde del viernes, nos invitaron a López de Zavalía y a mí a integrarnos, con 10 minutos para cada uno de los once. Fue noche de festejos, y a las tres de la mañana del sábado convencido que en 10 minutos no podía realizar adecuadamente mi aporte, pergeñé un cuadro, manuscrito en forma clara y apretada, interpretativo del proyecto particularmente del derecho privado patrimonial negocial. A la mañana se fotocopió y se distribuyó entre panelistas y concurrentes. María Fernanda Cocco lo recuperó...

La entrelínea que acabo de hacer se engarza con el avatar de circunstancias paralelas-posteriores al referido I Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa del 92 en Huerta Grande... La integración de la Comisión Federal para considerar el Proyecto de Código Civil y Comercial, con varios de los aquí presentes, la convocatoria por el Ministerio de Justicia – Res.465/91- a gestar un proyecto de Ley General de Sociedades, que nos llevó con lentitud a la mesa redonda con Horacio Fargosi, Sergio Le Pera, Miguel C. Araya, Mairal, Piaggi y alguno más –bajo la eficiente secretaria de María Celia Marsili y Carlos San Millán, varios de ellos vivos en nuestro siempre motivado recuerdo -, y donde nació, y esto va a cuento, el tipo de Sociedad por Acciones Simplificada, sin capital social, y prohibiendo tal expresión en ese tipo para acentuar su plasticidad y la responsabilidad especial... Fue publicada por Astrea pero no tuvo tratamiento legislativo. Pero al finalizar hubo una reunión memorable que en seguida referiré...

Casi contemporáneamente fui convocado por el Ministro de Economía y el Secretario de Transporte para analizar el giro de Aerolíneas Argentinas S.A. privatizada el año antes sin pasivo, que exhibía un pasivo que no correspondía a pérdidas de giro... No acepté ser subsecretario y sólo acepté un contrato de asistencia profesional por tres meses... Descubierta la maniobra y sus implicancias en otras privatizaciones, con una firme decisión gubernamental y apoyo a mi equipo, preparamos una acción judicial contundente cuando... de improviso se gestó un arbitraje inconducente, pero que sería una pantalla, que me hizo renunciar rápidamente y huir de ese escenario que concluyó con el laudo unánime generado en un día feriado por un letrado y un funcionario. Alberto Natale en “Privatizaciones en Privado” ilustra la cuestión, incluso con referencias a mi intervención.

Esa misma década la Cámara de Diputados de la Nación y el Banco Central de la República Argentina me convocaron para sendos proyectos, que son ley conforme a lo que gestáramos, pero no sin antes haberles introducido modificaciones que respondían a intereses económicos, ajenos a la modernidad y a la cibernética que introducían. También intervenimos en un anteproyecto privado de ley concursal donde convergimos contadores y abogados convocados por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de Buenos Aires, el proyecto Rivera-Vitolo convertido en Ley 24522 Ilegó cuando se estaba concluyendo aquel privado.

Así llegamos al nuevo siglo, al que ya están sólidamente imbricados las flores y frutos que nos están instruyendo con información e inquietudes insoslayables. Sobre el fin del siglo o su principio, en un Congreso en Mar del Plata formalizamos con mi querida hija Soledad Richard –que sigue alentando mi vocación- una comunicación en torno a la Sociedad por acciones simplificada, motivados por las noticias que llegaban desde Francia sobre el punto.

Apenas iniciado el 2001, nos convocó un enero, con el centro de Buenos Aires cegado por madera en sus vidrieras, el Ministro de Justicia Jorge Vanossi a dos comisiones de Concursos y Sociedades, asignándome a la primera. La lentitud de trabajo hizo que sólo concibiéramos el proyecto de Quiebra Transfronteriza, que aún no se ha incorporado a nuestro sistema. Lo urgente corrió de la mano de algunos miembros en forma individual y de la Cámara de Diputados que brindó normas coyunturales de reforma a la 24522.

Disculpen el salto cronológico ... en 2012 la Comisión designada para gestar un nuevo Código Civil –Aída Kemelmajer, Elena Highton de Nolasco y Ricardo Lorenzetti, convocaron a 100 juristas, y dentro de ellos a Rafael, a Horacio Roitman y a mi para gestar centralmente cuatro acciones: receptar la sociedad unipersonal, modificar la sección IV de la Ley de Sociedades, engarzar la sociedad civil y los contratos asociativos. Hicimos mucho más, pero como era lógico quedó en las ideas, pero que he publicitado como “lo que no fue”, por exceder al mandato que nos habían

impuesto. Soledad ha sabido exponer a fondo la estructuración de la sociedad simple que conforma esa modificación aceptada en el nuevo texto de la Ley General de Sociedades. Pero además de ello tuvimos el apoyo para las relaciones de organización de los principios basales del Título Preliminar, destacado por los “viejos” en estas Jornadas, y un adecuado basamento en torno a las Personas Jurídicas.

Estoy finalizando con esta etapa que tuvo importantes desarrollos en Córdoba, los Congresos de 2007 y 2015. El análisis lo haré esta noche, para generarles sorpresa sobre el alcance, como el engarce con todo el sistema, particularmente en lo que Alfredo Rovira viene machacando “Libertad sólo acotada por la ilegalidad... Buena fe”. Cómo no estar de acuerdo con él... viejo tronco del derecho comercial, hermano en la vocación.

Y llegó en 2017 la ley del emprendedor con un nuevo tipo: la sociedad por acciones simplificada, motivo de estas Jornadas y de las enseñanzas que maduros juristas, de todas las edades, nos vienen brindando.

El ensamble lo dejo para la noche, donde me han asignado un lugar, como un thriller ... Para motivar que escuchen mis personales opiniones. He omitido muchos nombres... algunos los he señalado con mi mirada o mi mano, pues estoy hablando de pie frente a ustedes, apenas separado por el límite sanitario, emocionado al abrir uno de mis cofres de recuerdos...

Retomo el diálogo en el cierre de estas emocionantes Jornadas, agradeciendo lo que me han enseñado y el afecto que me han demostrado cada uno de los oradores desde la relación que conmigo han mantenido y el cariño y cuidado de todos ustedes.

Armé el escenario normativo esta mañana, ahora vamos al hueso: ¿Dónde estamos? ¿Adónde vamos?

El Título Preliminar del Código Civil y Comercial nos da un mandato y las herramientas. La integración del derecho y los pilares de principios, que, puestos en claro, como lo hicieron Manóvil, Ragazzi y Rovira nos permiten afrontar presente y futuro. Así lo afirmó Alfredo: libertad para hacer todo lo que no sea ilegal... Y así deben afrontarse las relaciones de organización, las personificadas como las sociedades y las no personificadas como los contratos asociativos...

El art. 141 del Código señala claramente que la personalidad se atribuye desde la constitución, quizá desde la exteriorización, la registración releva de prueba por su efecto “erga omnes”, antes debe ser probada como bien señala el art. 21 reformado de la nueva Ley General de Sociedades. Para actuar legalmente será prueba también la CUIT o la apertura de una cuenta corriente bancaria, o la comunicación hecha al tercero. El nuevo centro de imputación diferenciada nace con su primer vínculo económico jurídico, particularmente con terceros y fenece cuando se han agotado las relaciones pasivas y activas de su patrimonio.

La unipersonalidad que reconocíamos incluso para una Sociedad colectiva en el anteproyecto de 2012, fue ferozmente retaceada en la Ley General de Sociedades en 2015, con retoques permisivos y reflotada en la ley que reconoció la SAS. Apunto a una vieja teoría: la sociedad es siempre persona jurídica, que nace normalmente de un contrato, más no esencialmente como lo demuestra la escisión o la creación de una sociedad unipersonal, entre otros casos.

Un claro antecedente de la SAS lo era la sociedad simple, al decir en el pasado del Código Único de las Obligaciones Suizo y de Rafael Manóvil, y en los antecedentes referidos. Puede asustar la aparente responsabilidad –sólo mancomunada por la absorción de la sociedad civil que siempre

pudo tener actividad comercial-. Pero advirtamos que el art. 143 del Código –a espejo de la Ley de Sociedades- la impone -cuando corresponde- como subsidiaria, o sea que no se debe molestar a administradores y socios mientras exista patrimonio social para atender las obligaciones imputables a la sociedad.

Aquí aparece claramente la noción de infrapatrimonialización, que si es una raya roja que referiré casi de seguido...

El art. 144 del Código, en apartado que incluye las personas jurídicas privadas y públicas, perfecciona el 54 *ter* de la ley de sociedades, pero abre un juego que apuntó Manóvil sin expedirse. Personalmente no tengo dudas que autoriza una acción, del Estado o del tercero perjudicado, por un acto ilegítimo de funcionarios públicos de alta jerarquía que generó daño. Para pensar, lo acabo de reiterar en un libro colectivo dirigido por el Prof. Veiga.

Recalemos en el art. 150 del Código que posterga la autonomía de la voluntad, la libertad absoluta de configurar el Estatuto de una sociedad, a las normas imperativas de la ley de su creación –la de sociedades en su caso- “y en su defecto” –textual- las imperativas del Código Civil.

No me he cansado de escuchar en estas Jornadas la duda sobre si había normas de orden público -que sin duda las hay, pero referidas a actividades-, individualizando las imperativas como las que podían perjudicar a terceros, o en situaciones de concursos o quiebras...

Claro que sí, coincidimos en la existencia de normas imperativas, no necesariamente de orden público. Se trata de las que resguardan la patrimonialización, evitando que pueda llegarse a no poder satisfacer pasivos. Obviamente que son las previsiones de causales de disolución como la imposibilidad sobreviniente de cumplimiento del objeto social, de origen patrimonial, económico o financiero, o la pérdida total del capital social... que, ante la constatación de una causal de disolución, sólo generan la responsabilidad solidaria de administradores y socios “en su caso” si no remedian la situación y continúan el giro normal generando daños.

La previsión impone varias referencias. Primero que -a diferencia del derecho comparado- no impone plazo para remediar o concursarse, que refiere a la pérdida total y no de un porcentaje del capital social. Segundo que ese agotamiento patrimonial debería ser afrontado por los socios conforme opciones imperativas ofrecidas por el art. 96 LGS: reintegrar, capitalizar los socios, terceros o deudas -art. 197.2 LGS- o liquidar. Y tercero que el concursamiento no está vedado, pero debería ser tempestivo, ante la mera amenaza de cesación de pagos que es un estado financiero mucho más leve del que afronta la ley general de sociedades. Tempestividad que desvelaba al gran maestro Maffia.

Déjenme referirme a dos cosas: la relativa futilidad del capital social y a los casos en que socios serían responsables solidariamente por los daños generados por la insuficiencia patrimonial.

Muchísimos amigos, Daniel Vitolo aquí presente, Miguel Araya, Ricardo Olivera, han señalado la futilidad de la función de garantía del capital social, incluso la de productividad, remarcándolo ante el capital mínimo que en 2017 se fijó para las SAS...

Había dicho que la pérdida del capital social era una línea gris ancha y difusa, que avisaba de no cruzar una línea roja constituida por la falta de patrimonio o infrapatrimonialización.

En 1993 aquella Comisión de reformas a la Ley de Sociedades, integrada -como señalé- por Fargosi y Le Pera -entre otros-, creaba la SAS sin capital social, con prohibición de expresarlo, en la clara idea que debía tener un patrimonio para ser persona jurídica, y una planificación que no generara daños a terceros.

En el 2012 al aconsejar sustituir los artículos 21 y siguientes no mencionamos en forma alguna al capital social, sino a “la participación”-art. 23 LGS- de cada uno de los socios.

En esta historia debemos recordar que la ley de concursos impone al síndico estimar el valor de realización de los bienes inmateriales, al margen de estar o no incluidos en el activo de la sociedad para valorar la pérdida del capital social.

Es la infrapatrimonialización que deben asumir administradores y socios conforme las previsiones del art. 96 LGS so riesgo de asumir responsabilidad “en su caso”. ¿En qué caso?

Rojo había dicho, recuerden, que ahora devenía la batalla sobre la responsabilidad limitada. Con Paz-Ares y Jesús Alfaro Aguila Real entiendo que es un enfoque equivocado. De ninguna forma se trata de afectar con responsabilidad sobre el déficit patrimonial al socio mero inversor. Se trata de responsabilizar, conforme los principios tradicionales, ante la existencia de daño: bucear sobre si han existido conductas culposas o dolosas causantes del mismo. Sin duda los administradores de no convocar a los socios a recapitalizar o liquidar. ¿Pero a qué socios? Y aquí juega la previsión del art. 150 del Código, mandando a integrar sus normas imperativas, lo que encontramos en el art. 167 *in fine* CCC para situación similar: los socios de control, que, teniendo poder para hacerlo, por omisión u acción, no corrigieron la situación generándose el daño. Similares sanciones se imponen hoy en el derecho comparado a los socios que obstaculizan la capitalización de pasivo para superar la crisis y lograr la viabilidad de la actividad.

Nuestra legislación autoriza una funcionalidad con suficiente libertad, y particulares normas imperativas en torno a evitar el daño, con acciones de responsabilidad de terceros o de socios, incluso de inoponibilidad de la personalidad jurídica o descorrimiento del velo, una peculiar regulación por la sociedad de actividad ilícita disponiendo su liquidación, con responsabilidad si hubiera déficit y extinción de dominio para el Estado de los sobrantes. Superan a las normas de responsabilidad penal de las Personas Jurídicas, y a los proyectos de extinción de dominio.

La situación patrimonial de los apartados 4 y 5 del art. 94 LGS marcan una situación de infrapatrimonialización, que deberían ser detectadas en el balance anual y anticipatoriamente en la Memoria conforme expresa disposición legal. Y las soluciones son *intra* societarias. Pero en la práctica concursal se desconoce este régimen... Por eso hemos escrito con Juan Carlos Veiga sobre ello, refiriéndose a “El Contraderecho” o costumbres *contra legem* en los procesos concursales de sociedades, pensando en un derecho societario de crisis.

Y estas normas imperativas de la ley general de sociedades son aplicables a las SAS conforme los arts. 55 y 56 de la ley de su creación, que imponen todas las normas de la LGS sobre disolución y liquidación.

Lo destacable es la viabilidad... He escuchado y leído sobre resoluciones de una repartición local en un sentido y jurisprudencia en uno u otro sentido conforme sea de jurisdicción comercial o contencioso administrativa.

No tengo duda de la libertad bajo responsabilidad, como la han delineado mis viejos queridos colegas presentes, pero doy un mensaje alentador, si en algún remoto lugar de la República se impidiera u obstaculizara operar a las SAS, recuerden que los recibirá la sociedad simple donde pueden pergeñar cualquier modalidad de relaciones mientras sea una sociedad, incluso unipersonal, sin necesidad de enunciar capital alguno.

Y la viabilidad puede estar asegurada de múltiples formas, *crowdfunding*, un préstamo participativo del art. 1531 CCC, o un negocio en participación por suerte alejando de la

nomenclatura de la sociedad accidental que tanto daño causó al generar temor, u otras formas previstas en los arts. 1648 y ss. del Código... Hasta la idea del *pool finance* en el grupo de sociedades, ordenado por un *Smart contracts*, alejándonos de los cuestionados apalancamientos o *leverage buyout*.

La misión de todos los presentes es enseñar el camino, que no hay límites a la autonomía de la voluntad para organizar una sociedad, sólo no dañar y por eso debemos ilustrar a administradores societarios y socios que no deben dañar para no asumir responsabilidad, que no pueden trasladar los perjuicios a los terceros como se suele efectivizar en concursos, que se debe negociar de buena fe como impone el art. 1011 CCC, que hay que volver al viejo corazón del derecho mercantil a verdad sabida y buena fe guardada, con inmediatez en la solución de los conflictos como en los puertos medioevales.

La infracapitalización refiere a una zona gris, hoy señala gran parte de la doctrina y algunos fallos la infrapatrimonialización, como una línea roja que en las sociedades puede causar daño, y por tanto que debe ser reparado...

Sigamos trabajando en esa “libertad bajo responsabilidad” que será el lema del próximo Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, en la Ciudad de Córdoba, en octubre del año próximo, bajo el palio de la Academia y la Universidad, todos unidos pensando como colaborar con el país y la actividad empresarial, para generar riqueza y empleo... La continuidad está asegurada, y quiero darles buenas noticias en este mar de inseguridades. Tucumán que nos cedió el lugar a Córdoba para generar la repetición cada quince años –por eso el Iberoamericano de la Insolvencia se repetirá en Córdoba en 2030-, gracias Juan Carlos, tomará el 2025, e *in pectore* tengo el nombre de las Instituciones que asumirán la realización en 2028... pero concluyendo tomo la nota que resucita el espíritu de 1992... Recuerden que en esa ocasión todas las Instituciones académicas y universitarias suscribieron el compromiso de realizar anualmente las Jornadas Nacionales de Institutos de Derecho Comercial, asumiéndolo Juan Carlos Veiga en 1993 y congruente con su perseverancia el último, el vigésimo primero se hizo en mayo de 2016 en Tucumán. La idea que resucitan la Universidad Austral unida al Instituto Argentino de Derecho Comercial, es asumir, en una nota que me dirigen y que me hizo emocionar por lo que institucionalmente significa, se ofrecen a reasumirlas trianualmente, en el intervalo que dejan los Societarios y de la Insolvencia, organizando esas Instituciones las XXII Jornadas Nacionales de Institutos de Derecho Comercial en 2023 en el Campus de esa Universidad en Pilar...Gracias en nombre de todos Sebastián Balbin y Marcelo Barreiro... No sé si en el 23 o en el 30 podré o estaré para acompañarlos, pero los objetivos del sensacional grupo de trabajo que todos ustedes constituyen en la vocación intelectual y la seguridad institucional, que aleja de personalismos y asegura el perfeccionamiento, más que de las normas del pensamiento interpretativo a través de escucharnos y de la disidencia fecunda... Muchas gracias por estas Jornadas, donde hemos aprendido, he aprendido y así se cumple mi visión de que todos hemos sido homenajeados, los que ayudamos a asegurar las raíces y los troncos, que somos muchos de los presentes, pero particularmente las flores y los frutos que nutren, y lo han hecho con eficiencia en estas Jornadas, ese viejo corazón del derecho comercial. Un abrazo enorme... Gracias... gracias... gracias.

**“LAS NORMAS IMPERATIVAS DEL DERECHO SOCIETARIO Y DEL CÓDIGO CIVIL Y COMERCIAL.
PARTICULARIDADES ANTE LA CRISIS”¹⁰⁹**

Efraín Hugo Richard

Después de escuchar a Dasso, con su particular visión, y Palmero con su construcción sistémica, poco queda... Pensé que Dasso iba a referirse a la imperatividad del reintegro, tema que nos separa con Fushimi... no a la pandemia en la que centró su exposición.

No nos habíamos coordinado, y esto me deja ¿Hasta dónde la autonomía de la voluntad para organizar el estatuto de una sociedad? ¿sea uni o pluripersonal? Estamos frente a relaciones de organización, específicamente personalizadas por el art. 145 CCC... y confirmado por el art. 141 CCC.

¿Hay límites a esa libertad? En primer lugar, la tipicidad de primer grado, o sea tiene que haber sociedad y no otra relación... El art. 1 y el 13 LGS perfilan esos límites, pudiendo analizarse ... y lo confirma el art. 141 CCC.

El contenido estricto del acto constitutivo referido en el art. 11 y de su publicidad art. 10 LGS, imponen referirse a si los mismos delimitan esa libertad o imponen necesariamente esa organización y declaraciones. Anticipo mi respuesta negativa en esta rapidísima lluvia de ideas...

El art. 150 CCC da una pista... las normas imperativas constituyen un límite.... Pero ¿constituyen un orden público? Es opinable.

Quizá el tema debe afrontarse desde el año 2015 con nuevos argumentos: la tipicidad de segundo grado...

No busquen en las SAS esa libertad, que sin duda rompe moldes con una sociedad típica, sino con el régimen de las sociedades irregulares, del actual art. 21... la sociedad simple como la catalogaron Rafael Manóvil y Soledad Richard. La nueva regulación de la ahora llamada Ley General de Sociedades corresponde a una instrucción de Aida Kemelmajer, Elena Highton y Ricardo Lorenzetti, y a una construcción académica de Rafael, Horacio Roitman y mía.

Ahora el contrato es siempre oponible entre las partes y también frente a terceros que lo conocieran, sólo una diferencia formal con las sociedades inscriptas, su personalidad está reconocida erga omnes, en las de la sección IV sujeta a prueba, fácil de lograr en cuanto actúen legalmente, la CUIT, la cuenta bancaria. ¿Qué puede quedar incluida además de la sociedad de los tipos previstos no inscripta? Una sociedad de hecho.... Una sociedad civil que siempre pudo tener objeto civil y comercial, la prohibición de tener actividad civil era para las sociedades comerciales y fue derogada en el año 72.... Una sociedad rara... Objeto necesariamente actividad empresarial ... Obviamente las de mera administración de cartera, previstas en el art. 31. LGS.

¹⁰⁹ Intervención en el conversatorio que con el mismo título reunió a Ariel Ángel Dasso, Juan Carlos Palmero y Efraín Hugo Richard, donde intervino protagónicamente Rafael Manóvil, y que Richard en su desgravación introdujo la temática del debate y algunas notas, desarrollado el 17 de noviembre de 2021, bajo el palio de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba y el Departamento de Derecho Comercial de la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Córdoba, en el cierre de la labor académica del año y de una serie de 24 conversatorios dirigidos por María Fernanda Cocco, Daniel Truffat y José Fernando Márquez.

Y un punto central: ¿debe expresarse el capital? Recuerdo el fallo de Butty en Vecca Construcciones SRL. Los registradores suelen exigir montos mínimos no exigidos por la norma. Pero ¿quién puede determinar el monto correcto? Sólo el plan de negocios de los constituyentes cuando deciden generar la nueva persona jurídica, como vehículo para un nuevo emprendimiento. Su futilidad será discutida mañana por Vitolo, Araya y algún otro jurista. Futilidad en su rol de garantía y de productividad.

El sistema de las simples sociedades sólo requiere en el art. 23 la individualización de los socios y su “participación” si quiere registrar bienes.... Coherente con el 142 CCC que determina que la personalidad se genera desde su constitución, perfeccionaría desde su actuación, pues si el estatuto constitutivo queda guardado no tendrá exteriorización en el mundo jurídico. Pero sobre todo señalar que no estamos en la época del octroi o del decreto presidencial...que lo viví.

Lo importante es la viabilidad frente a la libertad de pergeñar la persona jurídica. Negocio en marcha al decir de los colombianos...Y esa viabilidad se señala en todas las Directivas.... ¿Se referirán a la crisis? Sin duda sí, para afrontarla tempranamente.

Lo importante es un patrimonio apto para la gestión. Pienso en la gestación de los préstamos participativos regulados en el art. 1531 CCC, en negocios en participación, crowdfunding, compraventas programadas con pago diferido y entrega diferida... acciones privilegiadas rescatables, obligaciones convertibles...

De mitifique como imperativa la noción del capital social. ¿Pero que normas imperativas existen? En recientes coloquios todos, con diferentes criterios sobre otros temas, coincidían en aquellas que defienden a terceros. Yo agregaría a las que defienden la viabilidad de la actividad empresarial. Así en la SAS, incorporadas dos años después que la sociedad simple, en los arts. 55 a 56 de la ley de emprendedores, señala que las previsiones sobre disolución y liquidación de la Ley General de Sociedades les serán aplicables. Son supuestos de crisis instalada... Graves, que superan una mera cesación de pagos...

Me refiero a causales de disolución, que si bien no imponen plazo alguno para adoptar soluciones, ni imponer la etapa de liquidación, generan alarmas para asegurar la viabilidad y limitar eventuales daños a terceros. Me refiero imposibilidad sobreviniente de cumplimiento del objeto social de carácter patrimonial, económico, financiero o funcional, o la pérdida total del capital social –única en el derecho comparado, que anticipan ante pérdidas parciales.

La pérdida del capital social puede generar una zona gris, pero la constatación de un patrimonio negativo marca una línea roja: la unánimemente preocupante infrapatrimonialización.

Son causales de disolución, no imponen plazos, dan soluciones en forma de opciones imperativas contenidas en el art. 96 LGS y congruente con la libertad de acción, establecen la responsabilidad del art. 99 LGS y su persistencia en los supuestos del art. 100 LGS.

Y aquí se abre una multiplicidad de temas.

Cuando la sociedad esta, e incluso cuando se considere que estará, en cesación de pagos, o sea activo corriente insuficiente para atender el pasivo corriente, puede –subrayo el puede- por actuación del órgano de administración, previsor, ratificado posteriormente por el órgano de gobierno. La administración no está obligada a concursarse ni tiene plazo para ello, hace a la previsibilidad de como afrontará la solución. Un escudo protector como hemos señalado en numerosas presentaciones y lo ha sostenido el IIDC en su Primera Recomendación.

Pero si el tema es más grave, infrapatrimonialización, el camino para resolverlo, concurso mediante o no, está marcado imperativamente por el art. 96 LGS, bajo el riesgo de que asuman responsabilidad solidaria y socios “en su caso”. Como bien señaló Manóvil en el conversatorio no es por la responsabilidad del tipo, sino de aquellos socios que consintieron la situación. Ese “defecto”, terminología que usa el mismo art. 150 CCC -señalando que comparto las interpretaciones específicas y genéricas que ha sistematizado Juan Carlos Palmero en este conversatorio-, está atendido por las normas imperativas del CCC, que en el art. 167 *in fine* CCC aclara la ambigua expresión del art. 99 LGS. expresando, en el párrafo 3 sobre Disolución y Liquidación de las Personas Jurídicas privadas, norma sobre el mismo tema, aclarando el alcance subjetivo: “En caso de infracción, responden ilimitada y solidariamente sus administradores y aquellos miembros que, conociendo o debiendo conocer la situación y contando con el poder de decisión necesario para ponerle fin, omiten adoptar las medidas necesarias al efecto”.

El o los socios que tienen poder para evitar el daño que generará a los acreedores sociales daño por la insuficiencia patrimonial de la sociedad deudora, aparecerán por omisión o acción causantes, y por tanto deberán responder. Son normas expresas, imperativas, de la LGS y CCC que se engarzan en la teoría general de la responsabilidad, con especificidad en las normas sobre personas jurídicas y sociedades (relaciones de organización).

Y el art. 100 LGS admitiendo la conservación de la actividad empresarial aún frente a la liquidación mantiene esa responsabilidad, que evidentemente se mantendría en la liquidación.

Hemos revisado dos situaciones de crisis de sociedades diferentes, la precoz autoriza más no impone el concurso, la grave impone conductas en forma imperativa, bajo el riesgo de generarse responsabilidades si hay daño.

Así las cosas, en esta lluvia de ideas, cuando intentamos referirnos a las normas imperativas estamos marcando los límites de esa autonomía de la voluntad. Nuestro lema ha sido siempre “libertad bajo responsabilidad”. Y esa libertad debe reconocerse, determinando a su vez sus límites. Es notable el ensayo del español Cándido Paz Ares sobre la libertad contractual en el derecho de sociedades¹¹⁰ donde cuestiona la construcción “institucional”, que nos permitimos calificar más bien como “tipificante”, del nuevo régimen legal de la SRL en España, abogando por la libertad estatutaria y una inteligencia restringida de las normas imperativas cuya alteración generarían una ilicitud. Reflexiona “que la creciente reducción del papel de la libertad contractual en el ámbito de las sociedades de capital obedece sobre todo a nuestro modo tradicional de entender y de hacer el derecho de sociedades”. Hemos visto que en nuestro país se ha superado ese esquema. Si tomamos de ese autor las ideas de que “para reconocer la realidad es preciso deformarla” y que “La sociología del conocimiento nos indique que en la naturaleza del paradigma está el escapar de una definición precisa”, compartimos ese desafío. Subraya los prejuicios paternalistas frente a la libertad, incluso respecto a los derechos individuales de los socios, la normativa societaria es en gran medida subsidiaria de una distinta regulación estatutaria de organización. Paz-Ares señala “La resistencia de la doctrina a admitir cualquier diseño anómalo –el aumento mixto, el capital autorizado, la atribución en los estatutos a terceros de un derecho a capitalizar la deuda...es en efecto notoria”. Son las resistencias a pensar diferente, integrando normas, que incluso se advierte en la jurisprudencia. El CCC ha introducido cambios notables que no podemos soslayar, particularmente

¹¹⁰ Cándido Paz-Ares “¿Como entendemos y como hacemos el derecho de sociedades? (Reflexiones a propósito de la libertad contractual en la nueva LSRL)” en la obra AAVV de su dirección *TRATANDO DE LA SOCIEDAD LIMITADA*, Madrid 1997, Fundación Cultural del Notariado.

integrando el sistema jurídico como requiere el Título Preliminar y la norma fundamental que se introduce en torno a las personas jurídicas en el art. 150.

En lo que coincidimos, es que todo lo referido a ciertas causales de disolución y la liquidación, como la falta de patrimonio necesario, son normas imperativas, opinablemente de orden público, irrenunciables e inderogables. Si fueron de orden público las sucesivas resoluciones que suspendieron como causal de disolución la pérdida del capital social, como señaló Palmero, pero ya ha fenecido el 31 de diciembre de 2020.

El art. 1° LGS que tipifica la relación de organización personificante sociedad dispone en forma imperativa que las pérdidas serán soportadas por los socios. A salvo la autonomía de la voluntad de remover la causal reintegrando el capital social en el caso. Esto es coherente con el criterio de la Comisión presidida por Jopp Winter, el riesgo en la crisis patrimonial de la PH es de sus acreedores, en el caso de sociedad es de sus socios.

No hay duda que el límite es que la sociedad no se transforme en una organización dañosa, afectando derechos de terceros.

Si la norma no es imperativa, genera una disponibilidad, o sea la posibilidad de pactar de diferente forma de la norma que actúa sólo a falta de regulación privada... ¿Podrían los constituyentes de una sociedad pactar en el estatuto que si la persona jurídica societaria pierde el capital social esa causal de disolución deberá ser afrontada por los acreedores? ¿Se aceptaría por los órganos de control (administrativos o judiciales) inscribirla con tal cláusula? Y si se la hubiera rechazado, eliminándola del Estatuto, ¿podrían los socios en el momento de aprobarse un balance del que surgiera la constatación de la pérdida patrimonial -sin ninguna observación contable- decidir que continuarían el giro sin reintegrar ni capitalizar por si, por terceros y acreedores, disponiendo que la sociedad sea concursada y se requiera una quita a los acreedores? ¿O que se concursara la sociedad para que los acreedores asuman la pérdida sin recibir ninguna contraprestación? Recurrimos a Héctor Cámara que apostillaba “El principio de conservación de la empresa no constituye una patente de coro para la gestión empresarial”.

Hoy el art. 2 CCC impone una visión sistemática y constructivista, que muestre la integridad de los efectos que se generan y la forma de evitar dañar.

Es congruente el art. 1° LGS que dispone que las pérdidas deben ser afrontadas por los socios, con la legislación comparada y el informe Winter¹¹¹, ratificado por el art. 106 LGS. Aún en liquidación la sociedad podrá concursarse -art. 5 Ley 24522 CQ-. El ejercicio de la opción esta a su vez condicionado por el art. 100 de la misma ley a la “viabilidad económica” de la sociedad. No son normas disponibles que puedan ser alteradas por el Estatuto social o una resolución de su órgano de gobierno.¹¹² Los riesgos de la actividad societaria no pueden ser transferidos por los socios a terceros.

Los acreedores de una sociedad en crisis deberían tener el mismo tratamiento, derechos y tutelas que los accionistas de una sociedad solvente, pero se encuentran en la misma situación de

¹¹¹ Ese informe es el resultado del trabajo realizado por el “Grupo de Alto Nivel de Expertos en Derecho de Sociedades”, presidido por Jaap Winter, con el doble objetivo de iniciar una discusión sobre la necesidad de la modernización del Derecho de Sociedades y elaborar una serie de recomendaciones destinadas a crear un nuevo marco regulador de las sociedades cotizadas.

¹¹² “EL LABERINTO DE LA PÉRDIDA DEL CAPITAL SOCIAL Y SU REMEDIACIÓN”, citado.

inversores sin derecho¹¹³. Por otra parte, no se trata de proteger a los acreedores, sino a la continuidad de la actividad empresarial viable, protegiendo el empleo, y así también a los acreedores y los socios.

La sociedad inviable no contiene una empresa conservable en su seno. En síntesis, la tendencia de la conservación de la empresa que marcó toda una época del Derecho Concursal¹¹⁴ se introduce al Derecho Societario. No se piense que el Juez debe juzgar sobre el punto.

A su vez conservarla viable –que esta es la única empresa tutelable, absolviendo el estado de crisis, evitando que se instale al avizorarla o instalada, conforme las conclusiones de la 45ª Sesión de Trabajo de UNICITRAL de 2.014¹¹⁵, en la que se acordó (1) “El objetivo de la presente Recomendación es garantizar que las empresas viables con dificultades financieras, cualquiera que sea su ubicación en la Unión, tengan acceso a unos marcos nacionales de insolvencia que les permitan reestructurarse en una fase temprana con el fin de prevenir la insolvencia... Estos son los objetivos que señalan unánimemente el Banco Mundial, las Directivas Europeas y toda posición sensata como lo previmos en 2012 con Manóvil y Roitman, para que se resguarde la viabilidad y no en el negocio de los socios. Recientes trabajos recibidos de juristas españoles, colombianos y uno de Stefania Pacchi muestran la identidad del derecho comparado sobre esta estrella polar que debe guiar...

Se trata simplemente de adelantarse a la cesación de pagos, evitar la insolvencia y la infrapatrimonialización y que los socios transfieran el riesgo a los acreedores, con soluciones abusivas, al decir de la Fiscal General y de varios casos de jurisprudencia....

Voy a agregar algo. Leo textual se incentiva “la puesta en marcha de mecanismos encaminados tanto a prevenir o superar la situación de insolvencia, eludiendo, en la medida de lo posible, la declaración de concurso (los conocidos como institutos concursales...) Precisamente... la expresa previsión en nuestra LC de la capitalización de créditos o, en su terminología anglosajona, *debt equity swap*, como posible integrante de los acuerdos concursales.... Ahora bien, este expreso reconocimiento en la normativa, en los términos previstos actualmente... alguna *atención debe darse* a los requisitos que, desde un punto de vista societario, ha de revestir el acuerdo de aumento de capital necesario para la capitalización de créditos prevista. Pero yendo más allá, ... también se introdujo el controvertido régimen de responsabilidad de los socios del deudor, que puede resultar en su condena a la cobertura, total o parcial, del déficit concursal resultante de la liquidación”.

Esto podría creerse de mi pluma, pero corresponde a la española Ascensión Gallegos Córcoles en su libro de 2019 referido a la reforma a la ley concursal española de concursos y refinanciación.

La capitalización la imponía la ley argentina de sociedades en el año 72 y la concordancia se mantuvo en las leyes 19551 –contemporánea a la de sociedades- y 24522 de hace 26 años.

Sigue en su apología la colega española “...pone de manifiesto cómo la intención de nuestro legislador es impulsar, casi a toda costa, la capitalización tanto en sede concursal como preconcursal, ya que la misma se ha mostrado particularmente idónea como medida de saneamiento financiero... especialmente idónea para la superación de crisis empresariales. ... En

¹¹³ STANGHELLINI, Lorenzo *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi* Rivista delle Società anno 49º 2004 settembre-ottobre fascicolo 5º, Editorial Giuffrè Milano, pág. 1079.

¹¹⁴ ROJO, Ángel en Prólogo de “El INREC en devenir pretérito y actual del Derecho Concursal Comparado”, de BARO, Alejandro y otros. Ed. Inca, Mendoza, República Argentina, p. 17.

¹¹⁵ United Nations Commission on International Trade Law, Grupo 5, Derecho de la Insolvencia, celebrada en Nueva York los días 21 a 25 de Abril.

efecto, además de producirse un incremento del patrimonio neto que lo acerca al capital social, evitando caer en una situación de disolución por pérdidas..., la misma genera un incremento de liquidez, reduce los costos financieros derivados de la satisfacción de los créditos y mejora la *ratio* de endeudamiento de la sociedad, por cuanto permite a ésta, aplicar para otros fines los fondos que habría de destinar al pago de las deudas que se extinguen como consecuencia de la capitalización. Cuando quizás es prácticamente imposible obtener financiación ajena, de ello se derivan *nuevas disponibilidades financieras* para las sociedades que le permiten la continuación del ejercicio de la actividad empresarial. La continuación del desarrollo de la actividad empresarial que de esta forma se posibilita puede generar los ingresos necesarios para la satisfacción de sus créditos. A su vez ello se sitúa en la base de las expectativas de beneficios para los socios...”

¿Hay alguna duda de identidad con nuestro sistema jurídico-económico? Sigo leyendo “... Mencionable, es también, la eventual responsabilidad del socio a cubrir total o parcialmente el déficit concursal en caso de rechazar a la capitalización a la que acabamos de referirnos. Sin prejuizar, por el momento, la medida, su previsión pone claramente de manifiesto cómo el legislador busca fomentar las capitalizaciones de créditos por la vía en este caso de *disuadir* al socio de votar en contra ante la *amenaza* de verse sujeto a responsabilidad.”

Los he sorprendido con esta transcripción, que apuntala nuestra posición minoritaria doctrinal. Y ahora a su engarce normativo, sin mirar el pasado sino a partir de la reforma del CCC y de la LGS, cuya integración nos permite afrontar la cuestión de las dificultades económico financieras, la cesación de pagos y la infrapatrimonialización con un claro sistema normativo.

Sigue la española “Al margen... también es posible que surja un auténtico mercado de créditos que lleve a la adquisición derivativa de éstos por parte de quien persigue a través de ello rentabilizar dicha adquisición una vez restablecida la viabilidad económica de la sociedad deudora...”

No hay duda que los acreedores podrían obtener algo más que sus menguados créditos por quitas y esperas, en ese mercado, sobre todo por la viabilidad lograda, y el despeje financiero.

Las soluciones societarias permiten integrar socios interesados en el plan de negocios, en reflotar la actividad afectada, compartiendo con los originales socios –que son los que tratan de impedir esa integración con las quitas, contrarias al sistema societario-. Bajo el principio de buena fe del art. 9 CCC, Daniel Truffat escribió¹¹⁶ “Con respeto a la propuesta concordataria propiamente dicha, extraigo ...tres consecuencias básicas, en tanto y en cuanto se pretenda preservar la moralidad de tal medio de superación de la cesación de pagos: La necesidad de que la solución preventiva a obtener importe aquella que la doctrina argentina –tomando una frase feliz de la ley 25.561- denomina: “*el esfuerzo compartido*”. Es literalmente inmoral que la solución concordataria devuelva al empresario (en general en sociedades de capital, a los accionistas de la concursada) una empresa revitalizada y que todo el daño emergente de la cesación de pagos recaiga “en exclusiva” en los acreedores del sujeto así salvado. Esa posibilidad importaría consagrar el enriquecimiento incausado en favor de los antedichos”.

Rescatemos la función del sistema concursal como escudo protector ante la cesación de pagos, de actuar preventivamente ante esa invocación, incluso sin probarla, implica el advenimiento de un escudo de protección, lamentablemente usado tardíamente, ante la infrapatrimonialización, y con el claro objetivo de transferir el riesgo y el daño a los acreedores, enriqueciendo a los socios con

¹¹⁶ TRUFFAT, Daniel “La abusividad de la propuesta y la moralización de los concursos en lo atinente –precisamente- a la oferta del deudor”, en Segundo Congreso Iberoamericano de Derecho Concursal, Mérida, Estado de Yucatán, México.

quitas expresas y otras encubiertas por el plazo de tramitación y la espera desmesurada que se pretende, aún con intereses que no cubren la inflación.

Como Karsten Schmidt, Gallego Corcóles y tantos otros apostamos al análisis de la problemática en un derecho societario de crisis poco enseñado ¿O se pretende preparar la legislación para generar concursos de sociedades para que los acreedores asuman la pérdida sin recibir ninguna contraprestación? La obstaculización de administradores y socios a la capitalización de créditos para evitar la crisis les genera responsabilidad.¹¹⁷

Ante la eventual insuficiencia del capital social, que hace a un tema de infrapatrimonialización, que es una zona gris, se abre una línea roja, las “red flags”, pues cuando el balance como declaración unilateral de verdad es aprobado por la asamblea indicando que el patrimonio neto es neutro o negativo significa que el patrimonio es negativo, que se ha perdido el capital social.

En tal orden Karten Schmidt exponía “En la mayoría de los países del mundo muchas de nuestras cuestiones de responsabilidad son tratadas como elementos del Derecho Concursal. En parte eso se basa en la observación correcta, que las cuestiones de responsabilidad entran en vigencia en los casos de insolvencia. ...En Alemania, donde prevalecen los pensamientos sistemáticos en el Derecho, la tendencia hasta ahora era la contraria: la mayoría de nuestras cuestiones actuales de responsabilidad son clasificadas como elementos del Derecho Societario –no del Derecho Concursal–, aun si como parte actora comparece un síndico de concurso. En el año 2000, en el Segundo Congreso Iberoamericano¹¹⁸ expuse el motivo por el cual en Alemania hasta el momento lo vemos así... En la actualidad todavía considero correcta esta apreciación sistemática del Derecho. Los derechos y obligaciones de los cuales hablamos, por cierto no resultan del procedimiento de insolvencia....”. La doctrina italiana reiteraba que la reforma de la legislación concursal omitió una regulación orgánica de la crisis y de la insolvencia de la sociedad, perpetuando una laguna de la legislación concursal hace tiempo criticada por la doctrina¹¹⁹.

Cierro recordando los trabajos en común con el presente Juan Carlos Veiga, donde señalamos estas normas imperativas antes de la existencia del art. 150 CCC, catalogando como EL CONTRADERECHO a las costumbres contra legem que se suscitan en los concursos de sociedades... Los esperamos en Córdoba, octubre 2022 al nuevo Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa que se desarrollará, como anunciamos en Rosario en 2019 bajo el lema “Libertad bajo responsabilidad”.

¹¹⁷ GALLEGO CÓRCOLES, ob. cit. pág. 381.

¹¹⁸ SCHMIDT, Karten “El derecho empresario y el derecho concursal” en *De la Insolvencia Segundo Congreso Iberoamericano* AAVV directores Junyent Bas-Rodríguez Pardina-Richard, Ed. Advocatus, Córdoba 2000, tomo III pag. 751 y ss..

¹¹⁹ NIGRO, A. “Le società per azioni nelle procedure concursali”, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 9º, Torino 1993, 209 ss.

“LA ABSTRACCIÓN CAMBIARIA EN JAQUE: EL PAGARÉ DE CONSUMO”¹²⁰***Maria Emilia Villar Rodríguez*****INTRODUCCION**

Actualmente en el país, gran parte de nuestra población, ya sea por motivos culturales o socio-económicos, se ha encontrado con una gran dificultad para poder acceder al crédito. Esta situación, sumado a la gran necesidad que provoca el mercado consumista en el que estamos inmersos, ha llevado a que la gran mayoría busque alternativas de financiación con el objeto de poder acceder a ciertos bienes o servicios que de otro modo serían de imposible adquisición. De esta manera, la abultada cantidad de oferentes (empresas proveedoras) de los mencionados bienes comenzaron a ofrecer a los consumidores distintas opciones crediticias -a sola firma- mediante el ocultamiento disimulado de información, induciendo a que estos últimos suscribieran en muchas oportunidades como garantía del cumplimiento de las obligaciones contraídas a raíz de la compra del bien, -o de la toma de un crédito por dar un ejemplo- pagarés con insensatas tasas de interés, desconociendo en muchas ocasiones el valor real (al contado) de lo adquirido o el valor final de lo que deberá reintegrar o abonar.

Lo cierto es que este mecanismo, resultaba de gran utilidad para las empresas proveedoras, ya que por un lado se aseguraban aumentar el caudal de ventas y por el otro para el caso de que el deudor no cumpliera, tendría de respaldo pagarés firmados que, al ser títulos ejecutivos de fácil y rápida realización, procurarían el cobro inmediato del crédito, y lo más importante, gozaban del especial carácter de la abstracción por lo que la justificación de la causa no era requerida.

La abultada cantidad de situaciones controvertidas y desventajosas que derivaron de estas prácticas abusivas (atento a la ambigüedad de circunstancias que pudieran presentarse), condujeron a que se discuta con énfasis sea a nivel doctrinario como jurisprudencial, la procedencia de la abstracción cambiaria para los casos en que se intentara el cobro ejecutivo de pagarés derivados de una situación de consumo o mejor conocido como pagaré de consumo generando debates de todo tipo y fallos contradictorios causando inseguridad jurídica y poniendo en jaque el mencionado carácter dicho título cambiario.

Esta discusión deviene fundamental para la tutela del ordenamiento jurídico y el régimen aplicable a los consumidores, ya que como lo expone el Dr. Francisco Junyent Bas (2013), el sistema cartular ha visto limitado su campo de actuación al ámbito del Derecho Comercial, espacio natural en el cual se originó y desarrolló, pero que la práctica abusiva del sector crediticio, impuso paulatinamente a los consumidores a fin de reducir y anular su capacidad defensiva, tornando lo excepcional en regla. Y que, la cuestión central está en la doble documentación que implica la firma del mutuo y del documento cambiario mejorando la situación del acreedor, parte fuerte de la relación y restringiendo el derecho de defensa del consumidor al verse obligado a concurrir a un proceso ejecutivo con excepciones tasadas en clara violación a los arts. 37 y 38 del plexo consumeril.

De todas formas, citando al mismo autor, cabe señalar que se está trazando jurisprudencialmente el camino adecuado para hacer efectiva la prevención y tutela del núcleo familiar, a fin de evitar el sobreendeudamiento y sus efectos nocivos y evitar la pléyade de pequeños concursos de empleados y cuentapropistas, ante cada crisis cíclica que el sistema económico de

¹²⁰ Trabajo final de Segundo año de Adscripción (cfrme. Memorandum Decanal 09/13) Adscripta: Maria Emilia Villar Rodríguez - Cátedra B Titular Dr. Francisco Junyent Bas Facultad de Derecho – Universidad Nacional de Córdoba

acumulación de riquezas genera como pauta necesaria de recreación y permanencia (Junyent Bas, Francisco, "En torno a los llamados "pagarés de consumo". A propósito de las operaciones de crédito y la titulización de operaciones cambiarias", Revista de Derecho Comercial del Consumidor y de la Empresa, año IV, número 4, La Ley, Buenos Aires, 2013).

Breve introducción acerca del "posible" fraude a la ley mediante el pagaré de consumo

Si bien los títulos cambiarios surgieron en un principio entre comerciantes, no debemos soslayar que el derecho comercial es un derecho eminentemente consuetudinario y la costumbre había llevado a la propagación de este tipo de herramientas en un ámbito mayor al de los comerciantes. El aseguramiento del cobro por una vía más rápida no constituye una actividad en fraude a la ley. Sostener lo contrario implicaría que todo tipo de garantía de cobro sea una actividad fraudulenta, cayendo entonces las ejecuciones prendarias, las hipotecarias, etc. (de la ponencia "¿La muerte del juicio ejecutivo en manos del derecho de consumo?", elaborada por el Dr. Santiago Rodríguez Junyent).

Tal como lo plantea el Dr. Junyent Bas (2013) ¿Puede validarse la doble documentación en las operaciones de créditos con consumidores? Así ha dicho al respecto que es necesario analizar si el título de crédito puede constituirse válidamente como una herramienta para titular la operatoria crediticia reglada en el art. 36 de la LDC y que la respuesta no es fácil y el propio precepto parece impedirlo.

En este aspecto, Álvarez Larrondo y Rodríguez (2012) manifiestan que no se debe soslayar que el artículo 36 de la ley 24.240 actúa como una herramienta de política económica estatal, que busca proveer de información clara y precisa al consumidor, intentando combatir el sobreendeudamiento al que se expone el mismo, explicitando desde el inicio el tenor y la magnitud real de la deuda que en ese acto se está asumiendo, a fin de que pueda cotejar válidamente su capacidad económica (Álvarez Larrondo Federico y Rodríguez Gonzalo, La extremaunción al pagaré de consumo, La Ley 17.10.12).

A continuación y para mayor comprensibilidad de la cuestión, se cita un ejemplo traído a cabo por el Dr. Junyent Bas (2013) cfrme, cita a Álvarez Larrondo y Rodríguez (2012), puntualizando que, no es lo mismo decirle a un consumidor que habrá de pagar 60 cuotas mensuales de \$400, que desde la óptica del asalariado con remuneración fija le resulta accesible, que decirle que está asumiendo una deuda de \$24.000 que se mantendrán en tanto pague en término cada cuota y no sufra ninguna coyuntura que lo afecte en los próximos cinco años, monto además, que de compararse con un rodado, se descubrirá que equivale al 60% de un auto 0 km de baja gama. Así, un asalariado que cobra \$4.000 y que considera que un 10% de su salario mensual destinado a satisfacer ese deseo adelantado no hace mella en su economía, de seguro habrá de tomar conciencia del riesgo asumido y lo pensará más de una vez, cuando comprenda que está obligándose por 6 salarios completos. De tal modo, los autores citados ratifican que lo que busca el artículo 36: es que el consumidor tome cabal comprensión de la entidad de la obligación que está asumiendo y no se deje llevar por las técnicas del marketing.

Así continúa diciendo sobre el asunto Santiago Rodríguez Junyent que LDC debe ser aplicada con razonabilidad. La actual redacción de la misma contiene varias normas que implican un exceso en la protección del consumidor y debemos ser los operadores jurídicos quienes a través de la interpretación prudencial, fijemos los límites de dicha normativa a la luz de la razonabilidad de las mismas.

Jurisprudencialmente ha habido hitos que comenzaron a delinear un panorama de directrices que rijan la materia aquí tratada, entre ellos, la Sala de Mar del Plata in re "Carlos Giúdice S.A. c/ Ferreira Marcos de la Cruz s/ cobro ejecutivo del 2012 que con el voto de la Dra. Nélide Zampini concluye en la inhabilidad del título que se pretende ejecutar y rechaza la demanda. Más adelante pasaremos a analizar brevemente el fallo citado, pero acerca de su legitimidad y posible perjuicio anticipamos que se ha dicho que debe ubicarse también la posibilidad de analizar oficiosamente si el título presentado (pagaré) ha sido utilizado para enmascarar otra vía específica de cobro establecida por una ley de orden público, debiendo el Juez en su caso rechazar la ejecución y que aunque el pagaré cumpla los requisitos que establece el decreto ley 5965/63, y la ley procesal lo haya incluido expresamente entre el elenco de los títulos ejecutivos (art. 521 inc. 5 del CPC), no es posible utilizarlo para promover una ejecución si el contrato que le sirvió de causa requiere de ciertos requisitos que no aparecen cumplidos en el texto del título cambiario.

Refiere así el Dr. Junyent Bas que en este punto, la magistrada advierte la situación de —cobertura legal" violatoria del plexo consumeril y lo expone con claridad afirmando que —...Es que no hay mejor manera para sortear los recaudos que establece una ley tendiente a la protección de intereses superiores, que utilizar otras prerrogativas legales que —por atender a fines distintos— permite dejarlos de lado. Es allí donde debe estar atenta la mirada del juez, porque aun cuando no haya existido un pedido expreso de la parte contraria, debe contemplar si en el caso que se le somete a decisión no está comprometida una ley de orden público que, por poseer recaudos específicos, excluye la posibilidad de contemplar los más laxos que dispone la ley invocada por el demandante.

"En esa labor, si en un caso concreto observa que el título ejecutivo, aunque sea formalmente válido, es utilizado para el cobro de una deuda contractual que posee ciertos recaudos cuya comprobación no permite la vía ejecutiva debe rechazarse la ejecución".

Ahora bien, planteada la cuestión central de este trabajo, pasaremos a analizar el título cartáceo (pagaré), sus implicancias y su correlación (o no) con la Ley de defensa del consumidor y su —nuevo raigambre constitucional para establecer si es defraudatoria la modalidad de -doble documentación en las operaciones de créditos con consumidores.

EL PAGARÉ Y SUS CARACTERES: LA ABSTRACCIÓN

Para comenzar tenemos que recordar que el pagaré es un valor cartular *abstracto* por el cual una persona (librador o suscriptor o firmante) promete incondicionalmente pagar cierta suma de dinero a otra (tomador o beneficiario), en el lugar y fecha indicada en su texto (Villegas, 2004, p. 549).

Manifiesta Junyent (2010) que la doctrina en general admite que la definición o conceptualización jurídica más concreta y didáctica surgió de la genialidad de Vivante (Citado por Yadarola, M.) cuando expresó que título de crédito es el documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo que en él se expresa, y que dicha definición, contiene los elementos esenciales de los títulos de crédito, y continúa diciendo que, documento refiere a lo que se conoce como el fenómeno de la expresión literal e incorporación del derecho, es decir, el elemento personal a la cosa, hoy diríamos el soporte cualquiera fuera que deviene el elemento real, creándose, un nuevo instrumento, un instituto particular: el título de crédito, literal y completo, art. 1 y 2 del decreto ley 5965/63, autónomo y abstracto, arts. 17 y 18 y que vincula solidariamente a los firmantes, art.50 y que otorga acción ejecutiva directa y de regreso, arts. 46, y concs. de dicho cuerpo legal. Estamos frente a una promesa de pagar una suma determinada de dinero, a su

vencimiento, y que como papel moneda de los comerciantes se desvinculó del contrato de cambio que le diera origen en la edad media para titularizar determinados activos.

En tal línea, citando Gomez Leo y Aicega refiere que el pagaré, al ser un título de crédito, se halla informado de los caracteres esenciales de estos desde que media una vinculación existencial entre el derecho y el documento (carácter necesario), el derecho solo puede ser reclamado y atendido en sus términos textuales, con exclusión de las convenciones extrañas al documento, que han perdido toda relevancia jurídica (carácter literal), y se considerará nacido de modo originario en cada transmisión (carácter autónomo).

Es por ello que decimos que es común identificar al pagaré por su carácter literal, completo, abstracto y autónomo, que se basta a sí mismo, y se encuentra entonces desvinculado de la relación que le dio origen.

Cuando hablamos de la **literalidad** en el título de crédito, hacemos referencia a la necesidad de que en el documento figure con suma precisión el contenido, la naturaleza y extensión del derecho que en el surge, de manera tal que tratándose de un título valor, como es un pagaré, es válido única y exclusivamente lo que esté escrito en él, por consiguiente no es de recibo pretender exigir un derecho verbal que supuestamente las partes quisieron incorporar en el título de forma voluntaria pero que no consta en él. El acreedor no puede demandar ninguna circunstancia que no resulte del título, ni el deudor oponer límites o alteraciones al contenido de la obligación cartular que no resulten del título mismo (Escuti, 2002).

Nuestro Código Civil y Comercial en su Art. 1831 dispone bajo el título de "literalidad", que "el tenor literal del documento determina el alcance y las modalidades de los derechos y obligaciones consignadas en él, o en su hoja de prolongación". Dicho de otras palabras, el texto del documento es el límite preciso y exclusivo del derecho incorporado, por lo cual no puede ser ampliado ni restringido a tenor de otros documentos u otros derechos surgidos de eventuales relaciones extracartulares. (RICHARD, Efraín H. - ZUNINO, Jorge O., op. cit., pág. 36.).

El derecho de crédito que surge del título, es parte del mismo, se encuentra incorporado, adherido a él y debe estar correctamente determinado en el documento, es decir, el pagaré deberá bastarse a sí mismo, ser autosuficiente (completitud) sin que sea necesario para intentar su cobro otra cosa que su detentación material y posterior exhibición.

El carácter **autónomo** del pagaré, implica que la adquisición del título, y por ende, el derecho incorporado, se encuentra desligado de las relaciones preexistentes entre el deudor y poseedores anteriores.

El nuevo adquirente no ocupa la posición que tenían los anteriores poseedores, sino que adquiere un derecho autónomo -ex novo-. En alusión a este carácter el art. 18 del Dec. Ley 5965/63 reza: Las personas contra quienes se promueva acción en virtud de la letra de cambio no pueden oponer al portador las excepciones fundadas en sus relaciones personales con el librador, o con los tenedores anteriores. En consecuencia, el derecho de crédito del adquirente surge de poseer (tener) el documento y del tenor literal que surge del propio título, es por ello que para el tercero de buena fe (adquirente) es jurídicamente irrelevante la causa o el negocio que dio origen a la creación del pagaré que posee. El ya citado gran autor italiano Vivante, afirma que el derecho crediticio que deviene de este tipo de títulos cambiarios es autónomo, porque el poseedor de buena fe ejercita un derecho propio, que no puede ser limitado o demolido en virtud de las relaciones existentes entre los anteriores poseedores y el deudor (Vivante, 1936).

De igual manera nuestro el Código Civil y Comercial en su artículo 1816 bajo el título autonomía

indica que: "el portador de buena fe de un título valor que lo adquiere conforme con la ley de circulación, tiene un derecho autónomo, y le son inoponibles las defensas personales que pueden existir contra anteriores portadores.

El nuevo poseedor no pasa a ocupar la misma posición que tenía el transmitente si no que adquirirá el derecho incorporado en el título de modo ex novo, como si lo hiciera por primera vez.

No hay sucesión singular o derivación en la adquisición del título, por lo que, no rige el principio del art. 3270 del Código Civil que expresa que nadie adquiere un derecho menor, ni mayor del que tenía el que lo transmitió. En virtud de la autonomía para el tercero de buena fe es jurídicamente irrelevante si la obligación incorporada originariamente al documento representa el precio de una compraventa resuelta o viciada. La posición autónoma del portador impide hacer valer las excepciones personales de los anteriores poseedores. Esta autonomía requiere también la presencia de buena fe y la ausencia de mala fe o culpa grave, arts. 11 y 17, como, asimismo, que el portador no haya actuado a sabiendas en perjuicios del deudor demandado. Esta última alternativa es la que la doctrina denomina *exceptio doli* y que constituye una excepción válvula que ante el dolo del portador habilita la articulación de las excepciones personales con los anteriores tenedores del título. En esta línea, cita Junyent (2013) a Alegría (1975) manifestando que la autonomía explica la situación del acreedor cambiario pero que para interpretar la posición del deudor cambiario hay que recurrir al principio de independencia de la obligación cambiaria previsto en el art. 7 del Decreto-Ley 5965. Por su parte, *la abstracción importa la desvinculación con la causa del título, o sea, con la relación subyacente (Junyent, 2013).*

En resumen, podemos decir que el derecho incorporado al título es autónomo en razón de que cuando se transmite el mismo, corresponde al nuevo adquirente un derecho independiente de las relaciones personales preexistentes que hubieran podido existir entre anteriores poseedores (titulares) y el deudor, siempre que haya existido buena fe.

Asimismo el artículo 7 del decreto ley 5963/63 en clara alusión a este principio de autonomía e independencia del derecho que surge de la letra de cambio indica que si la letra de cambio llevase firmas de personas incapaces de obligarse cambiariamente, firmas falsas o de personas imaginarias o firmas que por cualquier otra razón no obligan a las personas que han firmado la letra o con el nombre de las cuales ha sido firmada, las obligaciones de los otros suscriptores siguen siendo, sin embargo, válidas.

En esta línea, cabe enfatizar que el carácter literal del título implica que el suscriptor queda obligado por lo que escribió, y los términos de su declaración de voluntad prevalecen sobre su intención, siendo los efectos trascendentes tanto para el deudor como para el acreedor.

Así, como la acción cambiaria hace referencia a la pretensión sustantiva que surge del tenor literal del título y no meramente al aspecto propiamente procesal, de manera tal que, Celestino Araya (citado por Cámara, 1971) afirmó que *la acción cambiaria comporta un poder jurídico propio del derecho cambiario*", así también, *cuando nos introducimos en las excepciones cambiarias hacemos referencia a las defensas nacidas del ordenamiento cambiario y no solamente a su articulación procesal.*

La temática planteada requiere entonces una labor de interpretación e integración del ordenamiento jurídico en análisis.

LA ABSTRACCIÓN CAMBIARIA

Se podría decir que uno de los signos más distintivos y característicos de los títulos cambiarios y

con ello del pagaré, es la **abstracción**, punto importante al que hemos querido hacer hincapié en el presente trabajo, ya que, a mi forma de pensar, es justamente uno de los motivos que hacen tan atractivos en el mercado actual la utilización de títulos cambiarios (cheques, pagarés, etc.) para la compra-venta de bienes y servicios. La abstracción cambiaria, no es otra cosa que la desvinculación del documento de la causa que le dio origen, esto implica que el acreedor poseedor de alguno de los títulos mencionados, podrá, en caso de incumplimiento, procurar su cobro sin tener que entrar en el detalle de manifestar la causa de la deuda o el negocio que dio origen a la creación del documento ya que en el mismo surge la existencia de un derecho de crédito a su favor y con ello un deudor obligado al pago de lo que literalmente se ha manifestado en el mencionado título valor.

CONCEPTO

Escuti lo ha definido como la desvinculación del documento a la relación causal. Con ello se facilita y asegura la adquisición y transmisión del documento en abstracto y del derecho a él incorporado, con el fin de evitar que su causa entorpezca el ejercicio de los derechos emergentes del título. Cuando el título es abstracto, al portador no se le pueden oponer defensas emergentes de la causa del documento. (Escuti, 2002, pag.16)

Asimismo, Gómez Leo ha conceptualizado los títulos abstractos como aquellos documentos cartulares (o cambiarios) que por estar jurídicamente desvinculados de su causa no deben mencionar, en su texto esencial, la relación fundamental extracartacea que dio motivo a su libramiento o transmisión, y en caso de que hicieran referencia a ésta en su tenor literal, ella resultaría, en principio, irrelevante en el ámbito de las relaciones cambiarias (Gómez Leo, 198. p. 176).

Asimismo, la doctrina define las obligaciones abstractas como aquellas que se encuentran desvinculadas de la causa (Mauricio L. Yadarola, op. cit., 167). De igual manera, el citado autor manifiesta, que el lado opuesto del problema de la causa, es el de la abstracción.

En resumen, podemos indicar que la abstracción de los títulos cambiarios implica la posibilidad de invocar el derecho de crédito que en él se encuentra incorporado con prescindencia de la relación fundamental o el negocio jurídico que le ha servido de causa para su libramiento o transmisión. En definitiva, la causa en títulos de crédito, por definición, es cambiariamente irrelevante.

Justamente como lo manifestamos supra, es esta característica la que hace del pagaré un título ejecutivo tan utilizado en la economía actual, puesto es de fácil realización y son limitadas las excepciones que el obligado al pago podría llegar a oponer en este tipo de procesos, haciéndolo un instrumento seguro para su cobro.

Por último, es importante remarcar que los principios que tipifican las obligaciones cambiarias rigen únicamente cuando el título ha circulado. Entre partes, no opera la abstracción cambiaria, que sólo aplica cuando el título entra en circulación, esto es, cuando coloca en vinculación a dos personas no alcanzadas por la relación subyacente, encontrándose una frente a otra por la sola virtud del título. A todo evento, la circulación del título mediante su transmisión por endoso es una circunstancia capaz de influir sólo en lo atinente a la imposibilidad de que el demandado oponga al portador las excepciones fundadas en relaciones personales con el librador o con portadores anteriores.

No se impide la indagación de la causa para otros fines distintos de las defensas o excepciones personales (Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial -29/06/2011 - Autoconvocatoria a plenario s/competencia del fuero comercial en los supuestos de ejecución de títulos cambiarios en que se invoquen derechos de consumidores).

DIFERENCIA ENTRE ABSTRACCIÓN Y AUTONOMÍA

Como derivación lógica de todo lo expuesto hasta aquí, surge claramente la similitud que hay entre el carácter autónomo y el abstracto de los títulos de crédito. Si bien son parecidos y en cierto punto van de la mano, podemos afirmar que se distinguen en su faz objetivo-subjetiva. Esto quiere decir que, mientras la autonomía implica prescindir subjetivamente de cada uno de los transmitentes del título ya que como se dijo, el adquirente obtiene un derecho —ex novo— no es posible oponer al tercero portador de buena fe los vicios, defensas y excepciones fundados en la persona que lo sufrió, mientras que la abstracción apunta a la faz objetiva que podrían surgir de indagar los vicios que pueda tener la causa que dio origen al título.

En este marco, consideramos que la abstracción cambiaria está sujeta a límites de índole constitucional y debe ceder cuando sea necesario para hacer efectiva la defensa de los consumidores y usuarios de bienes y servicios. En efecto, la indagación causal según Mariana Inés Meza (2014), dejando de lado la abstracción cambiaria propia de los títulos de crédito, se justifica a los fines de garantizar el acceso a la justicia del consumidor financiero o bancario, la efectividad en la ejecución de la sentencia y para evitar el fraude a la ley, consistente en la emisión de pagarés en operaciones con consumidores, en violación a la regla establecida por el art. 36 de la Ley 24.240. Por consiguiente, independientemente de la posibilidad que tiene el consumidor de articular una excepción, pensamos que el juez posee la facultad y el deber de aplicar de oficio la disposición de orden público, atributiva de competencia, resultante del art. 36 in fine de la Ley 24.240. De allí que la regla sobre competencia contenida en el art. 36 último párrafo de la Ley de Defensa del Consumidor importe privar de efectos al dispositivo contenido en el art. 1 del Código Procesal Civil y Comercial de Córdoba sobre prórroga de la competencia territorial, en los casos de ejecución de títulos cambiarios, cuando se encuentren involucrados los intereses de consumidores o usuarios. (Mariana Inés Meza, 2014, —Competencia en la ejecución de títulos cambiarios en operaciones de consumo: una ampliación de los límites del juicio ejecutivo, elDial.com - DC1DE7)

LA LEY DE DEFENSA DEL CONSUMIDOR Y SU ART. 36

Como bien sabemos, por la necesidad de la época y con el objetivo de finalmente brindar mayor seguridad jurídica y protección a los consumidores frente a las conductas abusivas de los proveedores mercantiles, surge en el año 1993 conjuntamente con la reforma constitucional del año 1994, la Ley 24.240 de Defensa del Consumidor.

Asimismo, con la reforma constitucional de 1994 se le asignó rango constitucional a la protección del consumidor al establecer en el art. 42 de la C.N. que —los consumidores y usuarios de bienes y servicios tienen derecho, en la relación de consumo, a la protección de su salud, seguridad e intereses económicos; a una información adecuada y veraz; a la libertad de elección y a condiciones de trato equitativo y digno. Del entendimiento de nuestro sistema normativo, surge manifestar que a raíz del mencionado art. 42 de la carta magna, el derecho de los consumidores al adquirir rango constitucional y operatividad inmediata, implicaba que debía ser considerado y aplicada por nuestros jueces por encima de cualquier ley de fondo existente en el país. Asimismo, por la necesidad de proteger en mayor medida los derechos de usuarios y consumidores, surge la primera modificación de la Ley 24.240 que fue la Ley 26.361 del año 2008, la cual introdujo virtuosos cambios y agregados en la mencionada legislación. Asimismo, a partir del año 2015 mediante la sanción del Código Civil y Comercial de la Nación, se incorporaron en su art 1092 y ss., diferentes normas protectoras del consumidor, complementando la mentada ley 24.240.

A raíz del plexo normativo mencionado, deviene de gran importancia aclarar ciertos conceptos para comprender la cuestión a analizar. En primer lugar, el mencionado art. 1092 CCCN como el art. 1 de la ley 24.240 definen al consumidor como la persona humana o jurídica que adquiere o utiliza, en forma gratuita u onerosa, bienes o servicios como destinatario final, en beneficio propio o de su grupo familiar o social. Asimismo, el art. 3 de la ley 24.240 establece que es proveedor la persona física o jurídica de naturaleza pública o privada, que desarrolla de manera profesional, aun ocasionalmente, actividades de producción, montaje, creación, construcción, transformación, importación, concesión de marca, distribución y comercialización de bienes y servicios, destinados a consumidores o usuarios. Podemos ampliar la noción de proveedor a todos aquellos que brindan servicios, alcanzando a todas las prestaciones estimables en dinero, ya sean de naturaleza material (por ej. reparaciones o limpieza), o de naturaleza financiera (por ej. préstamos, créditos, etc.)

El vínculo jurídico que surge entre consumidores y proveedores, se denomina relación de consumo (art. 3 ley 24.240 y 1092 CCCN) y, de igual manera el contrato celebrado entre ambos que tenga por objeto la adquisición, uso o goce de los bienes o servicios por parte de los consumidores o usuarios, para su uso privado, familiar o social se denomina contrato de consumo (art. 1093 CCCN).

A raíz de la raigambre constitucional que se les otorgó a los derechos del consumidor, se establecieron ciertas normas con el objeto de reforzar ese ideal, como ser el art. 1094 CCCN que establece que las normas que regulan las relaciones de consumo deben ser aplicadas e interpretadas conforme con el principio de protección del consumidor... y que, en caso de duda sobre la interpretación de este Código o las leyes especiales, prevalece la más favorable al consumidor. De igual manera, el art. 1095 reza que el contrato se interpreta en el sentido más favorable para el consumidor. Cuando existen dudas sobre los alcances de su obligación, se adopta la que sea menos gravosa.

En definitiva, se instauraron normas con el objeto de proteger arduamente al consumidor (parte débil) de los abusos de los proveedores (parte fuerte) otorgándole herramientas para poder defenderse en el caso que sus derechos fueran vulnerados.

Al principio de este trabajo, dijimos que gran parte de la población carecía de acceso al crédito por lo cual se habían comenzado a utilizar prácticas comerciales con el objeto de que estas personas pudieran acceder a determinadas opciones de financiamiento a sola firma lo que implicó la utilización del pagaré en este tipo de circunstancias, con el fin de garantizar el pago de las diferentes operaciones de compra-venta de bienes y servicios.

A raíz de las circunstancias fácticas descriptas precedentemente, el consumidor por la imposibilidad de acceder a la compra productos de contado, fue adentrándose más y más en la utilización de los mencionados métodos de financiamiento que las grandes cadenas ya sea de venta de electrodomésticos, bancos, financieras etc., comenzaron a ofrecer de manera indiscriminada, otorgando facilidades de pago y ocultando casi siempre información importante (intereses, gastos, valor total, etc.) logrando que el consumidor accediera sin medir las consecuencias.

Estas circunstancias, fueron algunas de las razones que llevaron a que la ley de defensa al consumidor, con el objeto de proteger al consumidor de estas prácticas que se estaban tornando desprolijas, estableciera determinados requisitos necesarios que debían cumplimentarse para poder realizar una operación de consumo financiada o a crédito, caso contrario, en caso de incumplimiento de alguno de los requisitos, el consumidor tenía la facultad de demandar judicialmente la nulidad de los montos que determina el costo del crédito.

De esta manera el artículo 36 de la ley 24.240 establece lo siguiente: *Requisitos. En las operaciones financieras para consumo y en las de crédito para el consumo deberá consignarse de modo claro al consumidor o usuario, bajo pena de nulidad:*

a) *La descripción del bien o servicio objeto de la compra o contratación, para los casos de adquisición de bienes o servicios.*

b) *El precio al contado, sólo para los casos de operaciones de crédito para adquisición de bienes o servicios.*

c) *El importe a desembolsar inicialmente —de existir— y el monto financiado.*

d) *La tasa de interés efectiva anual.*

e) *El total de los intereses a pagar o el costo financiero total.*

f) *El sistema de amortización del capital y cancelación de los intereses.*

g) *La cantidad, periodicidad y monto de los pagos a realizar.*

h) *Los gastos extras, seguros o adicionales, si los hubiere.*

Cuando el proveedor omitiera incluir alguno de estos datos en el documento que corresponda, el consumidor tendrá derecho a demandar la nulidad del contrato o de una o más cláusulas. Cuando el juez declare la nulidad parcial simultáneamente integrará el contrato, si ello fuera necesario.

En las operaciones financieras para consumo deberá consignarse la tasa de interés efectiva anual. Su omisión determinará que la obligación del tomador de abonar intereses sea ajustada a la tasa pasiva anual promedio del mercado difundida por el Banco Central de la República Argentina vigente a la fecha de celebración del contrato.

La eficacia del contrato en el que se prevea que un tercero otorgue un crédito de financiación quedará condicionada a la efectiva obtención del mismo.

En caso de no otorgamiento del crédito, la operación se resolverá sin costo alguno para el consumidor, debiendo en su caso restituirse las sumas que, con carácter de entrega de contado, anticipo y gastos éste hubiere efectuado.

El Banco Central de la República Argentina adoptará las medidas conducentes para que las entidades sometidas a su jurisdicción cumplan, en las operaciones a que refiere el presente artículo, con lo indicado en la presente ley.

Será competente para entender en el conocimiento de los litigios relativos a contratos regulados por el presente artículo, en los casos en que las acciones sean iniciadas por el consumidor o usuario, a elección de éste, el juez del lugar del consumo o uso, el del lugar de celebración del contrato, el del domicilio del consumidor o usuario, el del domicilio del demandado, o el de la citada en garantía. En los casos en que las acciones sean iniciadas por el proveedor o prestador, será competente el tribunal correspondiente al domicilio real del consumidor, siendo nulo cualquier pacto en contrario.

En consecuencia, la ley 24.240 prevé bajo pena de nulidad que en todas las operaciones crediticias en las que se conceda u otorgue financiamiento de forma directa al consumidor, los proveedores deban informar (dejando constancia) de manera detallada los requisitos que se encuentran enunciados de manera taxativa en el artículo 36 (el bien o servicio brindado, el precio de contado, el saldo de deuda, el total de los intereses a pagar, la tasa de interés, gastos extras, cuotas y periodo de pago y monto total financiado a pagar). De esta manera, al contar con la

información clara y detallada, el consumidor tendrá la posibilidad de comparar los verdaderos costos del financiamiento y en caso de aceptar dichos términos, sabrán exactamente la deuda que están contrayendo. Parece en definitiva haber sido este el objetivo del legislador al momento de crear la norma.

La jurisprudencia ha dicho que para que se configure la infracción prevista en el art. 36 de la ley 24.240 por falta de precisiones en la documentación que se extiende con motivo de la operación, no se requiere la exigencia de intencionalidad fraudulenta en su autor. Con dicha obligación, lo que se pretende es preservar a los consumidores en general, a fin de evitar equívocos en la naturaleza y alcance de los servicios que se ofrecen al público, que pueden generar en los posibles interesados comportamientos erróneos con relación a su interés respecto al verdadero servicio que ofrece (C. NAC. CONT. ADM. FED. SALA IV Club 52 Marketing & Sales S.A. c/ Sec. de Com. e Inv. –Disp. DNCI. 801/96).

El artículo 36 in fine de la LDC dispone que "en los casos en que las acciones sean iniciadas por el proveedor o prestador, será competente el tribunal correspondiente **al domicilio real del consumidor**, siendo nulo cualquier pacto en contrario". La cuestión abordada resulta eminentemente procesal y colisiona con normas procesales que permiten su prórroga o de fondo que establecen como juez competente el del lugar de pago. La jurisprudencia ha dicho que —en el caso de los pagarés, es necesario interpretar la parte final del art. 36, ley 24.240, como una veda general de demandar al consumidor en una jurisdicción distinta a la de su domicilio real. Esto es, no se alcanzan únicamente hipótesis de prórroga de jurisdicción, sino de inclusión de un lugar de pago en el cartular que permita el extrañamiento del consumidor en la defensa de sus derechos (Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial -29/06/2011 - Autoconvocatoria a plenario s/competencia del fuero comercial en los supuestos de ejecución de títulos cambiarios en que se invoquen involucrados derechos de consumidores).

LA LDC Y SU CARÁCTER DE ORDEN PÚBLICO.

El art. 65 de la mentada normativa consumeril, estableció el carácter de orden público de la ley. De esta manera, se le ha otorgado a los derechos de los consumidores una especie de prevalencia por sobre las demás normas de derecho común o procesal, el cual no podría ser dejado de lado por las convenciones privadas de los hombres en virtud de lo normado por el art. 12 CCCN el cual establece que las convenciones particulares no pueden dejar sin efecto las leyes en cuya observancia estén interesados el orden público. De tal manera, el derecho privado se ha visto constitucionalizado, a través de la sanción de la LDC otorgando un nuevo y más fuerte sistema protectorio del consumidor/usuario. En este sentido, al ser un derecho constitucionalizado, la doctrina ha entendido que la abstracción cambiaria debe necesariamente ceder ante esta disposición legal que prohíbe las prórrogas de competencia y establece la misma en el lugar del domicilio real del deudor.

La declaración de la LDC, como de orden público tiene por objetivo suministrar un mayor grado de protección para la parte débil de la relación desigual (consumidor-proveedor). En esta sintonía la doctrina (Wajtraub, 2004, p. 294) ha dicho que —el carácter de orden público de la LDC es coherente con su finalidad, consistente en equilibrar relaciones jurídicas que son genéricamente desiguales. Precisamente la situación de inferioridad negocial del consumidor frente al empresario, justifica la intervención del legislador dirigida a evitar los abusos en que tal situación puede desembocar si se advirtiera la validez de la renuncia de sus derechos, que seguramente será impuesta por quien se prevale de dicha debilidad o inferioridad. La primacía del estatuto del consumidor por sobre las normas de forma del CPCC se funda en la necesaria armonización entre las normas procesales y sustanciales, y en la ya referida jerarquía constitucional de la Ley de Defensa

del Consumidor - reglamentaria de la cláusula constitucional contenida en el art. 42.

Tampoco cabe soslayar a los fines en debate que la ley de Defensa del Consumidor es —ley especial y —ley posterior respecto de los Códigos de Procedimientos, además de ley de orden público -art. 65- (Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial -29/06/2011 - Autoconvocatoria a plenario s/competencia del fuero comercial en los supuestos de ejecución de títulos cambiarios en que se invoquen involucrados derechos de consumidores).

El reciente plenario correntino, en consonancia con aquel desarrollo, y con cita de la Corte Nacional, dejó establecido que —la actuación de oficio del juez encuentra sustento en el carácter de orden público que reviste la Ley 24.240 (CSJN, en autos Comp. 577,1. XLVII) (Cámara Civil y Comercial en Pleno, de Corrientes 3/6/2020, —ACC3/19 Sala I solicita llamar a plenario, La Ley 17/9/2020, 4).

Este rol protagónico impuesto al director del proceso que involucra a un consumidor, se justifica en irrestricto resguardo de las garantías constitucionales contenidas en el art. 42, 1er. y 2do párrafo de la Constitución Nacional. Se espera que el magistrado tome distancia del discurso formal de neutralidad y asuma el deber de ofrecer una tutela jurisdiccional adecuada a la realidad del derecho material, so pena de apartarse de las exigencias constitucionales (Quadri, Gabriel H., Anticipación de tutela y derecho del consumo, LLBA 2015 (mayo), 377).

En este sentido, cabe aclarar que, en un inicio se consideraba que la problemática obedecía a la operatoria meramente bancaria, pero en realidad se vio extendida a toda operación de crédito otorgada por profesionales/proveedores a cualquier tipo de usuario/consumidor en donde además del negocio causal, la deuda y/o las cuotas de la financiación puedan titulizarse creándose obligaciones cambiarias.

Dice Junyent (2013) al respecto que, cuando se está frente a este tipo de operaciones de crédito destinadas al consumo, se comenzó a debatir si esta doble documentación- a saber, la causal relativa al mutuo o financiación y, la suscripción de los pagarés: *rectius*: obligación cambiaria, se ajusta a derecho o afecta la posición del consumidor, arts. 36 y 37 de la ley 24240.

En esta línea, recuerda que Paolantonio (2011) desde hace dos décadas planteaba en nuestra doctrina sobre las complejas relaciones entre la disciplina de los títulos valores cambiarios y la de tutela del consumidor y destacaba que uno de los temas centrales de la protección del consumidor en operaciones de crédito al consumo lo constituye la posible separación jurídica entre la operación de adquisición del bien o servicio y la de su financiación, con el riesgo de que el consumidor se viera obligado a cumplir con sus obligaciones de pago aun cuando el proveedor del bien o servicio no hubiera cumplido con las suyas. El autor explica que, en aquel tiempo, no había aun sido sancionada la ley 24.240 y por supuesto, tampoco la reforma constitucional del año 1994 con la consagración en la norma fundamental del principio de tutela del consumidor, art. 42 de la C.N. Por último, manifiesta que el conocido especialista expresa que abogaba por que el legislador considerara la cuestión en la proyectada norma de defensa del consumidor, lo que lamentablemente no acaeció y que ni la redacción original de la ley 24.240, ni sus reformas, incluyendo la sustantiva modificación introducida por la ley 26.361, dieron cuenta de esas cuestiones, dedicando al tema un único artículo, el 36 de notable insuficiencia frente a los pagarés y su modalidad de ejecución.

Ya lo decía en 2002 el jurista Laguinge que era normal que, en pos de asegurar créditos otorgados a los consumidores, los otorgantes garanticen el crédito con la firma de letras de cambio o pagarés a la orden de la entidad financiera, todo lo cual constituye un tema grave pues, el consumidor tendrá que pagar al tenedor del documento el importe consignado en éste, aun cuando la prestación para

cuyo pago se haya extendido se haya cumplido irregularmente.

Constituyendo de tal forma sin lugar a dudas una cláusula abusiva ya que la firma complementaria de un pagaré en blanco deja en una situación por demás desventajosa al usuario se ve privado de analizar la conformación de su deuda, con lo cual, se ve impedido de realizar la labor de información y asesoramiento a que tiene derecho, art. 4 y 36 de la LDC (Stiglitz y Stiglitz, 2012).

Se manifiesta irreversiblemente allí una contradicción palpable entre el art. 36 del plexo consumeril y las características de autonomía, literalidad, y abstracción que caracterizan a los títulos de crédito y, por ende, a los pagarés librados por los consumidores al momento de obtener el crédito.

En el caso que aquí nos convoca, se desprende en consecuencia que existe una duplicidad en la documentación respaldatoria del negocio jurídico que sirve de causa al libramiento de los pagarés ya que se trata más bien de un préstamo para el consumo que se encuentra reglado específicamente en el art. 36 de la LDC.

A lo que se ha manifestado Junyent (2013) diciendo que, en una palabra, cabe entender que se configurará un crédito para el consumo cuando un proveedor profesional, persona física o jurídica, conceda a un consumidor, bajo una forma de pago a plazo, un préstamo para satisfacción de sus necesidades personales, es decir, como destinatario final. Va de suyo entonces que se trata de toda operación de crédito que tenga como destinatario a un consumidor y que se instrumente no solamente en la facturación o documentación causal, sino también se conjugue con el libramiento de pagaré.

Por ello, si se tratase de un préstamo común y corriente, la relación banco/cliente no constituiría una operación encuadrada en el derecho de consumo, y por ende no habría obstáculo alguno para garantizar dicha operatoria con el libramiento de títulos de crédito pues, no existiría una debilidad estructural, propia de la relación de consumo, que pueda llevar a entender que existe abuso de derecho y limitación en la información que se otorga al tomador y en realidad, mientras que en el caso de que el préstamo se dirija a un consumidor, la norma consumeril requiere la plena vigencia de la información que describimos anteriormente en el art. 36.

PRÓRROGA DE JURISDICCIÓN EN OPERACIONES FINANCIERAS PARA CONSUMO.

De tal modo, el préstamo tiene doble título, una instrumentación duplicada: uno en la documentación causal del mutuo, y otro en el o los pagarés.

Pero el problema radica, como ya lo hemos mencionado, en que esos títulos cartáceos, conforme pautas básicas ya repasadas, no contienen ninguna referencia a aspectos extra cartáceos (valga la redundancia), como deberían ser el domicilio real del consumidor, o el monto total del préstamo o deuda asumida, forma de financiación, intereses, y demás condiciones de contratación por lo que, se ignora si se ha cumplimentado con la manda del art. 36 de la LDC. Asimismo, constituye una gran ventaja al momento de proceder ante su cobro ya que trae aparejado la acción cambiaria propia de los arts. 30 y 60 del Decr. Ley 5969/63, limitando las excepciones posibles a articular de manera drástica.

Hemos ya repasado que el art. 101 del Decr. Ley 5965/63, dispone como requisito del pagaré que se indique el lugar de pago del mismo, con lo que se busca que el deudor obtenga una ventaja cambiando su domicilio, o que un acreedor también pretenda cobrar en determinado lugar en

perjuicio del deudor. En muchas ocasiones, el acreedor, en uso de una posición dominante, le impone al deudor el lugar de pago, el cual muchas veces es distinto al que realmente corresponde a la creación del título.

Ello debido a que el régimen contractual argentino, prevé que las partes puedan prorrogar la jurisdicción en asuntos patrimoniales (Art 1 CPCCN) y será el juez ante quien se inicie la demanda quien establezca si es competente. (Art. 5º CPCCN).

Así se ha dicho en consecuencia (Mariela Bichler, 2017) que la estipulación de un lugar de pago en los pagarés no sería más que una prórroga de jurisdicción pactada entre las partes. Pero el juzgador en un proceso de ejecución no podría, en principio, inmiscuirse en el análisis de la causa de un pagaré, para determinar la validez o no, en este caso, de la cláusula del lugar de pago.

Citando a Héctor Cámara, el pagaré es el documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo en él incorporado, y que se concreta en la promesa de pagar una suma determinada de dinero, en un determinado plazo, y en el lugar de pago en él establecido, la cuestión se torna gravosa cuando consideramos que ese tipo de validación la otorga a su vez el mismo Poder Judicial ya que no admiten excusas factibles y/o excepciones no contempladas por las leyes cambiarias pero que son completamente válidas para el plexo consumeril.

Podría considerarse entonces que, -aunque el Art. 36 in fine de la LDC establezca la nulidad de cualquier pacto que fije distinta competencia a la del Juez del domicilio del deudor-, se refiere al deudor que toma préstamos para el consumo, instrumentado en cualquier tipo de documento, pero nunca fue el fin modificar la abstracción cambiaria establecida en el Dto. Ley 5965/63 porque de haberlo querido hubiese modificado éste expresamente.

Al respecto dice el Dr. Junyent Bas, que los Jueces deben aplicar la normativa consumeril, estén o no de acuerdo con su régimen protectorio, por ser de orden público.

En este orden de ideas entiende, que no sólo debe hacerse lugar en caso de plantearse una excepción de incompetencia en los términos expuestos, sino que los Jueces de primera instancia deben declararse incompetentes de oficio -y en el primer decreto de trámite-, sin distinguir si se trata de otra provincia o dentro de la provincia, pero en otra jurisdicción. Considera que dicha distinción es innecesaria y sin fundamento legal, puesto que la norma no distingue. Ante ello, donde la norma no distingue no debe distinguirse y en el tema que nos ocupa, debe interpretarse a favor del consumidor, esto es, fulminando de nulidad cualquier tipo de cláusula de prórroga de jurisdicción en operaciones de crédito.

Como mencionado anteriormente, en fallo plenario auto convocado con fecha 29/06/2011 por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, para resolver en el caso de las ejecuciones de títulos cambiarios donde se encuentren involucrados derechos de los consumidores y éstos sean demandados fuera de la jurisdicción de sus domicilios, se ha resuelto por voto de la mayoría que el juez tiene la facultad y el deber de actuar de oficio y restablecer el imperio de la regla de orden público, atributiva de competencia resultante del art. 36 in fine de la LDC; es decir que podría declararse de oficio la incompetencia del tribunal en base a lo dispuesto en dicha norma. Esta actuación no invalidaría el título sino sólo la posibilidad de perseguir su cobro en un domicilio distinto al domicilio del consumidor debiendo tenerse dicha cláusula por no escrita.

La Dra. Mariela Bichler (2017) afirma que el lugar de pago, en numerosos casos resulta para el acreedor una condición sin la cual no aceptaría ese título. Con lo cual la cláusula del lugar de pago no puede catalogarse siempre de abusiva ni que resulte agravante para el deudor, debiendo evaluarse en cada caso concreto.

Y a su vez, si aplicamos siempre la normativa correspondiente al resguardo de la parte más débil en la relación de consumo, podría también perjudicarlo dado que se restringiría aún más su acceso al crédito.

Asimismo, el Dr. Junyent Bas (2013) continúa diciendo que el precedente jurisprudencial destaca que la vigencia del principio de información tiende a evitar el abuso del derecho, y que tal como surge del precepto aludido los requerimientos son:

- a) La descripción del bien o servicio objeto de la compra o contratación, para los casos de adquisición de bienes o servicios;
- b) El precio al contado, sólo para los casos de adquisición de bienes o servicios;
- c) El importe a desembolsar inicialmente -de existir- y el monto financiado;
- d) La tasa de intereses efectiva anual;
- e) El total de intereses a pagar o el costo financiero total;
- f) El sistema de amortización del capital y cancelación de los intereses;
- g) La cantidad, periodicidad y monto de los pagos a realizar;
- h) Los gastos extras, seguros o adicionales, si los hubiere.

De tal modo, la firma del pagaré, se puede decir de cualquier obligación cambiaria y cualquiera sea su —soporte material, escriturario o digital, impide el análisis propuesto por el plexo consumeril y se presenta un obstáculo que imposibilita corroborar el cumplimiento de los requisitos exigidos por el artículo 36 de la ley 24.240, reformada por ley 26.361.

El instrumento podrá asimismo integrarse con documentación adicional relativa al negocio causal, que deberá ser aportada dentro del mismo juicio ejecutivo, que trasluzca información clara y veraz, en cumplimiento del art. 36, Ley 24.240, para las operaciones de financiación o crédito para el consumo. Dicha documentación debe agregarse en primera instancia, hasta el momento de la sentencia, sin que se admita su integración en la alzada... (Fallo plenario N° 5 en: HSBC Bank Argentina vs. Pardo, Cristian Daniel s. Cobro ejecutivo ///CCC en Pleno, Azul, Buenos Aires; 09/03/2017; Rubinzal Online; 1- 61380/2016; RC J 1517/17).

Siempre y cuando se efectivicen las disposiciones del Decr. Ley N° 5965/1963, el pagaré podrá gozar es de ejecución, pero cuando dicho instrumento ha sido librado a fin de facilitar el cobro de una acreencia derivada de una operatoria de crédito para el consumo, —el legislador obliga a los proveedores a brindar al consumidor cierta información (art. 36, ley 24.240) (Méndez Acosta, Segundo J., —Pagaré de consumo: el rostro preceptivo de la judicatura, La Ley, 17/09/2020, 5; AR/DOC/2398/2020). Admitido ello, los argumentos vinculados a la abstracción, autonomía y completitud del título y al reducido margen cognoscitivo del proceso ejecutivo, carecen de aptitud para enervar el cumplimiento de la directiva impuesta por la citada preceptiva del régimen protectorio de los consumidores (Banco Hipotecario S.A. vs. Ruíz Paz María Estela s/ Cobro ejecutivo" Superior Tribunal de Justicia de Tucumán, del 19/04/2021, Sentencia n° 292, 19/04/2021).

Fatídica resultó la primera instancia del famoso fallo "Carlos Giúdice S.A. c/ Ferreira Marcos de la Cruz s/ cobro ejecutivo (Cam. Apel CyC Mar del Plata Sala III 06.12.2012) en cuanto frente al cobro de dos pagarés, previo a dictar sentencia, el juez intimó a la actora a que se expida acerca de la actividad que realizaba el ejecutado (para conocer si se trataba de un consumidor o de un

comerciante). La actora manifestó desconocer su condición, pero explicó que los pagarés se originaban ante la falta de fondos por parte del demandado para adquirir uno de los productos que la firma demandante comercializa.

Ello marcó el destino de la causa, produciendo que el juez rechace la ejecución iniciada, imponiendo las costas por el orden causado en virtud de la novedad de la cuestión planteada.

Al fundamentar su decisión -entre otras cuestiones- adujo que si el ejecutante no lograba acreditar que el librador del pagaré revestía la categoría de comerciante y que la adquisición del bien y posterior suscripción de los títulos obedecía a un fin productivo, a raíz de la calidad de las partes, correspondía inferir que la causa del libramiento de los títulos se originaba en un contrato de consumo, correspondiendo por ello aplicar la normativa contenida en el art. 36 de la LDC (Junyent Bas, 2013).

Planteada la apelación el actor insistió en que los pagarés acompañados gozaban de carácter de títulos ejecutivos conforme legislación vigente y sobre todo que, al tiempo de dictar sentencia le estaba prohibido efectuar un nuevo análisis del título agregando que su representada apelante no era entidad financiera, ni crediticia, y que únicamente y esporádicamente otorgaba la posibilidad de suscripción de pagarés a clientes que carecían del dinero suficiente para adquirir sus productos. La sentencia recurrida fue confirmada en su integridad por el Tribunal de Alzada. La Cámara puntualizó que aquel primer análisis de admisibilidad que el magistrado efectuara en primer término al darle trámite a la ejecución no genera preclusión sobre las decisiones posteriores, y no lo constreñía en el reexamen del título que le cabía practicar a la hora de dictar sentencia.

En consecuencia, el Tribunal aclaró que cuando la pretensión ejecutiva tiene arraigo en una relación de crédito para el consumo es necesario interpretar las normas procesales que disciplinan el proceso ejecutivo de un modo compatible con los principios derivados de la legislación consumeril.

Derivó así en que la Cámara le otorgara carácter de proveedora de servicios a la apelante, dado que la venta fue directa con el consumidor, y al concederle una financiación se configura una operación de venta de crédito para el consumo (art. 2 y 36 de la Ley 24240).

Opina en contra el Dr. Rodríguez Junyent Santiago quien expresa que, la declaración de incompetencia en razón de lo regulado en el art. 36 última parte de la LDC, es acertada y debe ser realizada al inicio del proceso a los fines de dar una adecuada protección al consumidor, sin embargo, cuando de los términos de la demanda o del título ejecutivo no surgiera con claridad la aplicación de la LDC, no debe inferirse por la mera calidad de las partes, que nos encontramos frente a una relación de consumo, es por ello que continúa postulando (2010, SJ N° 1783) que los jueces deben inhibirse de oficio en todos los procedimientos de financiamiento para el consumo, cuando de la lectura del líbello introductorio, o del título que se ejecuta, surgiera con claridad que lo que subyace al título es una relación de consumo. Y reitera su disidencia en cuanto no debiera admitirse la modificación total de las normas de los títulos ejecutivos y la declaración de improcedencia de los juicios ejecutivos fundados en la falta de cumplimiento de lo regulado en la ley consumeril, puesto que ello desnaturaliza por completo el sistema legal e implica una sobre protección a través de un super derecho que lejos de equilibrar la relación jurídica la desequilibra a favor del consumidor, considerando que la norma señalada es irrazonable y excede los límites de razonabilidad que todo precepto legal debe tener (Rodríguez Junyent Santiago, *El consumidor en el Mercado de Capitales*, SJ N° 1783 del 18/11/2010).

En similar pensamiento, se ha dictado un plenario en el año 2006 postulara que esta protección

al consumidor no debe llevarse al extremo de decretar la inhabilidad del pagaré de consumo sin antes -y con carácter previo- permitir que se integre el título con documentación idónea. Requerir siempre la cristalización de la relación crediticia de consumo en el texto de la caratular conduce prácticamente a su abolición como título de crédito y a su inhabilidad, protegiendo al consumidor, pero a partir de la eliminación del régimen cambiario y la vía ejecutiva, en definitiva, dejando al pagaré sin función como caratular. Si admitimos que el 'pagaré de consumo' se integre con la documentación 'causal', en definitiva, aquél no será más que una mera 'llave', o un 'título ejecutivo indirecto', que permitirá abrir las puertas del juicio ejecutivo para ejecutar -valga la redundancia- un título distinto y causal, en desmedro de los principios de abstracción cambiaria. (Fallo plenario N° 5 en: HSBC Bank Argentina vs. Pardo, Cristian Daniel s. Cobro ejecutivo /// CCC en Pleno, Azul, Buenos Aires; 09/03/2017; Rubinzal Online; 1-61380/2016; RC J 1517/17).

En el fallo HSBC Bank Argentina c/Pardo, Cristian Daniel s/cobro ejecutivo (Cám. Apel. Departamental Azul - Sala en pleno - 09/03/2017 - Cita digital IUSJU013775E) se ha citado a Morello, Augusto M. expresando que —El rol pro activo del juez ha de manifestarse desde el inicio del trámite y, en ejercicio de esa facultad de dirección del proceso, puede y debe convocar a las partes -y más concretamente al ejecutante- a fin de que coopere en la tarea de desentrañar la naturaleza de la acción entablada. Más allá de la apariencia del título y de la posición aséptica que pudiera adoptar el accionante, el juez está llamado a observar el citado principio de primacía de la realidad, de relevancia central en el sistema protectorio del consumidor y, en su caso, disponer la aplicación del régimen de tutela correspondiente. El impulso de esa indagación inicial vinculada a la naturaleza del título esgrimido por el ejecutante traduce en medidas concretas, el mandato garantista impartido desde la Constitución Nacional. Con actuaciones como ésta se ratifica la idea de que lo importante no es la retórica de las garantías sino su vigencia plena, su operatividad real y un sentimiento generalizado de que en la praxis funcionan, con resultados fecundos. Agregando que —en el proceso, el deber de asegurar la igualdad de las partes impone su nivelación material, en el sentido de garantizar la paridad de armas, corregir las asimetrías y, para ello, colocar a aquella que se encuentre en situación de inferioridad en el mismo nivel procesal que su oponente (Berizonce, Roberto O., —Regulación procesal de las tutelas diferenciadas de la Constitución, en Anales de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Nacional de La Plata, nro. 48, 2018, <https://revistas.unlp.edu.ar/RevistaAnalesJursoc.article/view/6005.16>; asimismo ver, Piccinelli, Ornella C., —Pagaré de consumo y juicio ejecutivo en la doctrina de la Suprema Corte de la Provincia de Buenos Aires. Precisiones, alcances e interrogantes a partir del caso Asociación Mutual Asís||, LL 2019-E, 1).

En el mismo sentido, se ha dicho que —si el pagaré a ejecutar no tiene deficiencias formales pero surge de la documentación extracartular acompañada por el ejecutante un abuso en la conformación de la deuda, corresponde rechazar la excepción de inhabilidad de título, mandar adelante la ejecución e incluir intereses compensatorios en su justa medida...en consonancia con lo dispuesto por los arts. 953 del Código Civil y 279, 958 y 1004 del Código Civil y Comercial (C. Civil y Comercial de Junín, 05/4/2016,—CFN S.A. c. Arguello, Oscar Romualdo s/ Cobro ejecutivo, LLBA 2016 (junio), 346, RCCyC 2017 (abril), 221).

El juicio ejecutivo de un pagaré de consumo propone un supuesto en el que el juez está llamado a construir la sentencia desde el inicio del proceso, atendiendo a las concretas circunstancias de los sujetos implicados, a los bienes y derechos comprometidos, a los costes patrimoniales y no patrimoniales de las medidas solicitadas y eventualmente despachadas y a las derivaciones de la decisión que ponga fin a la controversia. Se sostiene que, en ciertos procesos, en gran medida, de cómo se oriente el trámite, va a depender la calidad del resultado (cfr. arg. Caramelo, Gustavo, El

proceso de la sentencia y la sentencia del proceso, en Revista de Derecho Procesal, 2007, nro. 2, pág. 39; asimismo, cfr. arg. Caramelo, Gustavo, El saludable activismo judicial cuando de riesgo a la salud y a la vida se trata, RDF 2017-VI, 123, AR/DOC/4189/2017 citado en autos: Banco Hipotecario S.A. vs. Ruíz Paz María Estela s/ Cobro ejecutivo" Superior Tribunal de Justicia de Tucumán, del 19/04/2021, Sentencia n° 292, 19/04/2021).

El novel fallo —Banco Hipotecario S.A. vs. Ruíz Paz María Estela s/ Cobro ejecutivo" de abril de 2021 quiso dejar asentadas las siguientes doctrinas legales: 1. El pagaré que instrumenta una obligación cambiaria conexas a un contrato de consumo, debe observar los requisitos establecidos por el art. 36 de la Ley N° 24.240. La habilidad del título estará condicionada al cumplimiento de los recaudos formales previstos por el régimen cambiario especial y por la Ley de Defensa del Consumidor. 2. El pagaré de consumo puede integrarse con documentación complementaria relativa al negocio causal, dentro del mismo juicio ejecutivo, conformando un título complejo que permita constatar el cumplimiento de los requisitos previstos en el art. 36 de la Ley de Defensa del Consumidor para las operaciones de financiación o crédito para el consumo. 3. Tratándose del régimen protectorio del consumidor, de orden público (art. 42 CN y arts. 36 y 65 LDC), se impone al juez indagar aún de oficio, sobre la naturaleza del título esgrimido por el ejecutante. 4. La calidad de las partes en el juicio ejecutivo constituye un indicio que permite inferir la existencia de una relación de consumo subyacente. 5. La ausencia de un planteo expreso por parte del ejecutado no releva al juez del deber de verificar de oficio, la concurrencia de la totalidad de los requisitos legalmente impuestos al instrumento base de la ejecución y la consiguiente habilidad de título. Por ello concedió la apelación interpuesta y dejó sin efecto la sentencia del A quo ordenando la remisión de los autos a la Excma. Cámara a fin de que el tribunal de reenvío dicte nuevo pronunciamiento.

CONCLUSIÓN

Considero que en los tiempos que nos toca vivir, el sobreendeudamiento del pequeño consumidor debe ser especialmente tenido en cuenta. En efecto este mismo postulado he tratado en trabajos anteriores (ya desde 2016), sosteniendo aún ahora, que las obligaciones cambiarias que se asuman en el marco de operaciones de crédito a consumidores deriva indefectiblemente en la generación de una parte débil en dicha relación, y aquella parte merece una tutela especial atento al alto grado de vulnerabilidad que carga. Estas atribuciones, por así llamarlas, que asume el juez en los fallos precitados, en otros contextos socio-economicos podrían haber sido repelidos in totum por descabellados e inadmisibles, pero para la realidad que nos atañe, la defensa irrestricta al consumidor frente a prácticas abusivas (manifiestas u ocultas) que además desvirtúan la finalidad de los títulos de crédito, deben ser sostenidas y predicadas por todos los tribunales de nuestro país, ello en pos de otorgar una tutela efectiva a los más vulnerables aún en ausencia de su mismo defensor (tal como se llevara a cabo por la sala Mar platense en 2012 en el caso Giudice).

Este criterio no deja ni dejará de tener fuertes opositores que ejercen una importante resistencia con posturas muy marcadas, pero es deber de la doctrina y jurisprudencia alcanzar un nivel de unificación de parámetros que puedan satisfacer en amplia medida a ambas partes, pero por sobre todo brindar extremo amparo al más endeble.

En el seminario anual del instituto de derecho comercial de la Universidad nacional de Derecho de Córdoba, tratamos constantemente la necesidad del cambio de paradigma y la bienvenida a toda estrategia que tienda a una adecuada prevención y tutela del pequeño consumidor sobreendeudado y a su núcleo familiar, considerando a cada familia como sustento de una economía fuerte y próspera, que nos permitirá crecer como país, por lo que los fallos anteriormente

tratados, son a mi criterio el camino justo que debía emprenderse en algún momento y mejor antes, que después.

Comparto opinión con el colega Dr. FERNANDO E. SHINA (2021, Id SAJ: DACF210094) quien ha expresado que —son muy pocas las veces, si es que alguna, que esos instrumentos cumplen todos los requisitos del art. 36 y son demasiadas las veces que los juzgadores, de primera y segunda instancia, hacen la vista gorda con esas omisiones, considerando, en forma dogmática y arbitraria que ellas no son relevantes. Nosotros sostenemos, sin excepciones, que cada uno de los requisitos establecidos en la citada norma deben cumplirse, bajo pena de nulidad.

Para concluir, parece justo citar al Dr. Junyent Bas (2013) quien expresara que —parfraseando a Federico Álvarez Larrondo y Gonzalo Rodríguez —...es de esperar que estos criterios judiciales pronto sean una realidad en todo el país...

Es lo que mejor podemos augurarnos para el futuro más próximo.

“SOBRE LA LEGALIDAD Y LAS RESPONSABILIDADES ORIGINADAS POR LAS COMPRAS APALANCADAS DE EMPRESAS EN ARGENTINA”¹²¹

Por Gianfranco Riberi

Resumen: Estando inmersos en un mundo cada vez más globalizado e interconectado, podemos comprender que las actividades empresariales y su crecimiento exponencial no reconocen frontera o límite de ninguna índole, extendiendo sus inversiones y proyectos de expansión más allá de sus territorios. Ante esto, en una gran cantidad de casos se recurre a las compras apalancadas o leveraged buyout como mecanismo de adquisición o fusión empresarial a fin de lograr las metas de crecimiento estipuladas, entendiendo que las mismas importan una de las opciones más viables en las últimas décadas para hacer crecer el mercado empresarial y financiero. Como consecuencia de ello, no son pocos los dilemas que se suscitan teniendo en cuenta que la realidad de los negocios la ha incorporado como tal pero que, no obstante ello, nuestro país no ha logrado hacer un tratamiento adecuado y acabado de la misma. Mediante la presente investigación se busca dar íntegro tratamiento a la figura, teniendo en consideración sus implicancias económicas, financieras y jurídicas, a la vez que se pretende esclarecer las responsabilidades y consecuencias de toda índole que pueden derivarse de su utilización indebida; así como los potenciales conflictos societarios que deben dilucidarse en caso de obtenerse un resultado adverso en su puesta en ejecución. Es por ello que, con este análisis, pretendemos describir y analizar en profundidad cada una de las aristas que merecen una especial atención en torno a las compras apalancadas o leveraged buyout, tratando de dar un salto al estudio de las mismas desde una posición que englobe todos sus aspectos relevantes y esenciales.

Palabras Claves: Compras apalancadas – Apalancamiento – Responsabilidad Societaria – Derecho Empresario – Finanzas.

Abstract: Being immersed in an increasingly globalized and interconnected world, we can understand that business activities and their exponential growth do not recognize a border or limit of any kind, extending their investments and expansion projects beyond their territories. Given this, in a large number of cases, leveraged buyouts or leveraged buyouts are used as a mechanism for acquisition or business merger in order to achieve the stipulated growth goals, understanding that they are one of the most viable options in recent decades. to grow the business and financial market. As a consequence of this, there are many dilemmas that arise taking into account that the reality of business has incorporated it as such but that, nevertheless, our country has not managed to make an adequate and complete treatment of it. Through this investigation, it is sought to give full treatment to the figure, taking into consideration its economic, financial and legal implications, at the same time as it is intended to clarify the responsibilities and consequences of all kinds that may arise from its improper use; as well as the potential corporate conflicts that must be resolved in the event of obtaining an adverse result in its implementation. That is why, with this analysis, we intend to describe and analyze in depth each of the edges that deserve special attention around leveraged purchases or leveraged buyouts, trying to make a leap to study them from a position that encompasses all their relevant and essential aspects.

Key Words: Leveraged Buyout - Leverage - Corporate Responsibility - Business Law - Finance

¹²¹ Trabajo Final Integrador para acceder al Título de Magister en Derecho Empresario, Universidad Blas Pascal, Dr. José Sala Mercado, Año 2021.

INTRODUCCION

i.- OBJETO DE ESTUDIO

Creemos conveniente comenzar el desarrollo del presente trabajo final poniendo de manifiesto que el mismo busca adaptarse a los cambios que se están dando en los últimos tiempos a nivel empresarial y comercial, procurando realizar una contribución que se acople a los mismos.

Es por ello que se pretende desentrañar, comprender, analizar y exponer las particularidades de uno de los mecanismos más utilizados en la vida de los negocios, los mercados económicos y financieros; y particularmente en la adquisición y fusión empresarial, que son las compras apalancadas o su similar en anglosajón leveraged buyout.

Poder interiorizarnos y comprender no solo la importancia de este mecanismo sino la multiplicidad de facetas técnicas, económicas, financieras y jurídicas que como consecuencia del mismo se originan, nos permitirá tomar cabal dimensión de una práctica no solo desarrollada en países del primer mundo o con economías consolidadas, sino también en economías emergentes o de frontera.

Estas últimas resultan relevantes debido a que son objeto de estudio por parte de aquellas empresas o grupos económicos que buscan obtener un margen y grado de rentabilidad que les permita ampliar sus horizontes de crecimiento más allá de unos límites geográficos predeterminados.

Es por ello que, en este contexto, debemos poner en evidencia que la investigación y análisis aquí desarrollados conllevan necesariamente un invariable estudio de cada una de las aristas de las compras apalancadas, haciendo posible que el lector, mediante el presente, pueda sacar sus propias conclusiones en torno a una figura de larga data que ha sido reconocida y denostada a la vez por profesionales de diversas disciplinas, todo lo cual se analizará de manera exhaustiva conforme los criterios referidos precedentemente.

Mencionar esto es necesario por cuanto, en nuestro entendimiento, creemos que solo analizar este mecanismo desde una sola de sus caras conllevaría que la investigación, análisis y propuestas que se formulen en consecuencia queden truncadas con una visión parcial o sesgada de la cuestión a tratar.

Entender que, mediante la presente investigación lo que se pretende es dar un salto de calidad en un tema que sea de relevancia no solo jurídica, sino también económica y financiera, nos permitirá efectuar un análisis desde la multiplicidad de aspectos que pueden ser tratados, teniendo en consideración que hoy en día no existen los estudios aislados y remotos de un fenómeno, sino por el contrario, una aproximación cada vez más estrecha entre las diversas áreas del conocimiento.

Es con ello que creemos conveniente preguntarnos en este punto, ¿Pueden ser consideradas como legales las compras apalancadas en nuestro país? ¿Existe unicidad de criterios en cuanto a su aplicación? ¿Cuál es el marco de responsabilidad a aplicar en caso de que las mismas sean aplicadas? Todas estas son preguntas que nos serán de suma utilidad en nuestro trabajo, mediante el cual, buscaremos dar respuesta a las mismas.

ii.- JUSTIFICACION EN LA ELECCION DEL TEMA

Poder darle un sentido y justificación a la elección del tema seleccionado para ser objeto de estudio e investigación resulta de vital importancia a fin de que el lector pueda comprender la magnitud que reviste el que aquí vamos a tratar.

A estos fines, podríamos dar una idea preliminar de lo que es una compra apalancada o leveraged buyout, diciendo que es el:

“Término que engloba las operaciones de adquisición en las que existe un componente muy elevado de apalancamiento financiero, esto es, en las que los fondos para financiar el precio de adquisición se obtienen fundamentalmente a través de deuda bancaria, que es garantizada con los activos de la sociedad adquirida” (Instituto Capital de Riesgo, Revista de Capital de Riesgo, 2021, Glosario, S/P).

A su vez, entendemos que recurrir a análisis vacuos o sobre temas ampliamente discutidos puede conllevar que rápidamente sea perdido el interés en los mismos, entendiendo que estudios de ese tipo, amén de la consideración y reconocimiento que merecen, muchas veces requieren de una menor impronta por parte de aquellos que intentan agregar algo nuevo a cuestiones cuyo margen de análisis e incorporación de nuevas propuestas es prácticamente nulo.

En consonancia con lo referido precedentemente, creemos que el estudio de las compras apalancadas o leveraged buyout implica poner en el centro del debate a un mecanismo ampliamente utilizado en el mundo empresarial, sea que esté reconocido o no por el derecho vigente en determinado país, pero que la práctica lo admite y cuyo tratamiento debe ser efectuado a los fines de poder conferir una mayor certeza y exactitud a la cuestión.

Es por ello que entendemos necesario y conveniente poner en el centro de la escena a las compras apalancadas, cuyo tratamiento no se encuentra normado en nuestra legislación nacional pero que, pese a ello, no son pocos los casos en los cuales se recurre a las mismas a los fines de poder concertar determinados negocios entre empresas.

Hacer caso omiso de su existencia y repercusión en el mundo mercantil implicaría no solo desconocer la realidad, sino también poner en riesgo la estabilidad de todo un sistema por cuanto, mientras las operaciones se lleven a cabo sin problemas y con crecimiento sostenido, nadie puede plantear objeción alguna; algo que es poco probable que ocurra si la operación de compra apalancada se ve frustrada, con pérdidas no solo económicas sino también laborales, sociales, entre otras.

Casos como estos últimos son aquellos en los cuales uno puede caer en la cuenta de que no existe norma específica que regule la cuestión, lo cual conllevaría un análisis dispar por parte de la más reconocida doctrina y jurisprudencia nacional, siempre entendiendo que cada una de las opiniones vertidas por los más prestigiosos magistrados y doctrinarios merecen un especial reconocimiento y valoración, siendo las mismas opiniones que se suman al debate del tema que mediante el presente queremos desarrollar.

Es por ello que, con esta investigación, lo que se pretende es que se tome noción de un fenómeno que lleva décadas ocurriendo no solo en el extranjero, sino también en nuestro país, lo cual requiere que prestemos especial atención al mismo debatiendo sobre los marcos conceptuales, jurídicos y económicos dentro de los cuales es conveniente que sea encuadrado, a fin de darle una mayor certeza en su tratamiento, logrando de algún modo cierta uniformidad de criterios a nivel nacional.

Actuar en consonancia con lo antedicho nos permitiría otorgar una mayor certeza jurídica a las operaciones llevadas a cabo en el tráfico comercial, evitando de esta forma tener que recurrir a normas complementarias o accesorias para poder encuadrar y dar debida solución a los problemas que pudieren ocasionarse a raíz de las mismas.

iii.- OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

Con motivo de la presente investigación creemos conveniente marcar una clara distinción entre los objetivos a los cuales pretendemos llegar, entendiendo en este sentido que corresponde discriminar los mismos de la siguiente forma:

1. Como Objetivo General se busca lograr un análisis pormenorizado y exhaustivo de la operatividad de las compras apalancadas o leveraged buyout, haciendo expreso reconocimiento y distinción entre los aspectos de mayor relevancia, sus beneficios y potenciales perjuicios, así como la intrincada diversidad de disciplinas desde las cuales puede ser estudiada, tarea esta última que a su vez será llevada a cabo mediante el presente trabajo.

2. Como Objetivos Específicos, entendemos que resulta conveniente efectuar la presente enunciación entre los mismos:

- Conceptualizar el mecanismo de compras apalancadas, así como determinar sus modalidades, elementos constitutivos y mecanismos de ejecución.
- Examinar la relevancia que posee el apalancamiento financiero como elemento dirimente de las compras apalancadas dentro de la Estructura de Capital de una empresa, dando a conocer sus modalidades y vinculación con la viabilidad de las compras apalancadas.
- Exponer la relevancia del Plan de Negocios Empresarial dentro del mecanismos de las compras apalancadas, su vinculación con diversas variables o ratios financieros, así como la influencia que los mismos tienen en su determinación.
- Determinar la responsabilidad derivada de la utilización de las compras apalancadas por parte de Administradores, Representantes, Auditores y Asesores de la empresa que recurran a este mecanismo, así como distinguir los diversos criterios doctrinarios y jurisprudenciales en torno a su legalidad.

iv.- METODO Y ESTRUCTURA DE LA INVESTIGACION

A los fines de otorgar un análisis exhaustivo y pormenorizado de las compras apalancadas o leveraged buyout, debemos dar a conocer que el método y la estructura de la investigación están realizados de un modo descriptivo y escalonado a fin de poder otorgar la debida claridad y certeza a la exposición de los hechos que hemos de tratar. De la misma forma, podemos decir que el mismo es de índole cualitativo, entendiendo que lo que se busca es lograr un análisis de una determinada operación. Esto es así por cuanto se pretende estudiar el desenvolvimiento del proceso dentro de un contexto específico, que en este caso es nuestro país.

De esta forma, se recurrirá a gráficos que permitan mostrar con carácter meramente clarificador como puede generarse a través de las compras apalancadas un proceso de concentración de empresas y/o de mercado. Con esto no buscamos adentrarnos en un estudio de índole cuantitativo, sino ante todo poner a disposición del lector la posibilidad de comprender mediante los mismos y de manera simple la forma en que se desarrollan las compras apalancadas en la realidad.

Sumado a ello, debemos precisar que la técnica utilizada en el presente trabajo se basa en la recopilación, estudio y análisis de documentos y bibliografía de diversa índole. El poder recurrir no solo a tratados de derecho, libros o revistas especializadas en materia económica, financiera o jurídica, así como también a publicaciones de autores reconocidos a nivel nacional o internacional nos permitirá desandar de manera completa e íntegra el camino que pretendemos recorrer. Es por

ello que estimamos conveniente separar el tratamiento de los diversos puntos de estudio de la siguiente manera:

En la Primera Parte, que comprende al Capítulo I, recurrimos a la utilización de bibliografía diversa de contenido no solo nacional sino también internacional, la cual nos permitirá conocer la multiplicidad de enfoques y criterios que posibilitan conceptualizar a las compras apalancadas, teniendo en consideración las particularidades del caso concreto.

Entendemos imprescindible en este apartado no solo enmarcar el contenido básico referente a la conceptualización del fenómeno que hemos de tratar para lograr sumergir al lector en debida forma, sino también poder delimitar cuales son aquellos elementos distintivos de los leveraged buyout. Los mismos, necesariamente tienen que estar presentes para que el mecanismo se configure como tal, puesto que, tratándose de una operación cuyo conocimiento no es de amplia difusión, no son pocos los casos que nos pueden llevar a una confusión.

Creemos de total relevancia incurrir en este marco conceptual para que el mismo pueda actuar como catalizador de conocimiento en aquellos casos que la persona que tenga la oportunidad de leer el presente pueda conocer desde el inicio las particularidades del tema a tratar.

Seguidamente, y una vez que se tengan los cimientos necesarios para poder comenzar a hilar de una manera más precisa y detallada la operatoria de las compras apalancadas, en la Segunda Parte, comprendida entre los Capítulos II y III, lo que buscamos es poder inmiscuirnos en el análisis económico financiero del leveraged buyout, por cuanto es este el punto de inflexión que actuará como canal de conducción entre lo mentado en el párrafo precedente y el análisis jurídico que se efectuara en última instancia.

El poder describir y analizar la operatividad y multiplicidad de facetas que presenta en la realidad un fenómeno tan complejo como es el aquí tratado, siguiendo a autores de la más diversa índole y concepción es lo que nos permitirá tomar cabal dimensión del mismo.

Así también, estimamos conveniente no solo aplicar un marco teórico en este análisis, sino también práctico, atento entender que las particularidades de nuestro país hacen necesario que debamos enfocarnos en la perspectiva y visión que tiene o debe tener un empresario al momento de analizar todas las variables que pueden entrar en juego al ejecutar el mecanismo de las compras apalancadas.

Poder introducir y aplicar los conocimientos que la bibliografía analizada nos otorgue en el caso concreto, es lo que en cierta manera nos permitirá obtener un mayor rédito en la confección y puesta a punto del presente trabajo final.

Por último, en la Tercera Parte expuesta en el Capítulo IV, se recurrió principalmente a ponencias de doctrinarios nacionales, así como también a jurisprudencia nacional de diversos fueros y jurisdicciones a fin de poder realizar un análisis acerca de las concepciones que se tienen en nuestro país en relación a las compras apalancadas o leveraged buyout.

Esto nos permitirá enmarcar la investigación desde un punto de vista jurídico, lo cual conllevará que se pongan en tela de juicio las actuaciones de aquellas partes que integran la estructura de toma de decisiones de una empresa, así como de quienes deban cumplimentar con el contralor de su actuación.

Es importante mencionar y adelantar que existe una disparidad tal de criterios entre los diversos tribunales que han fallado sobre el tema objeto de investigación, que creemos conveniente tratar

de dilucidar los conflictos que estas situaciones pueden ocasionar respecto a la certeza que requiere el tráfico jurídico en el devenir cotidiano.

Es por ello que, sumado a esto, nos vemos compelidos a aplicar dicho análisis al caso concreto, en empresas de marcado renombre en nuestro país que han sido objeto de estudio por sus operaciones de compra apalancada y que, atento no existir uniformidad de criterios en torno a su solución, han ocasionado lagunas o vacíos legales en nuestra legislación que deberían ser cubiertas a partir del pertinente debate entre los profesionales del derecho, algo que mediante el presente trabajo se pretende incentivar.

PRIMERA PARTE: MARCO TEORICO PRÁCTICO DEL LEVERAGED BUYOUT

CAPITULO I: Leveraged Buyout: una aproximación

i.- Introducción

El presente capítulo tiene por objetivo lograr una aproximación inicial respecto a las compras apalancadas, sus elementos esenciales y modalidades de ejecución. A partir de ello, buscaremos determinar la conveniencia de su aplicabilidad en la práctica, los matices que de la misma pueden derivarse y los factores que pueden influenciar en su consecución.

Creemos oportuno poder efectuar este capítulo introductorio para poder acercar al lector de manera progresiva al tema objeto del presente trabajo, sin omitir aspectos que pueden resultar relevantes y decisivos para determinar la existencia del mecanismo en el caso concreto.

Con ello, no solo recurriremos a definiciones o facetas teóricas de prestigiosos autores, sino también a factores prácticos que pueden ser de utilidad en el ejercicio profesional.

ii.- Nociones Elementales del Leveraged Buyout

ii.i.- Concepto y elementos característicos

Desde el inicio, con el objetivo de otorgar claridad y certeza al lector sobre el mecanismo objeto de investigación y estudio en el presente trabajo, entendemos que resulta de una mayor conveniencia comenzar definiendo lo que se entiende por compras apalancadas o leveraged buyout. Para estos fines creemos oportuno recurrir a diversos autores que han tratado el tema, emitiendo cada uno de ellos un concepto propio de lo que entienden por compras apalancadas.

Así, en primer lugar, creemos conveniente mencionar la definición vertida por Joshua Rosenbaum y Joshua Pearl, quienes entienden que una compra apalancada (LBO) es:

“La adquisición de una empresa, división, negocio o cobro de activos ("objetivo") utilizando deuda para financiar una gran parte del precio de compra. La parte restante del precio de compra se financia con una contribución de capital de un patrocinador financiero. Los LBO son utilizados por patrocinadores para adquirir el control de una amplia gama de empresas, incluidas empresas públicas y privadas, así como sus divisiones y subsidiarias. El objetivo del patrocinador es lograr un rendimiento aceptable de su inversión de capital al salir, lo que se logra típicamente a través de una venta o IPO del objetivo” (Rosenbaum, Pearl, 2013, p.302).¹²²

¹²² La traducción pertenece al autor del presente trabajo.

De la misma forma, y en consonancia con la mentada referencia, creemos oportuno recurrir a la definición vertida por dos profesionales reconocidos a nivel internacional como son Steven Kaplan y Per Stromberg, quienes manifiestan que:

“En una compra apalancada, una empresa de inversión especializada adquiere una compañía que utiliza una porción relativamente pequeña de capital y una porción relativamente grande de financiamiento de deuda externa. En la actualidad, las empresas de inversión de compra apalancada se refieren a sí mismas (y generalmente se las conoce) como empresas de capital privado. En una transacción de compra apalancada típica, la empresa de capital privado compra el control mayoritario de una empresa existente o madura” (Kaplan, Stromberg, 2009, p.121)¹²³.

Por último, y a fin de hacer notar que la cuestión ha sido tratada por autores en nuestro país, podemos mencionar la definición vertida por Ernesto Anderson, quien se expresa de la siguiente manera:

“El LBO consiste en la adquisición del paquete de control interno de una sociedad comercial mediante, principalmente, su financiación a través de endeudamiento significativo tomado por la sociedad adquirente, cuyo repago es puesto en cabeza de la sociedad cuyo control interno se adquiere (usualmente denominada sociedad target)” (Anderson, 2008, S/P).

Tomando como base estas definiciones, debemos destacar que las mismas presentan aspectos esenciales compartidos conforme podrá analizarse en el siguiente apartado, los cuales permitieron romper con el esquema tradicional en los sistemas de adquisiciones y fusiones de empresas mediante la aparición principalmente de la industria del private equity.

El origen mismo de la industria se encuentra en el año 1948 con la creación de la American Research and Development (AR&D), siendo la misma una empresa especializada en invertir en compañías con problemas de liquidez y en las etapas tempranas de desarrollo (Fracica Naranjo, 2009, pp.37-38). Hasta finales de la década de 1970 los montos que se destinaban a esta industria eran relativamente pequeños, proviniendo los mismos de familias adineradas o fondos corporativos como Citicorp Venture Capital o Xerox. Posteriormente, con la reducción del impuesto sobre la renta del 35% al 28% para las inversiones de capital de riesgo por parte del Congreso de los Estados Unidos en el año 1978, así como la sanción de la Ley ERISA en 1979 que permitía a los fondos de pensiones realizar pequeñas inversiones en los fondos de capital privado, se produjo un cambio dramático y profundo que aceleró la expansión y profundidad del private equity, algo que hasta el día de hoy continúa en franco aumento.

Sumado a ello, debemos considerar que, dentro de los propios marcos del private equity, debemos diferenciar por un lado las compras apalancadas o leveraged buyout del venture capital.

Por un lado, las operaciones de leveraged buyout se efectúan sobre empresas que se encuentran en marcha, con un nivel de madurez considerado, lo cual conllevaría que mediante la inyección de liquidez precedentemente mencionada se obtenga una tasa de retorno menor que en el venture capital, con un menor riesgo, permitiendo a su vez que se amplíe el campo de actuación de las firmas intervinientes

¹²³ La traducción pertenece al autor del presente trabajo

Por su parte, en el caso del venture capital, las inversiones se efectúan sobre empresas cuyo nacimiento es reciente y que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo, lo cual conllevaría que la rentabilidad sea considerablemente superior a la obtenida en las compras apalancadas, pero con un nivel de riesgo que es mayor.

Sumado a ello, y pese a que no es materia de análisis en la presente investigación, creemos conveniente mencionar que asimismo las diferencias entre ambos métodos de inversión se denotan en cuestiones como la existencia y disponibilidad de activos de la empresa objetivo, el flujo de caja presente y futuro, el grado de rotación de los bienes que forman parte del inventario, la forma de financiación del flujo de efectivo necesario para efectuar la operación, entre otros.

A estos fines, podemos resumir dichas diferencias a partir de los siguientes esquemas (Peiro Ucha, 2015 S/P; Finance Train, 2021, S/P):

Private Equity		
Modalidades	Leveraged Buyout	Venture Capital
Objetivo	Empresas Maduras	Start-up
Costo de Capital	Bajo	Elevado
Ventaja Competitiva	Mayor eficiencia	Desarrollo Tecnológico
Niveles de Ingresos	Estables y Consistentes	Inestables y Desconocidos
Tasa Interna de Retorno	Moderada	Elevada
Estrategia para la empresa objetivo	Mejora/Cambio Operacional	Innovación de Productos
Estrategia de salida	Oferta Pública – Salida a los mercados / Adquisición / Venta mediante Secondary Buyout	Oferta Pública – Salida a los mercados /Adquisición
Cantidad de Activos	Elevada – Preferentemente de alta liquidez	Mínima
Productos y Mercado	Conocido y determinado	Desconocido e indeterminado
Capacidad Laboral	Baja necesidad de capital de trabajo	Alta necesidad de capital de trabajo

De esta forma, originada y expandida la práctica del private equity en general y las compras apalancadas en particular por los diversos países, siendo principalmente de aplicación originariamente en aquellos de origen anglosajón, podemos mencionar que a razón de ello se dio un giro drástico en la concepción que hasta ese momento se tenía de los negocios en el mercado financiero.

Como consecuencia de ello, se comenzaron a efectuar adquisiciones o fusiones de empresas con montos que con anterioridad hubieran resultado impensados. Esto se basó principalmente en la circunstancia de que se hizo cada vez más hincapié en uno de los elementos dirimientes de las compras apalancadas, como es la utilización de un alto porcentaje de deuda para financiar la adquisición o fusión de dos o más empresas, algo que pudo verse en gran medida con la actividad desplegada por parte de la compañía de inversión global KKR, la cual efectuó una de las mayores adquisiciones de la historia mediante el uso de compras apalancadas al adquirir al conglomerado tabaquero y alimenticio RJR Nabisco en 1989 (Diario EL PAIS Digital, 2017, S/P).

Mediante el mismo, la empresa o sociedad adquirente recurre generalmente a uno o varios bancos comerciales o de inversión a fin de que los mismos decidan la mejor manera de obtener el financiamiento que requiere la primera, el cual puede provenir de prestamistas principales, prestamistas subordinados o inversores en acciones, a la vez que puede existir un financiamiento conjunto de todos estos para con la misma, tal y como se verá más adelante.

En cuanto al grado de endeudamiento en el que incurre la sociedad adquirente para hacerse con el control de la target company o sociedad adquirida, no existe uniformidad de criterios entre los diversos autores, siendo algo que debe estar determinado en el caso concreto conforme las particularidades del supuesto fáctico a tratar.

Es por ello que, en este sentido, no puede recurrirse a fórmulas matemáticas o cálculos genéricos que sean de aplicación a todos los casos, sino que cada situación debe ser analizada de manera detallada y minuciosa en el caso concreto, lo cual permitirá determinar el porcentaje y grado de participación que tendrá el financiamiento externo y el capital propio en la operación.

Es a partir de este comportamiento de recurrir al financiamiento externo de la empresa para hacerse con la mayoría o totalidad de las acciones de la target que, comúnmente, se recurre al término de apalancamiento financiero como forma de expresión del mismo, entendiéndose por tal al efecto que produce sobre el capital propio la circunstancia de incorporar un determinado grado de deuda. Siendo incluso más específicos en la terminología, creemos conveniente recurrir a la definición vertida por Wild, Subramanyam y Halsey, quienes nos dicen que:

“El apalancamiento financiero es el uso de la deuda para aumentar las utilidades. El apalancamiento aumenta tanto el éxito (ganancias) como el fracaso (pérdidas) de la administración. La deuda excesiva limita la iniciativa y flexibilidad de la gerencia para explotar oportunidades lucrativas. Para los acreedores es preferible un mayor grado de capital propio como protección contra pérdidas en las adversidades. Si se reduce el capital propio como una parte proporcional del financiamiento de una compañía, se reduce también la protección de los acreedores contra pérdidas y, en consecuencia, aumenta el riesgo de otorgar crédito. El objetivo del análisis es medir el grado de riesgo resultante de la estructura del capital de una empresa” (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, pp. 520-521).

Conforme se verá a lo largo del presente trabajo, el mismo determina la relación que se establece entre el activo y patrimonio de una empresa con el pasivo de la misma, todo lo cual se debe encontrar plasmado en ratios de apalancamiento que otorguen claridad respecto a los estados contables y financieros de la target company.

Por su parte, debemos tener en consideración que este no es el único elemento distintivo de las compras apalancadas o leveraged buyout, sino que a su vez es necesario que, como complemento, esa deuda contraída por la empresa o sociedad adquirente para efectuar la mentada adquisición o fusión se encuentre garantizada con los activos o flujos de caja de la sociedad objetivo.

Esto es de suma relevancia por cuanto el peso de la carga de la deuda ha de recaer sobre la sociedad adquirida, con lo cual, y conforme se verá y analizará oportunamente, el riesgo que asume la empresa adquirente es prácticamente nulo. Es por esta razón que prestigiosos autores realizan un análisis crítico de la operatoria de las compras apalancadas, por cuanto quien asume el riesgo de sufrir graves perjuicios termina siendo la sociedad adquirida y no la adquirente, quien es la que en definitiva recurre al endeudamiento para financiar la operación.

Es importante destacar que la ausencia de cualquiera de estos dos elementos implicaría que en el caso concreto no estuviéramos hablando de una compra apalancada, por cuanto los mismos son necesarios e imprescindibles en su constitución.

ii.ii.- Modalidades y características distintivas

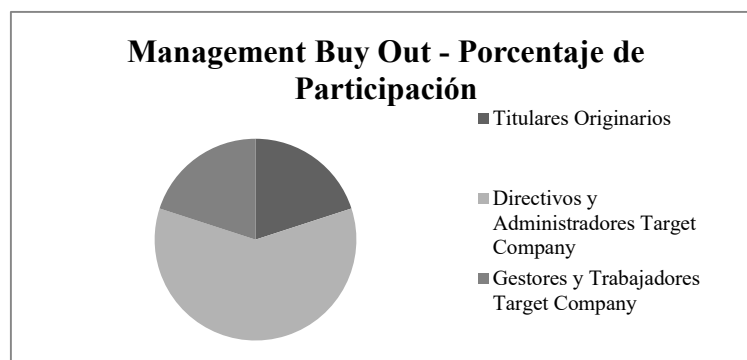
Mediante el presente apartado principalmente lo que buscamos es, previo a comenzar con los análisis pormenorizados de las compras apalancadas en su formato tradicional, dejar al lector la posibilidad de conocer las modalidades típicas en que se puede presentar la misma en la realidad.

Si bien entendemos que, por lo general, las mismas puede que ocurran con mayor frecuencia en aquellos países donde tiene su origen la operación, creemos importante mencionarlas a fin de que cada caso particular sea tenido en cuenta al momento de buscar una solución.

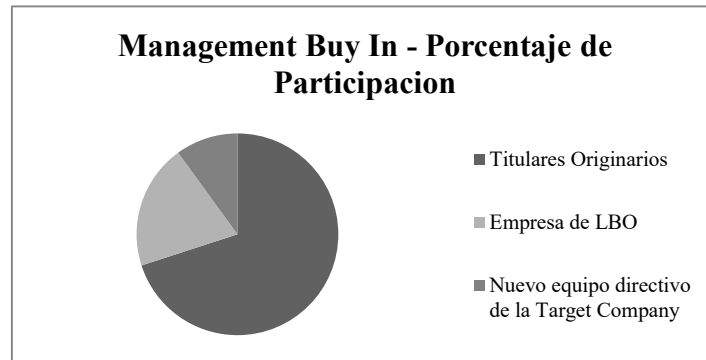
En mérito de lo antedicho podemos efectuar las siguientes distinciones siguiendo a dos autores de reconocido prestigio como son José Leyva Saavedra y María Isabel Candelario Macías (2000, S/P):

i. Modalidades conforme el Sujeto Adquirente

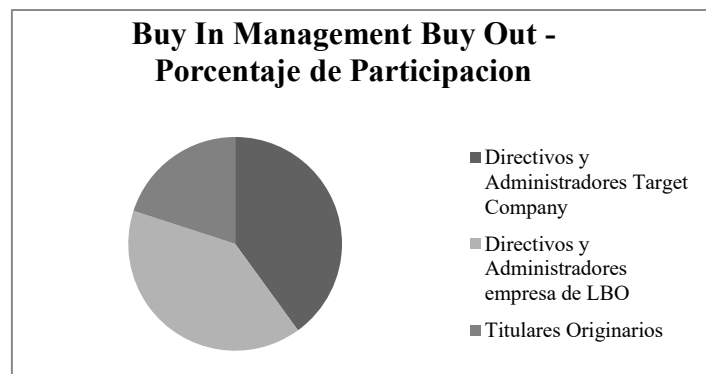
- **Management Buy Out (MBO - LMBO):** entiéndase por tal a aquella adquisición de los activos y las operaciones de la target company efectuada por parte de los directivos y administradores de la propia empresa, los cuales pueden o no utilizar la colaboración de agentes externos para su financiamiento (patrocinadores).



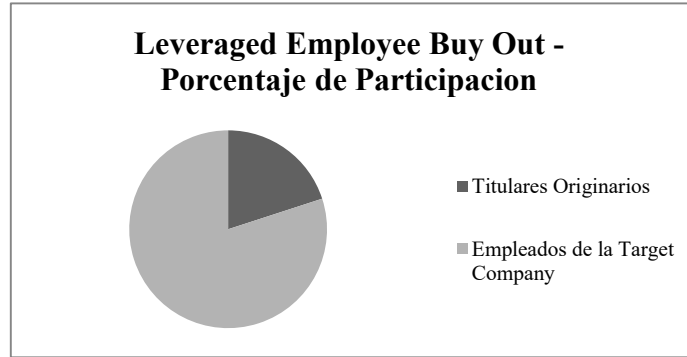
- **Management Buy In (MBI):** la presente adquisición implica que un nuevo equipo directivo ingrese en reemplazo del anterior en la empresa adquirida. Esto puede ocasionarse como consecuencia de que los integrantes de la empresa de LBO o sociedad adquirente entienden que se puede obtener un mayor grado de rentabilidad teniendo en consideración los productos y activos de la target, algo que requiere un cambio en la modalidad de gestionar los mismos, asumiendo que la misma puede estar infravalorada o mal administrada.



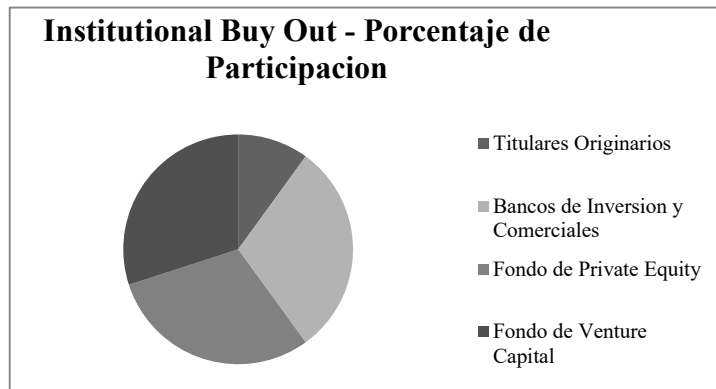
- **Buy in Management Buy Out (BIMBO):** el presente supuesto implica una combinación de las dos modalidades anteriores, teniendo en consideración que interviene el equipo directivo actual de la target company de manera conjunta con profesionales externos en materia de gerencia. Asimismo, este supuesto puede estar acompañado por el aporte de capital privado externo que actúe como soporte de la operación.



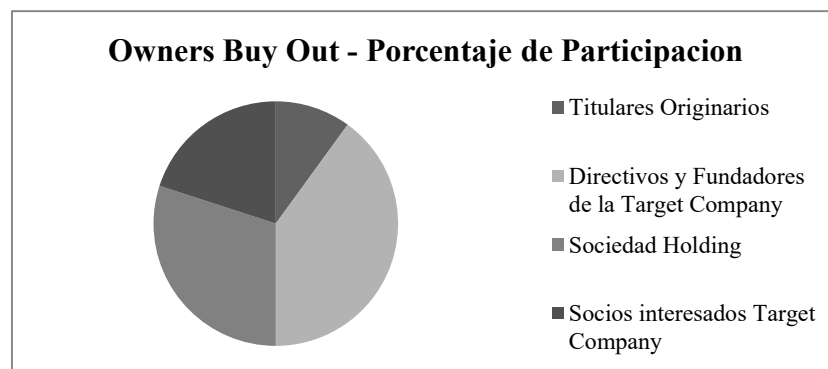
- **Leveraged Employee Buy Out (LEBO):** podemos dilucidar el presente caso cuando son los propios empleados de la target company quienes realizan la adquisición de la misma de manera total o mayoritaria a los fines de salvaguardar su existencia. Es importante mencionar que casos como el presente son poco ortodoxos, generándose en aquellas situaciones de extrema complejidad financiera de la empresa, lo que conlleva necesariamente que se desplieguen los mecanismos necesarios a fin de que no sea adquirida por terceros ajenos a la misma.



- **Institutional Buy Out (IBO):** en la presente modalidad, en contraposición a lo que ocurre en el caso del MBO, la target company es adquirida o controlada por un inversor institucional, dentro de los cuales podemos mencionar a una firma de capital privado, una institución financiera o una empresa de private equity.



- **Owners Buy Out (OBO):** en el presente caso, debemos referir que estamos hablando de la adquisición de la target company por parte de un grupo de directivos o fundadores que ya son parte de la misma, pero que llevan a cabo la operación mediante la creación de una nueva firma holding, la cual puede ser creada tanto con un patrocinador financiero como en los demás casos, o con una contribución total o parcial (o roll over) de los socios que decidan permanecer en la empresa.



- **Leveraged Take-over Bids (LTOB):** en este supuesto, las compras apalancadas se efectúan sobre empresas que cotizan en el mercado de capitales. Mediante la presente operación, una vez que se produce la adquisición de la target company, la misma es retirada del listado de empresas cotizantes, lo cual conlleva que a estas operaciones normalmente se las denomine Operaciones Public to Private o P2P.
- **Secondary Buy Out (SBO):** mediante el presente, referimos a la transacción que se realiza entre un patrocinador financiero y una empresa de private equity, o entre empresas de este tipo, y que tienen como objeto a una sociedad que poseen en su cartera. La puesta en ejecución de la presente modalidad resulta harto compleja atento entenderse que, cuando una firma de private equity tiende a desprenderse de una de sus empresas, lo hace generalmente por ventas de pánico relacionadas al mercado de la sociedad objeto de transacción.

ii. Modalidades conforme el Objeto Adquirido

- En este caso, tenemos que distinguir que las compras apalancadas pueden efectuarse sobre activos de una empresa (**Assets LBO**) o sobre participaciones o acciones (**Stocks LBO**).

La elección de una u otra modalidad estará relacionada con las ventajas fiscales o contables que la misma pueda brindar en el caso concreto. A su vez, dentro de este último caso, debemos distinguir según las compras de acciones o participaciones sean amistosas o hostiles, ocurriendo el primer supuesto cuando todos los accionistas o socios de la sociedad han decidido enajenar su participación en la misma, o, el segundo supuesto, cuando alguno de los mismos hubiere rechazado la propuesta aceptada por la mayoría.

iii. Modalidades en función de la estructura financiera y su forma de garantizar la operación

- **Secured LBO:** mediante el presente, nos referimos a las compras apalancadas que se encuentran garantizadas, ya que los activos de la target company son utilizados como garantía para el pago del financiamiento recibido por la empresa de LBO o sociedad adquirente.
- **Unsecured LBO:** En contraposición al supuesto anterior, en este caso la financiación que obtiene la empresa de LBO o sociedad adquirente no se encuentra garantizada con los activos de la target, recurriéndose a otro método a tales fines.

iv. Modalidades especiales

- **Leveraged Build Up (LBU):** creemos conveniente referir en un apartado separado al presente supuesto atento que, a partir del mismo, se recurre a una estrategia financiera que consiste en la utilización del endeudamiento como mecanismo para poner en marcha una serie consecutiva de adquisiciones efectuadas por varias empresas a los fines de lograr posicionamiento en el mercado o tomar control del mismo. Conforme se trate en cada caso, puede utilizarse una empresa o sociedad plataforma que actúe como catalizador de las posteriores adquisiciones en el sector, o bien se requiera la penetración en el mismo sin contar con dicha sociedad.

ii.iii.- Ventajas y desventajas de su aplicabilidad

Desde el punto de partida en el tratamiento del apartado que aquí nos corresponde, debemos decir que tantos los beneficios como los riesgos que se derivan a partir de la utilización de las compras apalancadas son múltiples, procurándose en el presente dar a conocer los principales

componentes de cada lado. Por otra parte, el lector tiene a su cargo la valoración que desee efectuar respecto a los mismos en torno a la importancia o peso que cada uno puede tener en la decisión que lo lleve a colocarse a favor o en contra de dicha operación.

Es por ello que, en primer lugar, e iniciando por los beneficios que se derivan de las compras apalancadas, podemos decir que las mismas otorgan la posibilidad para que empresas de diversas dimensiones puedan incorporarse al mercado mediante la adquisición y/o fusión que efectúen otra u otras firmas respecto a ellas, lo cual les permitirá posicionarse dentro del mismo, sin tener que recurrir a un aporte de capital de sumas cuantiosas que serían de imposible ejecución en caso de no contar con el debido respaldo financiero.

Quizás esta sea la principal ventaja que presente en la práctica para las empresas la utilización de las compras apalancadas, a partir de las cuales pueden recurrir a un patrocinador financiero que aportará un gran porcentaje del total a pagar a fin de hacerse con el control mayoritario o total de la target company.

En este sentido, creemos oportuno mencionar lo expresado por María Enciso Alonso-Muñumer y Antonio Serrano Acitores al decir:

“...nos encontramos ante una actividad financiera que se concreta en: (i) inversiones temporales en empresas de pequeña o mediana dimensión con el fin de potenciarlas y proceder posteriormente a su desinversión, a medio o largo plazo, con el objeto de materializar la plusvalía que, en su caso, hubiera podido generarse...” (Enciso Alonso Muñumer, Serrano Acitores, 2015, S/P).

De la misma forma, además de permitir que se efectúen operaciones que confieran la posibilidad de ampliar la actuación en el mercado de ciertas empresas, las compras apalancadas posibilitan que aquellas empresas o sociedades que afrontan dificultades financieras y/o económicas, o cuya posibilidad de expansión sea prácticamente nula o baja, (v.gr: empresas familiares) sean objeto de adquisición mediante las mismas.

De este modo, pueden superar las deficiencias presupuestarias que se pudieren presentar, así como ampliar el desarrollo productivo y comercial de pequeñas empresas que, sin esta operación, contarían con escasas posibilidades de crecimiento a corto, mediano o largo plazo.

De la misma forma, la posibilidad de reestructuración de capital y modelo de negocios de empresas en marcha resulta una de las virtudes a resaltar por cuanto permite que, mediante el asesoramiento financiero de profesionales, tal y como en los casos anteriores, se logre producir un cambio drástico en el modelo comercial o industrial utilizado, con márgenes de rentabilidad que en caso contrario difícilmente podrían ser logrados.

Es por ello que, en este inicio, podemos destacar que las compras apalancadas implican en cierto modo un beneficio tanto para compradores (pequeñas o grandes empresas que desean ampliar su mercado de actuación), vendedores (empresas con dificultades económico financieras que desean evitar su posible disolución o eventuales presentaciones falenciales), así como también para aquellos que desean reestructurar su modelo de negocios.

Como hipótesis claras de lo aquí referido, podemos traer a colación algunos de los modelos descritos en el apartado anterior, demostrando que, por ejemplo, en casos de dificultades económicas puede recurrirse a un Leveraged Employee Buyout (LEBO); para el supuesto de necesidad de reestructuración o cambio en el modelo de negocios se puede optar por un Management Buy In

(MBI); o por último, en caso de buscar expandir la actuación en el sector de mercado en el que actúe la sociedad o la injerencia en uno nuevo, puede utilizarse el Leveraged Build Up (LBU).

En consonancia con lo antedicho, y analizando uno de los elementos dirimientes de las compras apalancadas que estudiaremos en detalle más adelante, que es el apalancamiento financiero, debemos comprender que cuanto más elevado sea el grado o ratio de utilización del mismo, mayor será el grado de rentabilidad obtenido en caso de que se obtengan resultados positivos.

De la misma forma, entre otro de los beneficios puede nombrarse al carácter temporal que poseen las compras apalancadas desde el momento inicial en que son puestas en marcha. Resulta importante aclarar el presente atento a que, cuando los patrocinadores financian las adquisiciones y/o fusiones, tienen programado un lapso temporal de duración de las mismas, cuyo horizonte de inversión se encuentra enmarcado en el mediano plazo.

Por lo general, dicho periodo de tiempo no supera los diez años desde la puesta en ejecución de la operación a fin de obtener las rentabilidades pretendidas. Mediante esto, lo que se busca es el logro de los objetivos no solo para la industria del private equity en general, sino principalmente para las empresas y accionistas que forman parte del mecanismo, los cuales necesariamente deben conocer el lapso temporal de su inversión a los fines de tener un mínimo grado de certeza respecto a la misma.

Por otra parte, creemos oportuno considerar a su vez un factor que debe ser considerado a la vez como beneficio y como riesgo. Esto lo decimos en tanto y en cuanto nos referimos a la forma de garantizar el endeudamiento que se encuentra financiado por uno o más patrocinadores financieros. En este sentido, María Enciso Alonso-Muñumer y Antonio Serrano Acitores nos dicen en el artículo supra referido que:

“...el capital riesgo se configura como una fuente de financiación ventajosa respecto a la financiación bancaria, puesto que las entidades de capital riesgo están dispuestas, entre otras cosas, a participar financieramente en la empresa, mejorando su imagen y permitiendo la obtención de financiación adicional mediante endeudamiento. Y es que, más allá de las definiciones legales del capital riesgo, este también puede ser entendido como una modalidad de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional, quien además de invertir recursos económicos aporta conocimiento y contactos e invierte en compañías de elevado potencial de crecimiento a través de la compra de participaciones societarias (normalmente minoritarias) con la expectativa de obtener a corto o medio plazo plusvalías que en gran parte resultarán de la venta de dicha participación o de los dividendos percibidos. Así, el capital riesgo tiene especial relevancia en dos momentos de la historia de una empresa: en el inicio, es decir, en el momento de poner en práctica la idea de negocio, y en la etapa de madurez, para reestructurar o expandir la idea inicial de negocio”. (Alonso-Muñumer, Serrano Acitores, 2015, S/P)

Siendo más explícitos, podemos decir que, desde el lado de la empresa de LBO o sociedad adquirente, la posibilidad de recurrir a un alto nivel de endeudamiento que se encuentre garantizado con los activos o flujos de caja presentes y futuros de la sociedad adquirida implicaría en cierto modo un beneficio al limitar su exposición al riesgo, logrando de esa manera que las pérdidas de la misma sean limitadas.

No obstante ello, debemos ser plenamente conscientes de que, lo que implica un beneficio o ventaja para la empresa de LBO o sociedad adquirente, termina siendo un grave riesgo para la target company, la cual se encuentra expuesta de manera plena ante las adversidades que pudieren devenir en el futuro como consecuencia de la puesta en marcha de la compra apalancada. Es por ello que, en este punto de inflexión, creemos conveniente resaltar lo que a nuestro entender es la principal desventaja que presentan las compras apalancadas, esto es, el alto nivel de endeudamiento como forma de apalancar la operación.

A su vez, y en cuanto a beneficios fiscales refiere, estimamos oportuno tomar en cuenta lo dicho por Carlos Antonio Aliberti, el cual en primer lugar nos dice que *“El beneficio del apalancamiento financiero en presencia de impuestos, es denotado por la tasa de capitalización neta que expresa la diferencia relativa entre la rentabilidad del accionista con respecto al capital aportado y el coste de ese capital”* (Aliberti, 2009, S/P).

Asimismo, el autor efectúa un análisis respecto a los beneficios que se pueden obtener a partir del mismo, ya sea en un escenario que tenga o no impuestos. A los fines del presente estudio, resulta de relevancia el primer supuesto, a partir del cual el autor entiende que: *“...en presencia de impuestos, la deuda es una alternativa preferente a la suscripción de capital, por dejar al emprendedor el “VAN incremental” del escudo fiscal por intereses”* (Aliberti, 2009, S/P). Esto, a su vez, se encuentra respaldado por una de las conclusiones a las que llega el autor cuando dice que:

“El análisis verifica que el financiamiento, mediante un contrato de deuda o a riesgo, brinda un beneficio de naturaleza financiera, con independencia de la existencia o no de impuestos. Ello denota un principio de sentido común: una actividad en el sector real cuya rentabilidad supere al coste de mercado del dinero, conforme con el riesgo de su destino, deja a su emprendedor con un beneficio extraordinario por el financiamiento de terceros según se deriva del diferencial entre ambas tasas de rentabilidad, real y financiera” (Aliberti, 2009, S/P).

Es por ello que, si bien se pudo observar que el efecto palanca en casos de crecimiento de la sociedad adquirida conllevaría un alto retorno en los ingresos de las partes intervinientes, no podemos negar y dejar de resaltar que, en caso contrario, cuando la proyección de crecimiento y sostenibilidad de la deuda no puedan cumplimentarse, la que se verá comprometida y expuesta en su existencia no es nada más ni nada menos que la target company. Esto es algo que, de manera muy simple y sutil, Juan Martín explica al decir que:

“Desde la perspectiva del comprador, los LBO tienen algunos riesgos. La principal desventaja es que, una vez que se completa el trato, el negocio objetivo está muy apalancado. Este escenario permite un pequeño margen de error. Un problema con la liquidez, como la pérdida de unos pocos clientes clave, podría poner al negocio en grave peligro” (Martín, 2018, S/P)

La utilización de deuda en forma desmedida, tanto sea esta principal como subordinada, implicaría un alto grado de exposición con serias posibilidades de conllevar la insolvencia de la propia target. Pero no es esta la única desventaja que presentan las compras apalancadas, entendiendo que no son pocos los casos en los cuales, como consecuencia de la utilización de la misma, se deben realizar ajustes en la estructura de capital y en el personal de la sociedad adquirida a fin de moderar costos que permitan hacer frente al pago de la deuda.

Si bien no es algo que ocurra en todas las ocasiones, no podemos dejar de reconocer que, aunque remota, es una posibilidad que implica ciertos conflictos entre los trabajadores de la target por una parte, y los directivos y patrocinadores que promovieron la utilización del mecanismo por la otra. Es por ello que, planteada tangencialmente la posibilidad de existencia de este escenario, debemos entender que los costos colaterales que pueden derivarse del mismo no son pocos.

En este sentido, deben destacarse por un lado no solo los conflictos internos entre directivos y trabajadores, sino también la posibilidad de que los mismos recurran a la utilización de medidas de fuerza en forma de protesta; o la existencia de una disminución en su rendimiento; así como también el supuesto de ser proclives al sometimiento de múltiples juicios laborales, con los costos de tiempo y gastos que los mismos implican.

Estas situaciones deben ser analizadas entendiendo que el mayor o menor éxito de la operación se encuentra íntimamente relacionado con la continuidad en la producción y/o explotación de la target company, la cual actúa como garantía ante el financiamiento provisto para llevar a cabo la operación.

Es por ello que, la pérdida de liquidez y solvencia en la empresa, conllevaría que la misma deba someterse a la ley concursal a fin de poder sopesar el costo económico y financiero de su falta de funcionamiento, lo cual demuestra el poco margen de error que posee la operación.

Sumado a lo antedicho, debemos pensar que el análisis que requiere la implementación de las compras apalancadas necesita un enfoque detallado y pormenorizado no solo de las condiciones internas y estructurales de la sociedad a adquirir, sino también de los factores macroeconómicos que presenta el país en el cual se va a llevar a cabo. Esto lo decimos por cuanto todos entendemos que no es lo mismo proyectar un negocio en el Reino Unido o Australia que hacerlo en Argentina o Brasil, por dar un ejemplo.

Es por ello que, la posibilidad de que mediante las compras se cree valor y otorgue eficiencia por un lado, o por el otro se ocasione una insolvencia desmedida, es algo que debe analizarse en cada caso concreto.

Desde ahora y a fin de no generar falsos entendimientos, debemos decir que en nuestra opinión personal somos férreos opositores a la utilización del mecanismo de las compras apalancadas para la comisión de hechos delictivos, así como también para el supuesto en que la misma sea utilizada para provocar el vaciamiento de una empresa.

Creemos oportuno realizar la presente aclaración por cuanto, tal y como se analizará, lo que se pretende es comprender las consecuencias positivas o negativas que se derivan a partir de un uso de la operación acorde a derecho (pese a que no esté regulado en nuestro país), y no como mecanismos de defraudación o comisión de hechos delictivos.

iii.- Operatividad del Leveraged Buyout

iii.i.- Partes intervinientes

Tal y como fuera destacado en los apartados anteriores, en las siguientes páginas lo que se buscará plasmar es la forma de funcionamiento típica de las compras apalancadas o leveraged buyout, atento no existir mayores divergencias respecto a las demás modalidades que fueron oportunamente mencionadas, las cuales solamente requieren que el lector efectúe una mínima modificación respecto a quien actúa como adquirente o adquirido.

Es por ello que, en este sentido, y a fin de poder seguir un hilo conductor ordenado en el desarrollo de la presente investigación, buscamos plasmar el siguiente contenido respecto a las partes intervinientes, tomando en consideración los conceptos vertidos por Sergio García Long (2019).

En primer lugar, de manera clara, el autor nos indica la íntima relación que existe entre el private equity y el leveraged buyout, al expresar que los fondos de private equity reciben tal nombre *“porque se capta dinero privado para comprar participación social en empresas privadas, esto es, que no cotizan en bolsa”* (García Long, 2019, p..352). Asimismo, el autor es claro cuando indica:

“Tan cierto es esto que los fondos de buyouts pueden comprar tanto empresas privadas como empresas que cotizan en bolsa, pero cuando se da este último caso proceden a deslistar la empresa para que sea privada (deslistada). Por ello a las compras lideradas por empresas de LBO se las conoce como going private transactions o public-to-private transactions”. (García Long, 2019, p. 353)

Por otra parte, es claro al momento de determinar cuáles son los aspectos determinantes de un leveraged buyout al decir que:

“...este tipo de operación se conoce como compra apalancada (leveraged buyout) pues, en términos financieros, apalancamiento significa deuda. Sin embargo, los altos niveles de deuda, si bien es una característica principal, no es la definitoria. La gran particularidad de los LBO es como se garantiza y paga el financiamiento obtenido para comprar el target. Un comprador estratégico podría estructurar una adquisición con un alto nivel de apalancamiento, pero no necesariamente dicha adquisición calificaría como LBO. Para que la misma sea un LBO el financiamiento debe ser garantizado –en última instancia- con los activos del target y pagado principalmente con los flujos de caja futuro de este. En otras palabras, el comprador adquiere el target, se endeuda, le transfiere la deuda al target y este mismo lo paga con sus flujos de caja esperados”. (García Long, 2019, p. 349)

Así, de esta forma, creemos conveniente mencionar en primer lugar a quienes van a ser las partes adquirente y adquirida en la operación de compra apalancada.

Respecto a la **Empresa de Leveraged Buyout o Sociedad Adquirente** podemos decir, siguiendo a García Long, en primer lugar, que la misma es representada generalmente:

“...por empresas de LBO, quienes previamente han levantado dinero en un fondo y obtienen altos niveles de deuda para financiar cada una de sus operaciones, en donde dicha deuda es pagada con los flujos futuros del mismo target que adquieren, con la intención de realizar la desinversión en el corto o mediano plazo”. (García Long, 2019, p. 353)

Empresas de este tipo se considera que realizan adquisiciones de índole financiera, por cuanto su objetivo no es realizar una inversión con un importante aporte de capital que permita ejecutar un crecimiento horizontal de su mercado de actuación (como sería el caso de las empresas que realizan operaciones de compraventa con una finalidad estratégica), sino ante todo otorgar rentabilidad a aquellas personas e instituciones que le confiaron oportunamente fondos para efectuar dicha transacción.

De la misma forma, es relevante destacar la limitación temporal y de responsabilidad por parte de la empresa de leveraged buyout que ejecuta la operación que aquí analizamos, teniendo en consideración que el objetivo principal de la misma es, amén de la adquisición de la target, la potenciación económica de la misma a fin de poder venderla en un corto o mediano plazo (promedio de diez años, implicando cinco de inversión y cinco de desinversión). Por otro lado, en lo que refiere a la limitación de responsabilidad, García Long nos manifiesta lo siguiente:

“Cuando el LBO es liderado por una empresa de LBO, el primer paso es levantar un fondo con dinero de inversionistas millonarios (fondo de pensiones, compañías de seguro, fondos mutuos, bancos, endeuoments, entre otros). Este fondo toma la forma de un limited partnership, en el cual la empresa de LBO es el general partner, mientras que los inversionistas son los limited partners. De esta forma, la empresa de LBO es el administrador del fondo y los inversionistas son los que aportan el capital y solo asumen como riesgo la pérdida de ese capital aportado (debido a la responsabilidad limitada)” (García Long, 2019, p.354).

Con motivo de la limitación de la responsabilidad que busca lograrse con el presente mecanismo por parte de las empresas de leveraged buyout, amén de la constitución de fondos como fuere expresado oportunamente, las mismas tienden a crear vehículos para fines especiales (SPV por sus iniciales en inglés). En este sentido, se expresa que:

“Para lograr tal objetivo se crean SPVs para que sean ellas las que ejecuten la operación. Se constituyen al menos dos SPV, una titular de la otra (matriz y subsidiaria), y ambas de titularidad del fondo. Pero el fondo no asume ningún compromiso frente al vendedor para garantizar la capitalización de las SPV y así proveer los fondos necesarios para que la subsidiaria pueda pagar el precio de compra” (García Long, 2019, p. 368).

Es con esto que, a partir de las mentadas sociedades vehículo, se limita la responsabilidad aún más de la empresa de leveraged buyout, tornando en cierto modo imposible el cumplimiento de las obligaciones que son a cargo de la adquirente para el supuesto de que el enajenante decida constreñirlo por la vía legal. Es importante destacar en este punto que el vendedor conoce la estructura legal montada por el comprador a los fines de adquirir su empresa, aspecto que no debe ser dejado de lado al momento de analizar las responsabilidades de cada parte. Pese a ello, en los últimos años se tendió a procurar que el fondo conformado por la empresa de leveraged buyout tienda a firmar un compromiso de fondeo de capital en favor de la matriz, todo a los fines de garantizar parte del precio al vendedor. Sumado a ello, conforme nos enseña García Long:

“La cláusula MAC y el termination fee son las dos grandes salidas que suele pactar el comprador en su favor en una operación de M&A. La diferencia entre ambas es que mientras la cláusula MAC es ambigua en su supuesto de hecho y permite cancelar la operación a bajo costo, el reverse termination fee permite una salida más cierta pero con el pago de una compensación (el fee previamente pactado)” (García Long, 2019, p. 373).

Más allá de lo expresado, la actuación de estos fondos implicaría en el caso concreto una inyección de liquidez para la target, la cual puede encontrarse afrontando problemas económico financieros o una necesidad de reestructuración de capital, lo cual le permitiría sobrellevar dichas dificultades para poder lograr eventualmente el crecimiento sostenido que sea, no solo redituable a sus fines, sino también a los de la empresa de leveraged buyout.

De este modo, y pasando a la **Target Company** o **Sociedad Objetivo**, la misma debe reunir determinados requisitos a fin de que pueda ejecutarse la compra. En primer lugar, y como se referenciara oportunamente, es necesario que se trate por lo general de una empresa madura, en contraposición a la idea de una empresa que se encuentre en las primeras fases de su desarrollo, por cuanto en este último caso entendemos resultaría de mayor conveniencia recurrir al venture capital.

De la misma forma, entendemos que el flujo de caja de la misma debe ser estable, no presentando grandes variaciones estacionales. Asimismo, son prioritarias aquellas que cuentan con un nivel de activos considerable, entendiendo que estos últimos y los flujos son los que actuarán de garantía en el financiamiento obtenido. A su vez, es necesario que la target posea niveles de endeudamiento relativamente bajos, atento que el grado de apalancamiento que deberá afrontar no es menor; sumado a que sus proyecciones de crecimiento así como flujos futuros de ingresos deben ser consistentes con la deuda, ya que en caso contrario la posibilidad de hacer frente a la misma sería casi imposible.

Por último, la posibilidad de contar con un grado de rotación de inventario elevado permitiría otorgar una mayor certeza sobre el continuo movimiento de productos con los que cuenta la sociedad objeto de adquisición.

Una vez detalladas las que serían las partes centrales en la operación, debemos pasar ahora a considerar a aquellas que colaboran con la puesta en ejecución del leveraged buyout, las cuales no deben ser consideradas como secundarias, debido a que cumplen cada una un rol clave dentro de la misma.

En este sentido, es importante mencionar a la **Sociedad Vehículo o Newco**, la cual es constituida a los efectos de actuar como intermediario entre adquirente y adquirida.

Mediante la misma, constituida por la empresa de leveraged buyout (a partir del fondo formado para la operación), se obtiene el financiamiento necesario para llevar a cabo la compra apalancada. Dicha sociedad es constituida solamente a tales efectos con aportes mínimos de capital, buscando de alguna forma limitar el grado de responsabilidad de la sociedad adquirente, conforme se analizara oportunamente. A partir de esto, lo que busca la empresa de leveraged buyout es que la sociedad vehículo sea la que actúe en la transacción comercial y convencional a efectuarse, ya sea que se trata de una adquisición o una fusión.

Conforme se destacara precedentemente, es relevante reiterar que pueden constituirse por parte del fondo creado al efecto por la empresa de leveraged buyout más de una sociedad vehículo, actuando la primera como matriz y la segunda como subsidiaria. Las mismas carecen de financiamiento alguno, lo cual conlleva que se las llame sociedades o empresas cascaron, limitándose su creación al solo efecto de hacerse con el control del paquete accionario de la target. La interposición de varias personas jurídicas afecta a la exigibilidad que pueda pretender ejercer el vendedor respecto a la empresa de leveraged buyout, teniendo en consideración todos los motivos que se expresaran oportunamente. En este sentido, García Long nos expresa que:

“Una manera de estructurar un LBO sería la siguiente. La empresa de LBO podría crear una subsidiaria (Shell Company) con el propósito de que esta sea la parte contractual en el contrato de adquisición y, por ende, sea quien adquiera directamente el target. Para realizar esta adquisición el sponsor consigue que un banco le preste el 70% del precio de la adquisición a la subsidiaria (el sponsor podría otorgar algún tipo de garantía desde que la subsidiaria no tiene más

activos que las acciones del target). Realizados los desembolsos por parte del banco, la subsidiaria puede cerrar la adquisición” (García Long, 2019, p.350).

Por último, y no menos importante, debemos mencionar a quienes se encargan de otorgar el financiamiento necesario para que la operación pueda llevarse a cabo. Tal y como se sostuviera oportunamente, el nivel de equity resulta considerablemente menor al de debt en estas operaciones, con lo cual es necesario contar con **financiadore**s.

En este punto, si el comprador no cuenta con el financiamiento necesario que proviene generalmente de los bancos, no podrá ejecutar la operación de compra apalancada. Atento la complejidad de la operación y la multiplicidad de partes intervinientes, los mismos tendían a recurrir a múltiples mecanismos de protección, entre los cuales se pueden mencionar los compromisos no vinculantes como las highly confident letters. Asimismo, el banco podía utilizar documentos precontractuales no vinculantes como los term sheets, evitando de esa forma la fuerza vinculante de los contratos; o las debt commitment letters, las cuales podían incluir un Market Out o Market MAC para el supuesto en el que varíen de manera adversa las condiciones del mercado. (García Long, 2019, pp. 369-371).

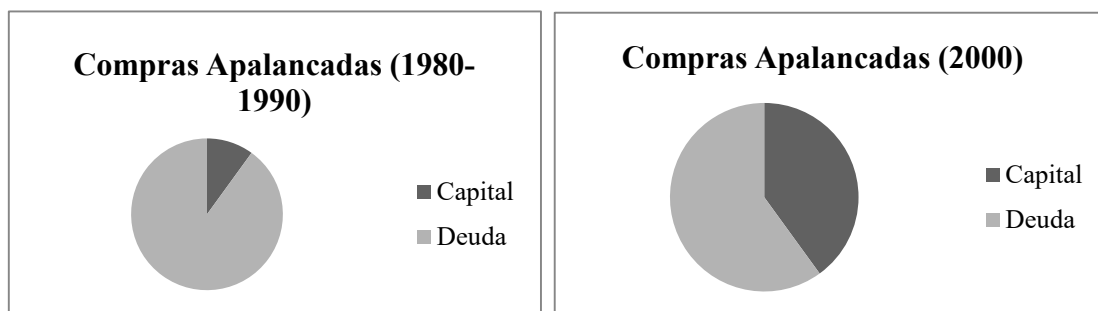
La aplicabilidad de estos métodos en cierto modo se fue restringiendo a los fines de evitar el desentendimiento completo de los financiadores, algo que se vio plasmado con la utilización de los bridge financing como medio de otorgamiento de un porcentaje del crédito al comprador a los fines de garantizar parte del precio de la operación. (García Long, 2019, p. 372). Creemos conveniente destacar lo expuesto por el autor aquí tratado cuando indica que:

“...una compra financiera es muy diferente a una compra estratégica. Mientras que en una compra estratégica el comprador es la parte contractual que firma el contrato y adquiere directamente el target, utilizando para ello principalmente dinero propio y no ajeno (deuda), las compras financieras tienen una estructura corporativa y contractual diferente. Esta estructura se justifica desde que el sponsor no usa todo el dinero del fondo, sino una pequeña parte en relación con toda la deuda que adquiere para financiar la compra del target” (García Long, 2019, p.351).

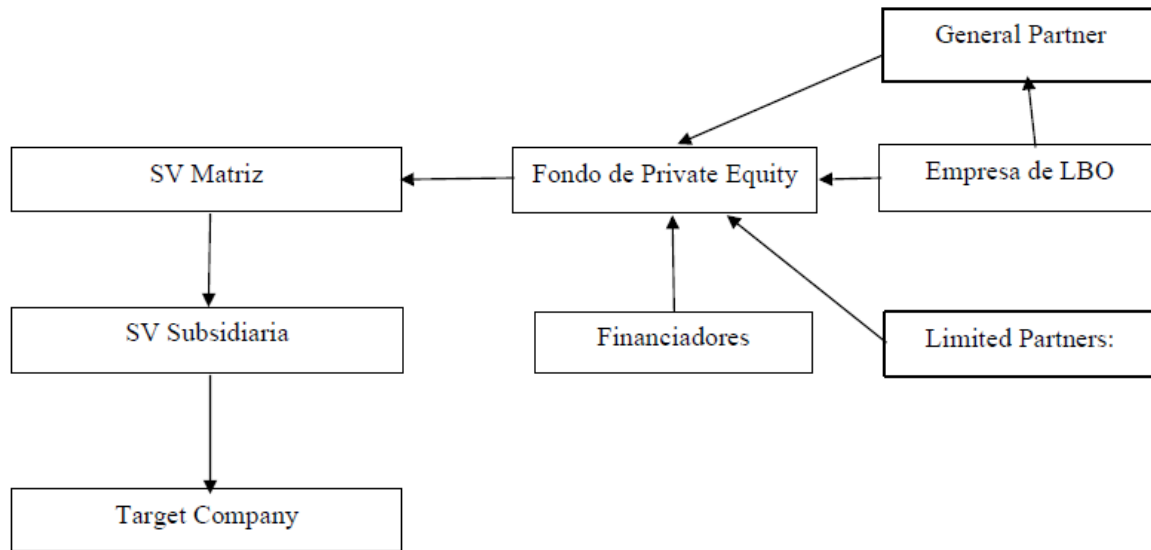
A los fines eminentemente prácticos, resulta interesante transcribir lo expresado por García Long cuando refiere que:

“En promedio, durante la década de 1980 las empresas de LBO usaban entre 80% y 90% de deuda y solo 10%-20% de capital, mientras que durante la década de 2000 el apalancamiento bajó a 60%-70% de deuda, lo cual sigue siendo un ratio muy alto respecto a la estructura de capital (equity vs debt)”. (García Long, 2019, p. 357)

Esto puede quedar graficado de la siguiente manera:



Es por ello que, como bien puede imaginar el lector, los principales proveedores de fondos externos para la ejecución de las compras apalancadas son las entidades financieras, las cuales pueden actuar individualmente o hacerlo de manera sindicada en caso de que las sumas necesarias para fondear la operación fueren demasiado elevadas. A los fines de poder expresar de manera gráfica la participación de cada sujeto interviniente, creemos oportuno efectuar el presente esquema:



Encontrándose expuestos hasta aquí los principales sujetos intervinientes en el leveraged buyout, pretendemos ahora centrarnos en los tipos de deuda que financian en gran medida la operación, por cuanto la misma no es idéntica y única en todas las operaciones, conforme seguidamente veremos.

iii.ii.- Modalidades de endeudamiento

Estimamos oportuno analizar el presente punto tomando inicialmente en consideración que las cualidades y cantidades de deuda utilizadas en las compras apalancadas no son uniformes, algo que necesariamente debe ser tenido en cuenta por el lector a los fines de indagar y comprender con claridad la presente cuestión.

En primer lugar, creemos conveniente seguir lo expuesto por María Cruz Manzano Frías, la cual entiende que *“La deuda de una operación de LBO toma la forma de deuda sénior (senior debt) y deuda subordinada (second lien debt, mezzanine, payment-in-kind notes)”* (Manzano Frías, 2007, pp.40 y ss). Tomando como punto de partida este cuadro, debemos considerar que la deuda principal se distingue de la subordinada por el hecho de que, en caso de que la target company se incorpore a un proceso concursal, la misma tendrá preferencia por sobre la deuda subordinada a los fines del cobro de los créditos pertinentes. En este sentido, es claro Ignacio Díez Torca cuando, al mencionar la deuda subordinada, nos dice que:

“Se trata de deuda que, en caso de bancarrota, tiene prioridad inferior a la deuda senior, es decir, que solo comenzaría a recuperar su capital cuando la deuda senior hubiera recuperado el 100% de la cantidad debida. Lógicamente, es una deuda con más riesgo que la senior, pero con una rentabilidad esperada superior” (Díez Torca, 2010, p.4).

De la misma forma, De Andrés, Garrido y Power nos dicen, al distinguir la deuda según su rango que:

“El rango es la prelación de cobro. A menor rango, mayor riesgo de no cobrar y, por tanto, mayor rentabilidad exigida (cumpliéndose el axioma aplicable a los activos financieros de que riesgo y rentabilidad se mueven en la misma dirección. Por regla general, las entidades financieras son proveedores de deuda senior y se benefician de garantías de primer rango, mientras que otras estructuras subordinadas o junior (y por tanto más arriesgadas) suelen ser facilitadas por fondos de private equity, fondos de crédito, etc. Normalmente, los LBO mezclan deuda senior con deuda mezzanine (un híbrido que combina deuda con instrumentos de equity, como warrants o call options), second lien (deuda subordinada a la deuda senior, pero preferente a la mezzanine) o unitranche (estructura que combina deuda senior y subordinada), mientras que el resto de financiaciones suelen consistir en tramos senior” (De Andrés, Garrido, Power, 2021, S/P).

A su vez, conforme indica Manzano Frías (2007, p. 40), es común dividir a la deuda senior en tramos (A, B, C) conforme los plazos y amortizaciones de la misma, la cual a su vez tiene como colateral los activos de la empresa objetivo. Atendiendo a la diferenciación antes descrita, la autora expresa que, entre los tramos se puede distinguir lo siguiente: *“El tramo A tiene un plan de amortización fijo y un plazo entre seis y siete años. Los tramos B y C suelen tener amortización al vencimiento (bullet amortisation) y plazos de vencimiento mayores”*. (Manzano Frías, 2007, p.40)

Por su parte, en lo referente a la deuda subordinada, Manzano Frías nos dice con total claridad que:

“El plazo de la denominada mezzanine debt excede habitualmente de los cinco años y se amortiza al vencimiento. La second lien debt es un híbrido entre la senior debt y la mezzanine debt, y los derechos de sus tenedores, en el caso de liquidación de los activos, se sitúan detrás de los de la senior debt. Las denominadas payment-in-kind-notes (PIK) son deuda que lleva aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda. El coste del endeudamiento está en relación directa con el tipo de deuda emitida, teniendo en cuenta que el coste de los diferentes tramos (tranches) está determinado por el riesgo de los mismos” (Manzano Frías 2007, pp.40-41).

De la misma forma, la autora distingue entre los distintos estadios por los cuales atraviesa un proceso de compra apalancada y su correlación con el tipo de deuda utilizada, estableciendo que:

“La deuda en los primeros estadios de estas operaciones adopta la forma de préstamos por parte de bancos, que suelen organizar créditos sindicados o traspasar la deuda en los mercados secundarios a otros inversores — fundamentalmente, fondos de pensiones, hedge funds, fondos de inversión y vehículos de CDOs. La financiación bancaria, al principio de una operación LBO, a veces toma la forma de créditos puente (bridge loans)” (Manzano Frías, 2007, p. 41).

Esto es explicado de manera precisa cuando seguidamente expone que:

“...lo usual es que al principio de la operación sean los bancos los que se conviertan en proveedores directos de financiación mediante préstamos (leveraged loans). Los vehículos de CDOs —y más particularmente los Collateralised Loan Obligations (CLOs), que son CDOs especializados en la compra de préstamos— compran parte de los distintos tramos de los leveraged loans, los empaquetan y a veces les proporcionan ayudas crediticias (credit enhancements); y, tomando estos paquetes como colateral, emiten, a su vez, nuevos instrumentos de deuda con características distintas de plazo y tramos de riesgo. Los vehículos de CDOs compran financiación procedente no solo de las operaciones de LBO, sino también de otro tipo de operaciones, como, por ejemplo, titulizaciones de préstamos hipotecarios” (Manzano Frías, 2007, p.41).

Es por ello que, a partir lo antes expuesto, creemos oportuno clarificar que los CLO son títulos o valores de deuda que se encuentran respaldados por una gran cantidad de préstamos apalancados, los cuales son adquiridos por los administradores de CLO, estando los mismos agrupados y distribuidos en diversos tramos. Esto último se realiza con la finalidad de poder otorgar a la multiplicidad de inversores interesados una diversidad de títulos o valores conforme su perfil de inversión, teniendo en cuenta la calificación de los mismos, el riesgo implícito que conllevan y su rentabilidad.

A partir de este mecanismo, los bancos pueden distribuir el riesgo crediticio que se deriva de los presentes préstamos apalancados en el mercado, a la vez que otorgan a los inversores la posibilidad de participar en los mismos con diversos rendimientos y riesgos.

Por último, creemos conveniente dejar un recado de color siguiendo lo expuesto por Anil Shivdasani y Yihui Wang, quienes establecen una íntima vinculación entre el auge de las compras apalancadas y la expansión del mercado de obligaciones de deuda garantizada (CDO) entre los años 2004 y 2007 (Shivdasani, Yihui, 2011, S/P).

Los autores comprendieron que dicho instrumento financiero se encontraba respaldado por prestamos corporativos, esto es, mediante una obligación de préstamo garantizado (CLO), entendiendo que estos tenían una calificación crediticia baja y podían ser utilizados para efectuar compras apalancadas por parte de una firma de capital privado para tomar una participación mayoritaria en una compañía existente.

De esta manera, los créditos mediante los cuales se financiaban las compras apalancadas en ese momento se realizaban mediante estos vehículos financieros, lo cual permitió que una amplia gama de inversores institucionales como fondos de cobertura, compañías de seguros, fondos de pensiones y otros inversores institucionales pudieran invertir en CDO para intervenir indirectamente en préstamos LBO.

Ante esto, creemos conveniente destacar lo expresado por los autores a los fines de demostrar su íntima vinculación cuando nos dicen que:

“La calificación más alta de los tramos senior permitió que los CDO se vendieran a un amplio universo de inversores como bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y ciertos gestores de activos que de otro modo no habrían invertido en instrumentos de alto rendimiento. Por lo tanto, el proceso en tramos permitió financiar activos de grado especulativo subyacentes a los CDO utilizando una capacidad mucho mayor en los mercados en grado de inversión. Los CLO, que tenían principalmente préstamos apalancados que

podían utilizarse para financiar los LBO, eran una parte muy importante del mercado de CDO y atraían a muchos de los mismos inversores que invirtieron en CDO” (Shivdasani, Yihui, 2011, p.1296)¹²⁴.

Lo antedicho explica por qué estos títulos de deuda garantizada tienen como colateral un conjunto de instrumentos de deuda que van desde bonos públicos o privados, hasta hipotecas, préstamos, e incluso otro CDO. Quisimos tratar por separado este instrumento financiero debido a que el mismo puede estructurarse tanto como deuda senior o mezzanine de acuerdo al nivel de riesgo y calificación crediticia que se le otorgue.

iii.iii.- Puesta en ejecución

Determinados al llegar a este punto no solo los principales partícipes de las compras apalancadas, sino también los mecanismos de financiamiento utilizados, debemos pasar ahora a detallar el funcionamiento de la operación considerada en sí misma, tomando el modelo tradicional como fuere especificado oportunamente.

A partir de ello, podemos decir en primer lugar que, el inicio de la compra apalancada tiene lugar a partir de la decisión del comprador (por lo general un fondo de private equity o una empresa de leveraged buyout) de ampliar su horizonte de actuación. Para ello, busca hacerse con el control de una empresa en marcha con cierto grado de madurez que evite la necesidad de incurrir en gastos innecesarios que impliquen la puesta en funcionamiento de la misma desde el inicio.

Es por ello que, una vez identificada la Target Company o Sociedad Objetivo, se constituirá un fondo de private equity en el cual diversos inversores institucionales o privados podrán colocar su dinero confiando en que el margen de rentabilidad prometido por los sponsors o patrocinadores es superior al promedio ofrecido por el mercado financiero para otros instrumentos.

Este fondo adopta la forma de Limited Partnership, conllevando por un lado que la empresa o fondo interesado en la compra apalancada actúe como General Partner, encargándose de la administración de los fondos con los que cuenta, haciendo que por su parte los inversores institucionales o privados actúen como Limited Partners, teniendo los mismos responsabilidad acotada al aporte efectuado.

Esto se encuentra explicado por Manzano Frías cuando nos dice que:

“El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de las operaciones de LBO y es habitual que sea aportado por bancos, inversores privados y por los propios gestores del fondo que organizan la operación (general partners). Los gestores del fondo de private equity, encargados de organizar la operación y de planificar la financiación, participan en el capital y asumen responsabilidad ilimitada respecto a las obligaciones del fondo, a la vez que es frecuente que asuman la gestión de las empresas objetivo, de forma que se crea un mayor incentivo para una gestión eficiente. Los restantes inversores (limited partners) que aportan capital (usualmente, inversores institucionales, hedge funds bancos e inversores privados) aportan el grueso del capital (normalmente, un porcentaje por encima del 95% del mismo) y solo pueden perder la cantidad que aportan” (Manzano Frías, 2007, p.39).

¹²⁴ La traducción pertenece al autor del presente trabajo.

Una vez detallado esto, debemos dejar perfectamente aclarada la necesidad en el análisis que debe realizar la empresa de leveraged buyout respecto a la forma en que se financiará la operación que llevará adelante. Esto es de destacar por cuanto, si solo se utilizara el dinero captado de los inversionistas mediante la creación del fondo, los niveles de retorno o rentabilidad no serían elevados, lo cual conllevaría que necesariamente deba analizarse el porcentaje de deuda y de capital que se destinará a la misma.

Es por ello que, ante la necesidad de recurrir al financiamiento externo, la empresa de leveraged buyout debe poner en conocimiento de dichos financiadores la información que permita que los mismos conozcan con exactitud los márgenes de ingreso y rentabilidad que permitan asegurar el repago de la deuda prestada.

En este punto, es importante destacar la relevancia que cobra en el caso concreto la elaboración precisa y pormenorizada de un due diligence que permita mostrar el panorama de actuación y la posición estratégica, económica y financiera en la que se encuentra la target company no solo a la empresa adquirente, sino ante todo a los financiadores de la operación. Mientras mayor información se brinde no solo a los inversores, sino también a los prestamistas, mayor será la posibilidad de obtener los fondos necesarios para poner en ejecución la compra apalancada.

Respecto a este punto, creemos oportuno definir lo que se entiende por due diligence, el cual es de manera totalmente acertada definido por Ana M. Martos Martín, la cual expresa que:

“El termino Due Dilligence en el contexto de M&A se refiere a la revisión que un potencial inversor o entidad financiadora lleva a cabo del objeto de la empresa (empresa, unidad de negocio división, grupo de empresas) para asegurarse de que la adquisición (en el caso del inversor) o que la financiación de dicha adquisición (en el caso de la entidad financiadora) no implicará riesgos innecesarios para sus accionistas.” (Martos Martín, 2013, Introducción, S/P).

A su vez, destacamos nuevamente que, en estos casos, la empresa de leveraged buyout suele constituir una sociedad vehículo o newco con un aporte mínimo de capital, la cual tiene por finalidad recibir el financiamiento externo necesario para poder adquirir el control o la totalidad de la target company.

Incluso, conforme se expusiera oportunamente lo dicho por Sergio García Long (2019, p. 368), ha quedado demostrado que durante las décadas de 1980 y 1990 han llegado a utilizarse por parte de los fondos de private equity dos niveles distintos de sociedades vehículo, actuando la primera como matriz y la segunda como subsidiaria a fin de limitar de todas las maneras posibles la responsabilidad de los inversionistas; logrando el resguardo de los fondos invertidos. De esta forma, la target company toma conocimiento de que las sociedades vehículos constituidas para la presente operación lo son al simple efecto de ejecutar la adquisición, utilizándose las mismas como mecanismo para poder inyectar el dinero necesario por parte del fondo de private equity, así como también para recibir el financiamiento externo de los prestamistas o financiadores.

Una vez que la sociedad vehículo se encuentra debidamente constituida y provista de los fondos necesarios al efecto, se efectuará la adquisición de la target por parte de la misma, o en su caso la fusión si así se hubiere convenido, lo que se conoce como Merger Leveraged Buyout. Dentro de esta categoría, a su vez, podemos distinguir entre el Forward Leveraged Buyout y el Reverse Leverage Buyout, dándose el primero cuando se produce la absorción de la target por parte de la sociedad que adquiere su control, mientras que el segundo ocurre cuando la sociedad que adquiere el control es absorbida por la target company (Anderson, 2008, S/P).

iv.- Conclusión Parcial

Tomando en consideración lo hasta aquí explicitado, tanto en su faz teórica como práctica, podemos decir que los elementos dirimientes para determinar que nos encontramos ante un caso de compra apalancadas son dos: alto nivel de endeudamiento y traslado de la carga del mismo sobre la sociedad adquirida o target company.

Tal y como se explicitara a lo largo del capítulo, necesariamente deben estar presentes ambos elementos para que podamos hablar de compra apalancada, por cuanto, la ausencia de uno de ellos, conlleva que la operatoria no pueda configurarse en la realidad.

Por otra parte, han sido expuestas de manera concisa las principales modalidades de compras apalancadas, lo cual permitirá al lector hacer uso de las mismas a los fines de poder encuadrar los supuestos prácticos que pudieren presentarse.

Por último, si bien pueden mostrarse matices o aspectos particulares en cada caso, el lector debe tomar en consideración que el núcleo de la operación está protagonizado por la Empresa de LBO, la Target Company, la/s Sociedad/es Vehículo/s y los financiadores. La alternancia entre los mismos o la incorporación de otros agentes no obstaculiza la conformación del mecanismo de compras apalancadas.

SEGUNDA PARTE: ANALISIS ECONOMICO FINANCIERO DEL LEVERAGED BUYOUT

CAPITULO II: Funcionamiento y operatividad del apalancamiento financiero

i.- Introducción

Encontrándose determinados y especificados los componentes y medios de ejecución de las compras apalancadas, debemos centrarnos ahora en el análisis de uno de sus elementos esenciales, cual es el apalancamiento. A partir de ello, en el presente capítulo procederemos a elaborar un esquema que permita al lector conocer los diversos tipos de apalancamiento, siendo el de mayor importancia para nuestro caso el financiero, así como comprender el estrecho vínculo que existe entre este, el riesgo de la operación y la rentabilidad pretendida.

Sumado a ello, y en consonancia con lo antedicho, pretendemos clarificar y analizar cuáles son las estructuras financieras o de capital que pueden ser consideradas como óptimas dentro de las compras apalancadas, para lo cual analizaremos las diversas teorías que han sido elaboradas y aplicadas a los fines de lograr esto.

El poder efectuar este análisis de índole financiero nos permitirá comprender con mayor exactitud cuales son los aspectos relevantes que deben ser tenidos en cuenta desde un punto de vista operativo para no ver frustrado el resultado de la puesta en ejecución de las compras apalancadas.

Si bien la relevancia para el lector de este trabajo puede centrarse principalmente en los aspectos jurídicos de las compras, creemos conveniente efectuar estos estudios a los fines de lograr una comprensión integra de la materia que permita conocer las causales y consecuencias que pueden derivarse de las decisiones financieras y empresariales que puedan tomarse en el caso concreto.

ii.- Tipos de apalancamiento

ii.i.- Análisis coyuntural para su aplicabilidad

Comenzando esta segunda parte de nuestra investigación, enfocada al análisis económico financiero del leveraged buyout, decidimos en primer lugar tratar uno de los elementos distintivos y característicos de la operatoria, refiriéndonos nada más y nada menos que al apalancamiento, por cuanto el otro, vinculado a que el endeudamiento es soportado por la target company, ha sido oportunamente examinado.

En este sentido creemos conveniente adentrarnos en este mundo a partir de aquello que nos enseñan Stanley Block, Geoffrey Hirt y Bartley Danielsen, quienes nos indican que *“El apalancamiento significa usar partidas de costos fijos a efecto de acrecentar al máximo los resultados de la empresa”* (Block, Hirt, Danielsen, 2013, p.104), a la vez que mencionan seguidamente que *“El concepto también se aplica en los negocios, pero en este caso la atención se centra en emplear partidas de costos fijos para aumentar los rendimientos con niveles elevados de operación”* (Block, Hirt, Danielsen, 2013, p.104).

De esta forma, podría entenderse que el apalancamiento en el ámbito financiero de la empresa implica la utilización de estrategias que permitan incrementar las utilidades por encima de aquellas que podrían obtenerse a partir de la utilización de activos propios.

Es por ello que, tal como se manifestara oportunamente, el apalancamiento se encuentra íntimamente vinculado con el nivel de endeudamiento en que incurre una empresa o sociedad a fin de poder maximizar los resultados o rentabilidades que se deriven de una determinada operación financiera.

A su vez, debemos plantear la relación directamente proporcional que existe entre el nivel de apalancamiento de una determinada operación y el riesgo que la misma lleva asociado. En este sentido, cuanto mayor es el nivel de apalancamiento, mayor será el riesgo y correlativamente la rentabilidad hipotética a obtener; mientras que, a menor apalancamiento, tanto el riesgo como la rentabilidad disminuyen en proporción al mismo.

En este sentido, es normal entender que mientras las cosas funcionan de acuerdo a lo programado, pocas son las voces que se alzan en su contra; no obstante lo cual, en caso de que los resultados sean adversos y las cuentas se disparen hacia números deficitarios de manera estrepitosa, muchos son los que ponen en duda, con total razón, la utilización de este mecanismo.

Es en base a esto, y una vez conceptualizado de manera general el mismo, que debemos empezar a considerar las dos variantes principales que ofrece el apalancamiento, siendo una la que aquí nos interesa principalmente; lo cual no puede conllevar que nos desentendamos de la importancia que tiene la otra en el funcionamiento de una empresa o sociedad.

De esta manera, podemos decir que, por un lado, nos encontramos con el **apalancamiento operativo** y, por el otro, con el **apalancamiento financiero**, siendo este último el que adquiere mayor relevancia en el caso concreto conforme nuestro tema de investigación.

Una vez hecha esta aclaración, estimamos oportuno comenzar con el apalancamiento operativo, el cual, conforme Lawrence J. Gitman y Chad J. Zutter, implica el *“uso de los costos operativos fijos para acrecentar los efectos de los cambios en las ventas sobre las utilidades antes de intereses e impuestos de la compañía”* (Gitman, Zutter, 2012, p. 460). De esta forma, y guiándonos por la definición que nos otorgan dichos autores, podemos decir que el mismo busca aumentar la

rentabilidad de, la empresa o sociedad a partir de la modificación del equilibrio que existe entre los costos fijos y variables de la misma.

A partir de esto, la idea madre de dicho apalancamiento es aumentar el porcentaje de costos fijos, disminuyendo a la vez el porcentaje de costos variables, entendiéndose que a partir de ello se obtendría una mayor rentabilidad por unidad vendida; esto por cuanto al aumentar la cantidad de bienes producidos se produciría una mengua en el aumento de los costos variables, ocasionando a su vez que los costos totales aumenten, pero en menor medida, actuando en consonancia con lo antedicho.

Es por ello que decimos que una empresa está altamente apalancada operativamente cuando sus costos fijos son elevados, mientras que su nivel de apalancamiento operativo será menor conforme disminuyan los mismos.

A los fines prácticos, el modo de cálculo del grado de apalancamiento operativo de una empresa (GAO) conforme los mentados autores (Gitman, Zutter, 2012, p. 461) surge del cociente entre el cambio porcentual de las utilidades de la empresa antes de intereses e impuestos y el cambio porcentual en las ventas de la misma. De esta forma, la fórmula sería la siguiente:

GAO: $\frac{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN LAS UAI}}{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN LAS VENTAS}}$

CAMBIO PORCENTUAL EN LAS VENTAS

El resultado que se obtenga de dicha operación representará el porcentaje de incremento o disminución de la utilidad operativa por cada porcentaje de incremento o disminución del volumen de operaciones de la empresa o sociedad de que se trate. En la misma medida, tomando lo referido por los autores, los mismos entienden que si el resultado del presente cálculo es superior a 1, estamos en presencia de apalancamiento operativo.

Una vez superado el análisis de la primera modalidad, debemos adentrarnos en lo que es el supuesto que resulta relevante para nuestro estudio, cual es el apalancamiento financiero, para lo cual creemos conveniente seguir los lineamientos dados por Gitman y Zutter como se hiciera precedentemente, quienes entienden que el apalancamiento financiero es el *“uso de los costos financieros fijos para acrecentar los efectos de los cambios en las utilidades antes de intereses e impuestos sobre las ganancias por acción de la empresa”* (Gitman, Zutter, 2012, p. 463). Sumado a ello, podemos decir de una manera más práctica hacia nuestro enfoque, que el apalancamiento financiero es la utilización de endeudamiento a los fines de obtener financiamiento para poder ejecutar una determinada operación.

La finalidad que se tiene en mente al poner en práctica este mecanismo es la de lograr una mayor rentabilidad a partir de la utilización de un menor nivel de recursos propios, permitiendo de este modo que se puedan gestionar operaciones que de otro modo no podrían llevarse a cabo.

Tal y como fuere plasmado para el caso del apalancamiento operativo, existe una relación directamente proporcional entre el grado de apalancamiento de una operación, el riesgo que la misma conlleva y la rentabilidad que puede obtenerse; con lo cual, a mayor apalancamiento se corre un mayor riesgo, buscando obtener una tasa de rentabilidad más elevada; aplicándose idéntico análisis para el caso de que el grado de apalancamiento fuere menor (menor riesgo y menor rentabilidad esperada).

Teniendo en consideración lo hasta aquí expresado, creemos conveniente poner en conocimiento la fórmula de cálculo del mismo, la cual determina que el grado de apalancamiento

financiero (GAF) surge del cociente entre la variación porcentual de las ganancias por acción de la empresa y el cambio porcentual en las utilidades antes de intereses e impuestos de la misma, todo conforme nos indican Gitman y Zutter (2012 p. 465); con lo cual la fórmula quedaría detallada de la siguiente manera:

$$\text{GAF: CAMBIO PORCENTUAL EN GPA} \\ \hline \text{CAMBIO PORCENTUAL EN UAI}$$

Siguiendo el análisis y, tomando como referencia esta fórmula, podemos decir que, si como resultado de la misma se obtiene un número que es mayor a 1, nos encontramos ante la existencia de apalancamiento financiero, lo cual debe ser interpretado en conjunto con la estructura de capital que posee la empresa a los fines de determinar si, en la medida en que la cifra se torna más elevada, la empresa cuenta con la capacidad suficiente para afrontar dicho endeudamiento.

De la misma forma, creemos conveniente a los fines didácticos, y pese a no estar especificada en el binomio expuesto oportunamente, sumar a los dos grandes tipos de apalancamiento un tercero, cual es el apalancamiento total, el cual resulta de la combinación de los dos anteriores, y que siguiendo a Gitman y Zutter podría definirse como:

“...el uso de los costos fijos, tanto operativos como financieros, para acrecentar los efectos de los cambios en las ventas sobre las ganancias por acción de la empresa. Por lo tanto, el apalancamiento total se considera como el efecto total de los costos fijos en la estructura operativa y financiera de la empresa” (Gitman, Zutter, 2012, p. 467).

El mismo puede calcularse a partir del cociente entre el cambio porcentual en las ganancias por acción de la empresa y el cambio porcentual en las ventas de la misma. De esta forma, la fórmula quedaría expresada de la siguiente manera:

$$\text{GAT} = \frac{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN GPA}}{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN LAS VENTAS}}$$

Al igual que como se refiriera anteriormente, conforme entienden los autores referidos en este apartado, si el resultado de la fórmula aplicada es superior a 1, estaremos en presencia de apalancamiento total, lo cual debe ser tomado en consideración conforme los parámetros referidos anteriormente a los fines de determinar el grado de viabilidad de una inversión o proyección de negocios en particular.

Tal y como se analizará más adelante, es importante destacar que mediante el presente mecanismo se pueden crear grandes beneficios y llevar a cabo infinidad de negocios u operaciones que de otra manera no tendrían lugar, lo cual no puede conllevar que necesariamente dejemos de remarcar los peligros que un uso abusivo del mismo puede acarrear.

Así, no son pocos los casos en los cuales el uso desmedido del apalancamiento acabó no solo con crisis empresariales, sino con derrumbes completos de un sistema financiero. Es por ello que, aconsejamos en este sentido, ser cautos en el análisis y puesta en ejecución de cualquiera de las modalidades analizadas, teniendo en consideración lo que se expondrá seguidamente.

iii.- Capacidad de apalancamiento

iii.i.- Niveles de endeudamiento óptimos – Estructura Financiera

Antes de comenzar el desarrollo del presente punto, debemos entender que el mismo tiene íntima vinculación con lo visto en apartados anteriores, en especial con la utilización del mecanismo de apalancamiento como forma de llevar a cabo una operación.

Aclarado esto, el lector comprenderá, al igual que nosotros, que no existe una estructura óptima de capital que sea uniforme o única para todas las empresas, entendiendo que cada sector productivo posee sus particularidades. A partir de esto, no se pretende mediante el presente plasmar una única fórmula que permita solucionar todas las contingencias que pudieren presentarse en el devenir diario, sino ante todo analizar la conveniencia o no de una determinada estructura.

Esto debe aclararse por cuanto es necesario referir en el caso concreto cuales son los niveles de endeudamiento que puede soportar una empresa, atendiendo principalmente a su capacidad para hacer frente a la misma. Es por ello que, cuando uno planea la estructura a adoptar, debe tener en consideración el logro de un punto de equilibrio entre los riesgos que se desean asumir y la rentabilidad o retorno que se espera obtener, teniendo en cuenta que mediante la misma se busca lograr un uso óptimo de los activos con los que cuenta la compañía en conjunto con la deuda que se obtiene mediante el financiamiento ofrecido por terceros.

En este sentido, creemos conveniente mencionar lo que a nuestro entender es una de las teorías más reconocidas en materia de estructura financiera o de capital, que es el *Teorema de Modigliani – Miller* (1958), el cual es explicado de manera precisa por Guillermo Dumrauf, (2010, pp.422-431), autor del cual se tomó el sustento necesario para resumir en forma amena y simple el teorema de referencia.

A partir del mismo, Franco Modigliani y Merton Miller sostuvieron que el valor de una empresa no se ve afectado por la forma o modalidad con la cual la misma es financiada (estructura de capital), sino por el resultado operativo de la misma descontado a una tasa para una firma no endeudada, lo cual conlleva que la estructura de capital y la política de dividendos de la misma no posean en cierto modo relevancia, siempre que esto se produzca dentro de un mercado eficiente.

En este sentido, ambos autores entienden, en una primera proposición, que el valor de una empresa apalancada es el mismo que el de otra que no lo está, aun cuando se financien de diversas maneras, sea que existan o no impuestos. Para llegar a este punto, plantean como proposición el supuesto por el cual un inversor debe decidir entre adquirir acciones de una empresa que está apalancada o de otra que no lo está. Entienden que es indiferente si el mismo comprara acciones de la empresa apalancada o de aquella que no lo está, y a su vez pidiera prestado en la misma proporción que la empresa apalancada.

A partir de ello, establecen que el rendimiento de ambas es idéntico, por lo que el precio de las acciones de la empresa apalancada debe ser idéntico al de las acciones de la empresa que no lo está, debiendo descontarse a esta última las sumas que la persona obtuvo como financiamiento, las cuales coinciden con el valor de la deuda de la empresa apalancada.

Por su parte, en una segunda proposición relacionada con nuestro tema, expresan que la política de dividendos de una empresa en un mercado eficiente no agrega ni quita valor a la misma. Ellos entienden que el valor de esta última dependerá de la política de inversiones que adopte, y no de la política de dividendos en sí misma.

Para justificar esto expresaron que, si una empresa pagaba dividendos que resultaban mayores a lo que se estipulara conveniente, debía emitir nuevas acciones para hacer frente al pago de los mismos, lo que ocasionaba que el valor de la parte de la empresa entregada a los nuevos accionistas sea idéntico al de los dividendos pagados a los antiguos.

A su vez, creemos relevante mencionar otra proposición que utilizan los autores, la cual refiere que la tasa esperada de rentabilidad de las acciones de una empresa implica necesariamente una función lineal relacionada con el nivel de endeudamiento de la misma, con lo cual, en la medida que esta utilice un mayor endeudamiento, el costo de los fondos propios aumentará de forma lineal. Esto hace que la rentabilidad que los accionistas esperan por sus acciones se eleve conforme se incrementa el ratio de endeudamiento de la empresa, teniendo en cuenta a su vez el riesgo implícito que esto conlleva.

Por último, estimamos oportuno mencionar aquella proposición que entiende que las empresas deberían invertir en aquellos proyectos u oportunidades que brinden una tasa de retorno mayor al costo de capital de la empresa, ya que en caso contrario se produciría una pérdida de valor en la misma.

Es importante mencionar que, el Teorema de Modigliani-Miller, conlleva una serie de supuestos dentro de un mercado perfecto que resultan de difícil consecución en la realidad, por cuanto entienden que la información relevante sobre cada activo es disponible libremente, que el acceso al mercado no tiene costos y no existen fricciones en el libre intercambio de activos, que no existen impuestos ni costos de transacción, que no hay barreras de acceso al mercado de capitales ni participantes dominantes, que los inversores actúan de manera racional, entre otras.

Pese a lo hasta aquí expuesto, la realidad muchas veces demostró estar alejada de estos presupuestos, lo que conllevó que los autores entendieran que las imperfecciones del mercado ocasionaban cambios en los flujos de las empresas, haciendo que en este caso el valor de la misma no sea independiente de su estructura de capital.

Por su parte, hasta el año en que se publicó el Teorema de Modigliani – Miller, pregonaba entre los economistas la tesis tradicional en materia de estructura de capital, la cual, conforme nos indican Zambrano Vargas y Acuña Corredor:

“...consideraba la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un uso moderado del apalancamiento financiero, ya que siendo la deuda una forma más barata de financiación se disminuiría el costo promedio de capital y se incrementaría el valor de la empresa. Cuando se va aumentando el apalancamiento, los accionistas exigen mayores rendimientos hasta un momento en que su exigencia compensa el uso de la deuda más barata. El trabajo pionero de esta época es el de Durand “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement” (1952)” (Zambrano Vargas y Acuña Corredor, 2011, p.86).

Ante esto, la premisa fundamental es que, al financiarse con deuda, la empresa reduciría el costo de capital, logrando un incremento en el valor de la misma, no obstante lo cual, la realidad demostró que luego de transcurrido cierto lapso de tiempo, los propios inversores requerirían una mayor rentabilidad o rendimiento ante el riesgo asumido. Con esto, los tradicionalistas entendían que se produciría un punto óptimo de estructura de capital en el cual el binomio fondos propios / deuda permitiría maximizar el valor de la empresa, pese a lo cual no aportaron datos sobre la forma de llegar al mismo.

Se pueden sumar a ellas otras teorías conforme indican los referidos autores (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011), como son la Teoría de los Costos de Agencia, la cual sostiene que *“La estructura de capital de la empresa se establece por una serie de contratos entre los diferentes grupos de interés de una firma”* (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 90). La importancia de esta teoría reside en la posibilidad que otorga de analizar la estructura de capital teniendo en cuenta los potenciales conflictos que pueden generarse entre socios, directivos, acreedores y todos aquellos agentes que tengan una relación horizontal y/o vertical con la empresa de referencia.

De la misma manera, la Teoría de la Información Asimétrica, considera que los diversos agentes que intervienen en los mercados no tienen acceso al mismo nivel de información, lo cual torna que la misma sea asimétrica. Como consecuencia de ello:

“...en determinados casos los agentes tomen decisiones erróneas dentro de los mercados financieros y de intermediación, causándoles posteriores problemas a las firmas debido a que resulta imposible detectar sectores productivos y en sí, entender la complejidad de los mercados, lo que es aprovechado por intermediarios financieros que se caracterizan por poseer mayor información que el público en general y que generan a las firmas altos costos de transacción en la elaboración de contratos.”(Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 92).

Por último, pueden mencionarse la Teoría del Trade Off y la Teoría del Pecking Order, comprendiendo la primera aquellas teorías que afirman que existe una combinación óptima entre deuda y capital, permitiendo la maximización del valor de la empresa, algo que puede resumirse cuando se expone que:

“El Trade Off justifica proporciones moderadas de endeudamiento, la firma se endeudará hasta un punto en donde el valor marginal del escudo de impuestos en deuda adicional se ve disminuido por el valor presente de posibles costos de aflicción financieros, éstos son los costos de quiebra o de reorganización y los costos de agencia que se incrementan cuando existe duda sobre la credibilidad de la deuda de la firma. Cuando las proporciones de deuda son muy altas es probable que la empresa entre en dificultades financieras y no le sea posible cumplir con los compromisos adquiridos con sus acreedores” (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 93).

Por otro lado, la Teoría del Pecking Order entiende que:

“... no existe una estructura óptima que equilibre los beneficios y desventajas de la deuda, sino que más bien los gerentes buscan incrementar sus inversiones utilizando una jerarquía de preferencias en cuanto al uso de las fuentes de financiación. Proporciona una explicación sobre la relación entre la estructura de capital y los problemas de información asimétrica. Establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación, en primer lugar se recurre al financiamiento interno, que es la fuente preferida porque está poco influida por la asimetría de la información y carece de un costo específico; a este respecto Baskin (1989) señala que los gerentes pueden preferir las fuentes internas porque tienen costo más bajo que las externas y después esperan recurrir al financiamiento exterior sólo si es necesario, tomando como segunda opción la

emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones". (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 95)

Es por ello que, pese a estas posturas, debemos tener en consideración cual es la mejor forma de optimizar el uso de la deuda dentro de una determinada estructura de capital para una empresa. En ese caso, debemos no solo tener en cuenta el sector productivo en el que se desenvuelve (entendiendo que ciertos sectores requieren una inversión inicial elevada), el costo que tiene la deuda contraída por la empresa tomando como referencia las tasas de interés que se paguen por el dinero percibido, sino también todos y cada uno de los índices o ratios que oportunamente serán analizados, como son el de solvencia, liquidez, endeudamiento, tesorería, entre otros.

iii.ii.- Riesgo financiero y rentabilidad pretendida

Hablar de la relación riesgo-rentabilidad dentro del ámbito del mundo financiero, y concretamente respecto de las compras apalancadas, implica necesariamente establecer una estrecha vinculación entre ambos conceptos, por cuanto no podemos decir que no exista una inversión que no conlleve riesgo alguno relacionado con la rentabilidad pretendida. Esto en tanto que, aunque el mismo resulte ínfimo o de difícil ocurrencia en la operación que se trate, no quiere decir que no esté presente.

Es por ello que, en el punto que nos concentra, debemos considerar que no son pocos los casos en los cuales se recurre a una multiplicidad de instrumentos mediante los cuales se puede diversificar de la mejor manera el riesgo de una inversión.

Analizado desde el punto de vista de las empresas o fondos de private equity, podemos decir que las mismas recurren al financiamiento externo a fin de costear el gasto que implicaría poner todos los fondos de sus inversionistas institucionales o privados dentro de una misma operación, ocasionando de esta forma que la concentración de riesgo y rentabilidad sea demasiado elevada.

Si bien este binomio tiene una relación directamente proporcional conforme se planteara oportunamente, aplicando una mayor rentabilidad a un mayor nivel de riesgo en la inversión, no debemos olvidar que los inversionistas que fundean a la empresa o fondo de private equity se encuentran protegidos al ingresar al mismo como limited partners, amén de que el fondo no colocará todos sus aportes en una sola operación.

A partir de ello, puede verse como la operación ofrece una rentabilidad superior a la promediada en el mercado para estos últimos con un nivel de riesgo moderado, lo que implica un atractivo suficiente para obtener el flujo de fondos necesarios. Por su parte, para la target company, debe analizarse quizás una situación que resulta diferente, en tanto, si bien se le inyecta la liquidez necesaria a los fines de mejorar su funcionamiento, el riesgo que la misma corre atento tener sus flujos de caja y activos como garantía de la deuda a pagar es demasiado elevado.

Asimismo, no podemos dejar de incorporar dentro de este binomio a la liquidez, por cuanto la misma cumple un rol fundamental debido a que, cuanto menor sea el grado de liquidez de la operación que se busca efectuar, mayor será la rentabilidad que se exija; mientras que, en el caso del riesgo, mientras mayor sea el grado de liquidez, menor será el riesgo que conlleve la operación.

Este último vértice decidimos incorporarlo debido a que no son pocos los casos en los cuales los niveles de liquidez de la target company son bajos debido a la pérdida de clientes o a la falta de activos que permitan hacer frente a la deuda, lo que arrastra a que el nivel de riesgo en la operación aumente considerablemente, poniendo en juego no solo la supervivencia de la target, sino también de los fondos de los inversionistas.

Esto nos demuestra que trazar formulas pétreas en esta operación no garantiza los resultados esperados, con lo cual debe actuarse con cautela y atendiendo a cada uno de los tres elementos tratados en este apartado.

iv.- Ratios de endeudamiento - apalancamiento

Para poder llegar a una hipotética estructura de capital óptima en el caso concreto, conociendo la dificultad que esto conlleva, debemos tener en cuenta entre los aspectos que fueron pertinentemente mencionados a los ratios de endeudamiento de una empresa, los cuales permiten conocer el porcentaje de deuda que maneja la misma en relación al capital o activos que posee.

De esta forma, siguiendo a Guillermo Dumrauf (2010, p.61), podemos observar que la fórmula para el cálculo del endeudamiento de una empresa puede graficarse de la siguiente manera:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVO TOTAL} = \frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{ACTIVO TOTAL}}$$

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO SOBRE P.N} = \frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

En este apartado, a partir del resultado que obtengamos, podremos determinar el grado de endeudamiento que posee la empresa en relación al Patrimonio Neto o al Activo Total de la misma. Sumado a ello, creemos oportuno resaltar lo referido por el propio Dumrauf cuando nos dice que:

“No hay una medida estándar del índice de endeudamiento que funcione bien para todas las compañías. Las compañías que logran mantener rendimientos muy estables podrían tener un alto endeudamiento sin que esa situación resultara peligrosa. En principio, las empresas que tienen resultados operativos muy variables, deberían observar ratios de endeudamiento más bajos, aunque la investigación empírica ha sido contradictoria en este punto”. (Dumrauf, 2010, p.62)

Seguidamente, el autor referencia que:

“Uno de los principales límites de este índice es que generalmente se lo calcula a partir de valores contables. Hacerlo contra valores de mercado es más representativo, pues de esa forma se compara la deuda con el precio que los inversores están dispuestos a pagar por los activos o las acciones” (Dumrauf, 2010, p. 62)

A partir de lo expresado supra, puede observarse como no existe una única línea homogénea a seguir para determinar si el grado de endeudamiento que posee la empresa es el correcto o no, sino que es algo que debe analizarse en el caso concreto, tomando en consideración todas las variables que se exponen en el presente trabajo, las cuales otorgarán una mayor fiabilidad al momento de analizar el resultado obtenido.

iv.i.- Coeficiente de endeudamiento a corto y largo plazo

El tratamiento separado de este tema, el cual presenta una estrecha vinculación con el apartado anterior, tiene su razón de ser en la circunstancia de que no todas las deudas que son contraídas

por las empresas presentan un vencimiento idéntico, lo cual conlleva que deba distinguirse entre aquellas contraídas en el corto plazo respecto a las pactadas en el largo plazo.

Las fórmulas utilizadas en este punto se obtienen por derivación de la utilizada precedentemente, debiendo en el caso concreto diferenciarse el Pasivo Corriente (comprensivo de las obligaciones y deudas que posee la empresa en el corto plazo) del Pasivo No Corriente (comprensivo de las obligaciones y deudas que posee la empresa en el largo plazo). En este sentido, la fórmula para el caso de deuda con vencimiento en el corto plazo es:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO A CORTO PLAZO} = \frac{\text{PASIVO CORRIENTE}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

Por su parte, en el supuesto de deuda con vencimiento en el largo plazo, la fórmula queda graficada de la siguiente forma:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO} = \frac{\text{PASIVO NO CORRIENTE}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

Estos cálculos son importantes para cualquier empresa debido a que, mientras mayor sea la cantidad de deuda contraída cuyo vencimiento sea en el corto plazo, mayor será la probabilidad de no poder hacer frente a la misma en términos generales, lo que puede afectar de manera drástica en la solvencia de la empresa, haciéndola dependiente de la financiación externa de manera permanente, evitando que cuente con la autonomía financiera necesaria para maniobrar de acuerdo a sus negocios.

En este sentido, se estima óptimo que la mayoría de las deudas de la empresa tengan un vencimiento en el largo plazo, tratando de que el pasivo corriente como máximo no supere el 30-40% del patrimonio neto. De manera consonante, el porcentaje de deudas contraídas en el largo plazo puede ser más flexible, llegando al 50-60% del patrimonio neto, no obstante lo cual, se recomienda poner límites certeros que determinen que la existencia de dichos porcentajes no afectarán en la operatoria diaria de la empresa.

Teniendo en cuenta todo lo expuesto hasta el momento, podemos decir que no son pocos los aspectos a estudiar al momento de considerar recurrir al endeudamiento como método de financiamiento. Los riesgos que se asumen pueden exceder ampliamente los beneficios si no se utilizan correctamente los ratios, ya que los mismos actúan como parámetros dentro de los cuales es necesario que se maneje una empresa.

Establecer una combinación óptima entre recursos propios y financiamiento externo requiere de un minucioso proceso de investigación y estudio que permita otorgar viabilidad a la actividad empresarial en el caso concreto.

Es por ello que, atento encontrarse especificados en el presente capítulo la multiplicidad de factores que se relacionan o componen el apalancamiento, podremos seguidamente analizar la puesta en ejecución del mismo en la actividad empresarial.

v.- Conclusión Parcial

A partir de lo aquí reseñado, podemos comprender por una parte la relevancia técnica, teórica y práctica que posee la Estructura de Capital dentro del proceso de compras apalancadas. Si bien puede optarse por distintas alternativas a los fines de determinar cuál es el camino óptimo para lograr un resultado positivo, es importante destacar que hay múltiples aspectos a tener en cuenta.

En este sentido, debemos otorgar relevancia no solo al apalancamiento financiero considerado en sí mismo como elemento esencial de las compras apalancadas, sino también a la estrecha relación que el mismo posee con la rentabilidad pretendida, el riesgo por asumir y el período temporal de proyección.

Esto es algo que debe ser tenido especialmente en consideración cuando se utilizan los métodos o fórmulas aquí descriptos, por cuanto no existen criterios únicos aplicables a todos los casos que pueden acaecer en la realidad, sino ante todo una multiplicidad de variables que nos permitirán comprender en el caso concreto que es lo mejor para la operación que pretendemos llevar a cabo.

Mediante el presente capítulo se pretendía conferir al lector un análisis financiero de las compras apalancadas que actuara como soporte de los próximos capítulos, entendiéndose, como se dijera oportunamente, que este mecanismo requiere de un estudio e investigación integrado desde diversas materias para su mejor comprensión.

CAPITULO III: Plan de negocio empresarial

i.- Introducción

A los fines de poder lograr la conectividad necesaria entre los diversos capítulos del presente trabajo, creemos conveniente ahora centrarnos en lo que refiere al Plan de Negocios que debe elaborar una empresa de manera genérica para su funcionamiento, y, en particular, para el caso que nos toca tratar.

Es por ello que estimamos oportuno delimitar el marco conceptual, los elementos dirimientes y la importancia que posee el Plan de Negocios, así como determinar la estrecha vinculación que posee el mismo con la Estructura de Capital escogida por la empresa, el grado de apalancamiento utilizado y el contexto económico y político donde se aplicará.

Sumado a ello, en complemento con lo analizado en el capítulo anterior, procederemos a determinar la importancia que posee el análisis económico empresarial dentro de la operación de compra apalancada, lo que nos llevará a estudiar los diversos métodos de valuación de empresas que puedan ser consideradas como target u objetivo, así como los ratios o variables que mayor importancia tienen dentro de una entidad determinada.

Estos últimos son quienes actúan como ejes dentro de la operatividad de la empresa de LBO y la target company, exponiendo los aciertos y errores que pudieren haberse producido, así como también indican el estado patrimonial que las mismas poseen a los fines de que pueda ejecutarse la compra apalancada.

ii.- Nociones Elementales

ii.i.- Relevancia técnica y encuadramiento

Desde el inicio de la presente investigación, siempre se tuvo en consideración y se colocó en un lugar esencial y primordial el tratamiento del plan de negocios como pilar fundamental en la puesta en funcionamiento de una empresa. Todos somos en mayor o menor medida conscientes de que es

cuasi imposible o, al menos harto complejo, hoy en día iniciar un proyecto de cualquier índole sin tener una mínima noción o conocimiento del marco económico, jurídico, social y político dentro del cual se quiere operar.

En este sentido, es importante entender las implicancias que tienen cada una de estas facetas en el plan de negocios de una empresa. En el inicio, debemos centrarnos en lo que como abogados requiere una mayor atención, que es el encuadramiento jurídico que se le pretende otorgar a nuestro plan, así como también el análisis de los principales plexos normativos que pueden afectar el desenvolvimiento diario de la empresa. Es por ello que, el nivel de seguridad jurídica que posea un país, así como el grado de facilidad o complejidad con que puede habilitarse el ejercicio de la actividad empresarial, constituyen elementos relevantes.

Bien es sabido, en este sentido, que los antecedentes históricos en nuestro país muchas veces no favorecen en lo que refiere al grado de certeza jurídica que requieren las relaciones mercantiles, así como a la protección del derecho a la propiedad como parte esencial de nuestro plexo constitucional.

No han sido pocos los casos en este sentido en los cuales el Estado, en sus diversas variantes y múltiples reparticiones, ha avasallado los derechos tanto de las personas físicas como jurídicas, excediendo su nivel de actuación más allá de los marcos y límites que impone la propia Constitución Nacional, justificando su actuación en la “emergencia” que en ese momento tenga vigencia.

La falta en algunos casos y, el incorrecto funcionamiento en otros del sistema de balanceo y control entre los diversos poderes, en especial en la actuación del Poder Ejecutivo, ha conllevado que se atente contra derechos básicos de las personas que, una vez acabada la emergencia que “permitiere” ese avasallamiento, no son recuperados en su totalidad.

Sumado a ello, y pese a los avances que se lograron en los últimos años, no son pocos los supuestos en los cuales las propias trabas burocráticas impiden la constitución y formación de empresas con celeridad, distorsionando el marco legal que permita conferir crecimiento y potencial desarrollo a las pequeñas y medianas empresas que pueden presentar mejoras innovadoras para el mercado y la sociedad.

Es por ello que, en este punto, se puede observar en muchos casos la excesiva existencia de normativa que en cierta medida dificulta u obstruye el normal funcionamiento del tráfico mercantil, lo cual se encuentra acompañado de una cada vez mayor burocracia estatal que en muchas ocasiones no otorga alivios al problema, sino que los agrava.

De la misma forma, los análisis coyunturales en materia económica resultan de suma importancia, entendiendo que tal y como se expresara al inicio del presente trabajo, hay una alta probabilidad de que las condiciones en las cuales se quiere emprender en nuestro país sean diametralmente opuestas a aquellas que se encuentran en los países desarrollados, o que al menos cuentan con un grado de estabilidad macroeconómico mínimo.

Pensar en iniciar un proyecto o negocio en Argentina conlleva que no se pueda contar con la certeza de lo que puede llegar a ocurrir en un plazo de seis meses, lo cual quita cualquier tipo de credibilidad a las proyecciones de inversión o de mercado que se efectúen a futuro, entendiendo que desde hace varias décadas nuestras crisis son cíclicas.

Periodos de recesión, alta inflación, emisión monetaria descontrolada, controles de capitales, aranceles a las exportaciones e importaciones, déficit fiscal desmesurado, congelamiento y

controles de precios, alta presión impositiva, entre otros, son algunas de las causales de porque en muchos casos las personas prefieren no poner en ejecución su plan de negocios en nuestro país.

Como ejemplo de esto puede mencionarse el informe elaborado por Data Driven Argentina (2019) para el sector de Industriales Pymes Argentinos (IPA), mediante el cual se da a conocer que nuestro país se encuentra como segundo en el escalafón de naciones que aplican una mayor carga impositiva sobre la producción de las empresas. En este sentido, establecen que la presión fiscal es del 106% respecto a la ganancia neta de una pyme. Entendiendo que el presente informe y los datos que proporciona el Banco Mundial pertenecen al año 2019, podemos decir que nuestro país no solo excede ampliamente la presión fiscal promedio fijada por la OCDE, sino que también se encuentra muchos escalones por encima de los países desarrollados y las naciones de Latinoamérica que presentan ciertos sesgos de estabilidad macroeconómica.

Es ante esto, que las crisis cíclicas y la ausencia de modelos económicos por parte de los gobiernos de todos los tintes políticos en nuestro país desde hace décadas impiden que las personas y las empresas puedan realizar alguna proyección que les permita tener un mínimo de certeza.

Siendo consecuentes con lo hasta aquí expresado, debemos decir que a las cuestiones de índole jurídica y económica deben sumarse necesariamente las políticas. Esto se menciona entendiendo que no son pocos los casos en los cuales los vaivenes que presenta la realidad de nuestro país están íntimamente relacionados con las decisiones que toman los gobiernos de turno, con la ausencia de planes económicos, así como también con la falta de continuidad de aquellos que se iniciaron por diferencias ideológicas, lo cual conlleva que las personas y empresas se encuentren ante un alto grado de incertidumbre en sus negocios.

Pese a las aclaraciones efectuadas, las cuales serían motivo de un trabajo aparte conforme la necesidad de profundidad y estudio que requiriera el tema, creemos conveniente expresar que las cuestiones económicas no son las únicas que deben ser tenidas en cuenta al momento de poner en marcha un plan de negocios.

De esta forma, se requiere de múltiples facetas de estudio y preparación, como son la política comercial y de mercado, pautas de marketing y publicidad, análisis de la competencia, posicionamiento y concentración en el sector, estrategias de producción y/o prestación de servicios, entre otras tantas.

Una vez explicitado lo antedicho, estimamos oportuno acercar la conceptualización de plan de negocios dada por Longenecker, Moore, Petty y Palich, quienes entienden por tal al *“Documento en el que se expone la idea básica para la iniciativa de negocios y que incluye descripciones de dónde se encuentra usted ahora, hacia dónde desea ir y cómo pretende llegar allí”* (Longenecker, Moore, Petty, Palich, 2010, p.151). Asimismo, seguidamente exponen para mayor ahondamiento que:

“Un plan de negocios se utiliza para proporcionar una declaración de las metas y estrategias que utilizarán las personas al interior de la empresa y ayudar al desarrollo de relaciones con personas externas a la empresa (inversionistas y otros) que podrían ayudar a la empresa a alcanzar sus metas” (Longenecker, Moore, Petty, Palich, 2010, p.151).

Es en este sentido, que resulta importante atender a la multiplicidad de facetas que implica poner en marcha un plan de negocios para cualquier proyecto que desee llevar a cabo una persona física o jurídica, entendiendo que en nuestro caso particular el mismo resulta esencial y es uno de los elementos clave que permitirá o no la ejecución de la compra apalancada.

Sumado a ello, y conforme se verá en la parte referente a valuación de empresas, es importante destacar que en el caso del leveraged buyout, el plan de negocios debe contemplar no solo la forma de adquisición de la empresa con su consecuente continuación en la explotación destinada a la creación de valor, sino también la forma de salida una vez que se haya llegado al horizonte de inversión estipulado por la empresa de leveraged buyout.

Es por ello que, dentro del marco general del funcionamiento de las empresas, y en particular de las adquisiciones apalancadas, la elaboración de los planes de negocios y su posterior ejecución resultan de suma importancia, llegando al punto de determinar la conveniencia de su ejecutoriedad.

ii.ii.- Conectividad con el apalancamiento financiero

Lógicamente, y como era de esperar, la vinculación entre ambos términos conforme lo que venimos expresando hasta el momento es íntima, entendiéndose que siempre existe la posibilidad de apalancar los recursos y activos con los que dispone la empresa a fin de poder apuntar a una mayor creación de valor en los mismos.

Determinar el grado en que se va a apalancar la empresa adquirida, teniendo en cuenta el margen de ganancias que es necesario obtener para hacer frente al endeudamiento contraído, así como los niveles a los cuales pueda llegar este, es una de las cuestiones de mayor relevancia a tener en cuenta en el plan de negocios.

No contentándonos con esto, entendemos que otro de los elementos que cumplen una función impostergable en este análisis son los ratios financieros, los cuales otorgan una pauta actualizada del lugar en donde se encuentra ubicada la empresa, analizando sus estados contables y financieros, así como sus márgenes de rendimiento y costos por afrontar.

Pensar de alguna forma en la posibilidad de ejecutar un plan de negocios o, incluso apalancar el mismo bajo cualquier grado de endeudamiento sin recurrir a la utilización de los ratios correspondientes, es algo que resulta impensado en la actualidad, debido a que los mismos son el eje que permite a cualquier empresa entender donde se encuentra parada y cuáles son las medidas que debe tomar para continuar o cambiar el camino elegido. Pensar en recurrir a un plan de negocios estático e impoluto, que no sufra modificación alguna, resulta difícil de creer.

Es por ello que, en los siguientes apartados, se buscará poner en conocimiento del lector cuales son los principales ratios utilizados en el actuar de las empresas, los cuales actúan como brújulas en su devenir diario.

ii.ii.i.- Ratio de Solvencia

En lo que respecta a este ratio, podemos decir que el mismo es el que presenta una mayor proximidad con el tema principal de nuestra investigación, entendiéndose que mediante su utilización se puede tomar conocimiento no solo del nivel de endeudamiento, sino ante todo, de la capacidad de hacer frente al mismo que tiene la empresa.

El nombre mismo nos indica el contenido del ratio, entendiéndose por tal la capacidad de pago que tiene una determinada empresa respecto a los vencimientos de sus obligaciones en el largo plazo. En este sentido, Wild, Subramanyam y Halsey nos dicen que la solvencia *“...se refiere a la viabilidad financiera a largo plazo de una compañía y su capacidad de cubrir sus obligaciones en el largo plazo. Todas las actividades comerciales de una compañía (financiamiento, inversión y operación) afectan la solvencia de la misma”* (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, p. 500).

En este sentido, es preciso que a los fines de conocer con precisión el presente ratio, se tengan en cuenta todos los componentes tanto del activo como del pasivo de la empresa, teniendo en consideración que los mismos determinarán el grado de solvencia que pueda tener la misma. Es por ello que, en este sentido, podemos graficar la fórmula del mismo de las siguientes formas:

$$\text{RATIO DE SOLVENCIA} = \frac{\text{ACTIVO}}{\text{PASIVO}}$$

$$\text{RATIO DE SOLVENCIA} = \frac{\text{ACTIVO CORRIENTE} + \text{ACTIVO NO CORRIENTE}}{\text{PASIVO CORRIENTE} + \text{PASIVO NO CORRIENTE}}$$

A partir de esta fórmula, se busca conocer la capacidad que tiene la empresa de adquirir en el mediano y largo plazo, teniendo en cuenta que se toman tanto los activos y pasivos con vigencia o vencimiento en el ejercicio en curso, como así también aquellos que resultaren posteriores al mismo.

En el caso particular, y analizando a la target company, se debe procurar que sus niveles de endeudamiento sean mínimos, con una capacidad de pago sólida a partir de la existencia concreta de activos que puedan ser liquidados eventualmente, así como flujos de caja estables o con sentido creciente. A fin de poder conocer el grado de solvencia, es preciso atenerse a los resultados que pueda arrojar la fórmula reproducida anteriormente, conforme se observa a continuación.

Respecto al resultado que arroje el presente indicador, los especialistas toman como referencia el número 1,5. Con esto, para el caso de que el resultado sea mayor a este número, la empresa es solvente; mientras que si es igual al mismo podríamos decir que su grado de solvencia es equilibrado; siendo su situación delicada para el caso de que el cociente sea inferior a 1,5.

Sumado a ello, se considera que, si el resultado es inferior a 1, la empresa se encuentra en situación de insolvencia, lo cual derivaría en posible sometimiento a concurso preventivo o eventual quiebra. Puede a su vez darse el caso de que el resultado sea negativo, situación particular que demostraría que la capitalización de la empresa en cuestión ha desaparecido como consecuencia de las pérdidas que sufrió, entendiéndose que la mayor parte del activo, si no es su totalidad, estuvo conformado por financiamiento y recursos externos.

Desde el inicio el lector comprenderá que la única condición que puede revestir la target para la operación que tratamos es la de una empresa solvente, cuyo coeficiente sea superior a 1,5; entendiéndose que los altos grados de apalancamiento pueden conllevar a que, incluso en caso de estar equilibrada, dicha condición se erosione rápidamente.

Más allá de la cuestión numérica, Fowler Newton es claro al tratar el presente ratio, por cuanto de manera sencilla expresa que, cuanto más alto sea el resultado, más solvente se presume al emisor de estados contables. A su vez, aclara con total lógica, que el cálculo del índice no tendría sentido si el patrimonio de la empresa fuera negativo, supuesto en el cual el ente sería claramente insolvente (Fowler Newton, 2002, p.108).

Asimismo, el autor es claro cuando nos dice que el análisis de solvencia interesa:

“a) a los acreedores (actuales o potenciales del EEF) ya que cuanto más solvente sea este menor será, para ellos, el riesgo de sufrir pérdidas por no cobrar su crédito en tiempo y forma (el “riesgo de crédito” o “riesgo crediticio”; b) a los propietarios (actuales o potenciales) de la misma entidad porque la insolvencia de ésta puede provocar la desvalorización de sus títulos de patrimonio” (Fowler Newton, 2021, p.148).

Por último, creemos conveniente resaltar que los grados de solvencia de las empresas varían muchas veces no solo entre empresas de distinto sector, entendiendo que algunos requieren mayores grados que otros, sino también dentro de cada uno, atendiendo a las múltiples actividades que comprenden, lo cual es necesario analizar en cada caso concreto a fin de no generar falsas expectativas a partir de los cálculos efectuados.

ii.ii.ii.- Ratio de Liquidez

Creemos oportuno iniciar el análisis del presente ratio con la conceptualización que efectúan Wild, Subramanyam y Halsey de la liquidez, al decir que es:

“... la capacidad de convertir activos en efectivo, o de obtener efectivo para cumplir con las obligaciones a corto plazo. De manera convencional, el corto plazo se considera como un periodo de hasta un año, aunque se le identifica con el ciclo normal de operación de una compañía (el periodo que abarca el ciclo de compra, producción, venta y cobranza). La importancia de la liquidez se aprecia mejor si se piensa en las repercusiones que conlleva la incapacidad de una empresa de cumplir con las obligaciones a corto plazo. La liquidez es cuestión de grado”. (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, p. 500)

Asimismo, los autores seguidamente exponen que *“Esto puede provocar la venta forzada de inversiones y otros activos a precios reducidos y, en su forma más grave, la insolvencia y la quiebra”* (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, p.501).

Si bien toda empresa busca llevar este ratio de manera conjunta con el de solvencia en términos equilibrados, es probable que en ciertos casos no exista correlatividad o consonancia entre los mismos, pudiendo darse el caso de una alta liquidez, pero baja solvencia; así como también una elevada capacidad de solvencia, pero sin contar con activos líquidos.

Es en base a esto, que entendemos que para nuestro supuesto la target debe contar con un alto grado de liquidez que permita convertir en efectivo a la mayoría de los bienes con los que cuenta, siempre teniendo en consideración los números propios del activo y pasivo corrientes. Esto último nos permitirá calcular el presente ratio a partir de la siguiente fórmula, conforme nos indica Miguel Díaz Llanes (2010, p.134):

$$\text{RATIO DE LIQUIDEZ} = \frac{\text{ACTIVO CORRIENTE}}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$$

A partir de esto, se entiende que los niveles óptimos del ratio de liquidez son aquellos cercanos a 1 o iguales a dicho número. Para el supuesto de que sea superior a dicha cifra, nos encontramos con una empresa cuyos activos son superiores al pasivo, no obstante lo cual, si la cifra se aleja en demasía podemos estar ante un supuesto de activos que no están siendo debidamente explotados.

Por otro lado, cuando es inferior a 1, estamos ante un caso de falta de liquidez, lo que conlleva la dificultad o imposibilidad de la empresa de hacer frente a los vencimientos que acaecerán en el corto plazo.

Tal y como se expresara para el ratio de solvencia, los parámetros deben ser tomados teniendo en cuenta el sector y rubro empresario, no obstante lo cual, en nuestro caso, y bajo todos los supuestos, es necesario que el ratio de liquidez sea superior a 1, pero sin extenderse considerablemente, por cuanto perjudicaría al flujo de caja futuro de la target.

ii.ii.iii.- Ratio de Tesorería

En lo que refiere a este ratio, creemos oportuno traer a colación lo referido por Juez Martuel y Martín Molina, quienes nos dicen que el mismo *“Indica la capacidad de la sociedad para hacer frente a sus compromisos de pago a muy corto plazo”* (Martuel, Molina, 2007, p.220). Asimismo, los autores mencionan que:

“Aquí se tienen en cuenta solo las partidas que o son dinero (tesorería) o son rápidamente convertibles en dinero y las partidas que representan los derechos de cobro y no se tienen en cuenta ni las existencias ni los gastos anticipados (ajustes de periodificación). Este ratio recibe también el nombre de <<prueba del ácido>> o <<acid test>>” (Martuel, Molina, 2007, p.220)

A los fines de una mayor comprensión, podemos decir que la formula del mismo queda representada de la siguiente manera:

$$\text{RATIO DE TESORERIA} = \frac{\text{ACTIVO DISPONIBLE} + \text{EXIGIBLE}}{\text{PASIVO EXIGIBLE A CORTO PLAZO}}$$

El mismo también es denominado ratio de liquidez en primer grado, por cuanto permite saber la cantidad de ingresos líquidos con los que se cuenta, así como también aquellos que se pueden obtener en un muy corto plazo, lo que permite conocer la capacidad de pago para los vencimientos que ocurran en dichos lapsos temporales.

Esto es importante entendiendo que las empresas, al contraer obligaciones o deudas, no lo realizan en un idéntico plazo, sino que, muy por el contrario, se encuentran expuestas a múltiples vencimientos, lo cual requiere de la utilización del presente ratio para poder conocer con exactitud la magnitud de los mismos.

De esta forma, solo se tienen en cuenta los activos totalmente líquidos o de mayor liquidez, entre los cuales encontramos el efectivo, las partidas o cuentas por cobrar y las inversiones en el corto plazo, dejando de lado al inventario atento entender que el mismo presenta una composición múltiple que hace imposible discriminar cada componente para el caso concreto. Por último, los autores entienden que:

“En términos generales, se considera que el valor de ese ratio ha de ser próximo a 1. De ser así, la empresa tendrá más posibilidades de atender sus deudas a corto plazo. Si este ratio es muy superior a 1, indica la posibilidad de que tenga un exceso de activos líquidos y por tanto se esté perdiendo rentabilidad de los mismos. Por ejemplo, si una empresa presenta un ratio de solvencia igual a 2, que es correcto, y un ratio de tesorería de 0,3, significa que

la compañía tiene un exceso de existencia y le falta exigible y disponible” (Martel, Martín Molina, 2007, p.220).

ii.ii.iv.- Fondo de Maniobra

En estrecha vinculación con los anteriores, el presente ratio busca determinar la naturaleza de los recursos que componen el activo corriente, para poder dilucidar cuáles de los mismos poseen carácter permanente, lo cual permitirá analizar la parte del activo corriente que se encuentra financiada con pasivo no corriente. En este sentido, Oriol Amat nos dice que:

“Otro indicador útil es el fondo de maniobra (diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes). En la medida que el fondo de maniobra es más elevado, la empresa dispone de más solvencia para atender a sus deudas a corto plazo. Pero, por otro lado, un fondo de maniobra elevado supone unas necesidades de financiación de los activos corrientes superiores y no cubiertas por los proveedores” (Amat Salas, 2017, p.14).

Asimismo, creemos oportuno mencionar lo referido por el autor supra referido cuando nos dice que:

“El fondo de maniobra que la empresa tiene realmente se puede obtener del último balance de situación y se calcula restando el pasivo corriente al activo corriente. En cambio, las necesidades de fondo de maniobra es lo que realmente necesita la empresa para financiar su explotación. Si el fondo de maniobra real es menor que las necesidades de fondo de maniobra, hay un déficit de fondo de maniobra y deberá buscarse financiación adicional. En caso contrario, existe un superávit de fondo de maniobra. Cuando hay déficit de fondo de maniobra hay que acelerar el cobro de los activos corrientes o retrasar el pago de los pasivos corrientes. Otra opción es aumentar la financiación a largo plazo de la empresa. En caso de que la situación sea la contraria y haya un exceso de fondo de maniobra habrá que considerar rentabilizar al máximo la inversión en activo corriente y reducir los capitales permanentes” (Amat Salas, 2008, p.77).

A partir de ello, su cálculo se puede plasmar de la siguiente manera:

$$\text{FONDO DE MANIOBRA} = \text{ACTIVO CORRIENTE} - \text{PASIVO CORRIENTE}$$

De esta forma, cuando el ratio de fondo de maniobra es superior a 0, el mismo es positivo, lo que se explica a partir de una mayor capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones cuyos vencimientos son próximos, lo cual se logra a partir de que el activo circulante es superior al exigible. Para el caso de que sea inferior a 0, entendemos que la empresa se encuentra en la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos, lo cual conllevará una necesaria cesación de pagos, siendo el activo circulante inferior al exigible.

Por último, el resultado puede ser nulo cuando sea igual a 0, caso en el cual el activo circulante sea igual al exigible, lo que puede acarrear una mayor exposición al riesgo para el caso de que la empresa no pueda hacer efectivos los cobros pendientes que le permitirían cubrir sus compromisos.

iii.- Análisis del Plan de Negocios

iii.i.- Aplicabilidad al Leveraged Buyout - Perspectivas en la proyección

En este punto, creemos oportuno entender la función que ha de cumplir la target company al tener que elaborar un plan de negocios que permita captar no solo la atención de las firmas de

private equity, sino también que resulte viable en el mediano y largo plazo. A diferencia de lo que puede ocurrir con un proyecto empresarial que se tiene en miras iniciar, en el caso del leveraged buyout hablamos de empresas que se encuentran en funcionamiento, ante lo cual el plan debe estar enfocado en dos cuestiones principales, a saber: en primer lugar, las proyecciones de crecimiento y generación de valor por parte de la target y, en segundo lugar, el plan de salida por parte de la empresa de leveraged buyout, así como la continuidad en la explotación de la target.

Es por ello que, en este sentido, las proyecciones requieren de ratios financieros consolidados que permitan a los interesados entender que el plan a adoptar presenta altos grados de viabilidad en su funcionamiento, por cuanto entendemos conforme se analizará en detalle más adelante, que las posibilidades en el marco de las compras apalancadas se dividen entre el crecimiento sostenido de la target con su consecuente aumento de rentabilidad, o la derivación en un grado de insolvencia que termine ocasionando no solo la inminente cesación de pagos de la adquirida, sino probablemente su liquidación en una gran cantidad de casos.

Esto es lo que debe analizarse y a su vez plasmarse en cada plan de negocios, entendiendo que si la operación es realizada con éxito, una vez cumplimentado el horizonte de inversión por parte de la empresa de leveraged buyout, lo que se hará es o bien vender la target a quien demuestre interés en su adquisición, ya sea una empresa, grupo empresario u otro fondo de private equity; lograr el ingreso de la misma en el mercado de capitales a partir de su cotización en bolsa o, por último, la continuación de su explotación por parte de los propios directivos de la firma según fuere el caso.

Pese a ello, para el caso de que las proyecciones efectuadas no se condigan con la realidad, ya sea por una falla en los cálculos efectuados, incorrecto control del due dilligence, o acontecimiento de circunstancias macroeconómicas adversas de índole extraordinaria, es necesario que el propio plan de negocios contenga una mínima previsibilidad sobre la forma y conveniencia con la cual atender a estas cuestiones, entendiendo que la prioridad en dichos casos es la conservación de la empresa y de los puestos de trabajo.

Es con esto que pretendemos remarcar la importancia que presenta la elaboración de un plan de negocios que resulte fiable y verosímil para el caso concreto, así como también que el mismo posteriormente encuentre respaldo en la actividad diaria de la target, todo lo cual debe ir acompañado por los diversos indicadores que fueron mencionados hasta el momento.

iv.- Análisis económico empresarial

iv.i.- Valuación de Empresas

Entender cómo operan las empresas en el devenir diario, así como poder comprender cuales son las principales aristas que deben ser tenidas en cuenta al momento de poner en marcha las mismas, es una de las cuestiones de mayor complejidad a dilucidar para quienes realizan proyecciones de su funcionamiento y desenvolvimiento.

Asumir que las empresas no se encuentran aisladas a los múltiples cambios que se producen tanto a nivel nacional como internacional nos permite tomar noción de que los análisis que deben efectuarse en las mismas son diarios.

En respuesta a esto, y a fin de conocer el marco estructural y operativo de estas, en muchas ocasiones se debe recurrir a diversos métodos que permitan medir el valor que poseen, cada uno de los cuales encuentra fundamento en aspectos diferentes y relevantes, como se verá seguidamente.

Al día de hoy, son complejas las estimaciones de las valoraciones que pueden efectuarse de las empresas, entendiendo que muchas veces las mismas no están determinadas por la cantidad de activos tangibles o tamaño que posean, sino ante todo por la continua innovación y mejora respecto a factores intangibles, como sucede en el caso de las empresas tecnológicas y la inteligencia artificial.

El continuo avance en campos disruptivos que implican un paso hacia adelante en materias cuyo ámbito de explotación es extenso, conlleva que las mismas puedan desarrollarse y ampliar su capacidad de actuación, y consecuentemente su valoración.

Este ejemplo, que puede verse plasmado en el valor que tienen dichas compañías a partir de su capitalización bursátil, es lo que permite comprender que para cada caso particular es necesario realizar una valuación minuciosa y detallada.

De esta forma, no solo debemos entender que cada empresa debe tener una valuación acorde a su marco de actuación y el sector en el que se desempeña, el cual muchas veces es probable que no coincida con el de otras, sino que también debe analizarse para cada una cual es el motivo que conlleva la valuación en sí misma, por cuanto esta puede realizarse a fin de vender la empresa, de procurar una fusión, para salir a cotizar en el mercado, para lograr su liquidación, para su presentación en concurso preventivo, entre otras posibilidades.

Es por ello que, a través del presente, buscamos determinar los principales métodos de valorar a una empresa, sea que la misma se encuentre o no apalancada, entendiendo que las situaciones en estos casos no son semejantes. En consonancia con esto, podremos dilucidar que los métodos a tener en cuenta para efectuar las mismas tienen en cuenta aspectos diversos, entre los cuales se destacan los que mencionaremos a partir del siguiente apartado.

iv.i.i.- Basadas en el Balance

Como su propio nombre lo indica, el método se basa en el análisis exhaustivo de los balances de las empresas a valorar, en nuestro caso los de la target; todo lo cual a su vez puede plantear diversas variantes de acuerdo al camino que se siga o al procedimiento propiamente dicho que se utilice.

Conforme nos indica Pablo Fernández, estos métodos:

“Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tienen en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables” (Fernández, 2001, p.25).

En este sentido, uno de los sistemas más comunes es el del **Valor Contable**, el cual toma en consideración el activo y pasivo de la empresa, pudiendo efectuarse a su vez dicho cálculo sobre las acciones de la misma, en cuyo caso se tomará en cuenta además del patrimonio neto, la cantidad de acciones en circulación. De esta forma nos encontramos con las siguientes fórmulas:

$$VC = \text{ACTIVO} - \text{PASIVO}$$

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

$$\text{ACCIONES}$$

En este punto, creemos conveniente exponer lo expuesto por Fernández cuando nos dice que *“Este valor presenta el defecto de su propio criterio de definición: los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y difieren de criterios de mercado, de modo que prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor de mercado”* (Fernández, 2001, p.26).

A partir de ello, creemos importante mencionar que se debe diferenciar entre el valor contable y valor de mercado de una acción o empresa, entendiendo que para el caso de empresas que no cotizan en la bolsa, el tener un valor contable elevado está directamente relacionado con un mayor nivel de ingresos y rentabilidad obtenidos por parte de la misma, algo que se encuentra expuesto en su balance.

Por otra parte, para el supuesto de empresas que cotizan en bolsa, el valor contable muchas veces dista considerablemente del valor de mercado, debido a que sobre este último repercuten factores que son ajenos a los balances de la empresa y que pueden conllevar que la capitalización de mercado de la misma aumente o disminuya conforme la relevancia y efectos que los mismos tengan sobre esta y sus acciones.

Asimismo, como una variante del método anterior que otorgue una mayor precisión en la valuación, podemos mencionar al **Valor Contable Ajustado**, el cual tiene en consideración aspectos que exceden las cuestiones propias del patrimonio neto o puramente contables, conllevando análisis extra societarios de diversas variables que en cierto modo podrían afectar a la empresa. Otro aspecto que considera es la real valoración que se da a los activos de la empresa, los cuales pueden estar infra o supra valorados, lo cual precisa de este método que le permita tener una mayor claridad en las cuentas.

Fernández, en la obra citada y de manera clara, expresa para este método que *“Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado”* (Fernández, 2001, p. 27). De esta forma, su cálculo no varía en gran manera respecto del VC, representándose en la siguiente fórmula:

$$VCA = \text{ACTIVO AJUSTADO} - \text{PASIVO AJUSTADO}$$

La implicancia de este método en nuestro caso se demuestra a partir de las tasaciones que se pueden efectuar sobre los activos y bienes de la empresa a adquirir, cuya real valoración puede no estar demostrada solamente con el valor técnico de los libros contables.

A su vez, las varianzas que pueden darse en aspectos externos a la empresa, como son las facetas relativas a los proveedores o consumidores de la misma, es otra de las aristas a considerar, entendiendo que los flujos de caja presentes y futuros tienen una estrecha vinculación con el grado de funcionamiento de la cadena de pagos y las cobranzas pertinentes.

Sumado a ello, y continuando con las posibilidades que se pueden presentar, nos encontramos con el método que tiene su razón de ser en el **Valor de Liquidación** de la empresa, que es aquel que se presenta en el caso de que desee disolverse la misma o liquidarse el inventario que posee a fin de hacerse con la liquidez necesaria para afrontar los vencimientos de las obligaciones que tiene a su cargo. Es por ello que, en este sentido, nos encontramos con que el cálculo de la misma se puede determinar de la siguiente forma siguiendo al autor supra referido (Fernández, 2001, p. 27), a saber:

$$VL = \text{PATRIMONIO NETO AJUSTADO} - \text{GASTOS DE LIQUIDACION}$$

En este supuesto, entendiendo que la operación de leveraged buyout no se hubiere realizado con éxito, derivándose como consecuencia de ello la insolvencia de la target, debemos comprender que prácticamente en la totalidad de los casos los valores que surjan de las cuantificaciones o

valuaciones efectuadas por expertos contables sobre la misma serán inferiores al reconocido o promediado por el mercado, o al propio valor contable que posea, entendiendo que en estos supuestos las mayores dificultades se encuentran en los altos grados de endeudamiento y déficit de caja que presentan las mismas.

Es por ello que, buscando la debida conexión entre este valor de liquidación y el valor contable plasmado en los balances, o el valor de mercado de la empresa, se puede notar la marcada diferencia entre ambos, diferencia que encuentra su razón de ser principalmente en la falta de continuidad de explotación de la actividad de la misma. Sumado a ello, se debe tener en cuenta que al momento de liquidar la empresa no son tenidos en cuenta en muchos casos sus activos intangibles, lo cual, conectado con lo que expresáramos en su momento respecto a algunas empresas tecnológicas, dificulta la real valoración de la misma.

iv.i.ii.- Basadas en la Cuenta de Resultados

Poder comprender la forma de valuación mediante este método conlleva necesariamente que, en primer lugar, expliquemos cual es la función de la cuenta de resultados, entendiendo por tal aquella que permite conocer las modificaciones que se producen en el patrimonio de una empresa, teniendo en consideración el aumento o disminución tanto de los ingresos como de los egresos durante un determinado periodo o ejercicio.

Como nos refiere el autor seguido en este apartado, las cuentas de resultado *“Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador”* (Fernández, 2001, p.30).

La misma, como tal, cumple una función fundamental atento encontrarse dentro de los cinco estados contables y financieros que toda empresa debe manejar para conocer su situación patrimonial, además del balance de situación, el estado de los flujos de caja, el estado de cambios del patrimonio neto y la memoria.

Es ante esto que, el contenido que la misma refleje, es lo que determinará el grado o no de éxito de la gestión empresarial, teniendo directa vinculación con el valor contable de la firma y la rentabilidad que la misma pretenda obtener según sus políticas financieras y societarias.

Dentro de ella, pueden encontrarse diversos componentes que no solo para nuestro estudio, sino en general, resultan de relevancia, y que tienen que ver con diversos ratios o indicadores que deben ser tenidos en cuenta y analizados al momento de efectuar una inversión.

Ante esto, creemos conveniente mencionar en primer lugar al que es el más conocido, cuya abreviatura es **EBITDA**, correspondiendo dicha sigla a **Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization**. El mismo, es aquel indicador que nos permite conocer el resultado de la explotación y producción de una empresa antes de que se efectúen sobre el las deducciones por gastos financieros, fiscales y monetarios, lo cual implica el análisis de su resultado bruto.

Creemos oportuno referir lo descripto por Bonmati Martínez, quien nos dice que:

“El beneficio contable, que es una medida que habitualmente se ha tenido en cuenta, es en realidad una ficción y puede esconder, en su cálculo, distintas asunciones que distorsionan su utilidad ya que ni refleja el rendimiento operativo (al incluir el coste financiero, que depende de la estructura de financiación de la empresa, o las amortizaciones que dependen del plan de amortización que cada empresa decida o del tipo de equipamientos que requiera), ni es una estimación del cash-flow (ya que las amortizaciones y

depreciaciones son un gasto que no supone desembolso). El Ebitda tiene la ventaja, por lo tanto, de eliminar el sesgo de la estructura financiera, del entorno fiscal (a través de los impuestos) y de los gastos “ficticios” (amortizaciones). De esta forma, permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas, y comparar de una forma más adecuada lo bien o mal que lo hacen distintas empresas o sectores en el ámbito puramente operativo” (Bonmati Martínez, 2012, p.15).

En conjunción con lo antes referido, el autor es claro cuando indica cual es la finalidad propia del EBITDA al mencionar que:

“En términos generales, lo que el Ebitda hace, es determinar las ganancias o la utilidad obtenida por una empresa o proyecto, sin tener en cuenta los gastos financieros, los impuestos y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones. En otras palabras, el Ebitda nos dice: Hasta aquí el proyecto es rentable y, en adelante, dependerá de su gestión que el proyecto sea viable o no. La principal utilidad que nos presenta el Ebitda, es que nos muestra los resultados de un proyecto sin considerar sus aspectos financieros ni los tributarios, algo que no deja de tener su importancia puesto que estos dos aspectos, se pueden analizar por separado, y que si se pueden manejar o administrar, no deben afectar para nada el desarrollo del proyecto y su resultado final” (Bonmati Martínez, 2012, p. 16).

Por su parte, es interesante destacar que, dentro de la cuenta de resultados, la utilización de este indicador financiero resulta de suma importancia para el caso que nos aqueja, atento a que es necesario no solo conocer los resultados brutos de la target, sino ante todo la capacidad de la misma de hacer frente al grado de apalancamiento que se pretende que soporte. Bien es sabido que, utilizando el mismo, se pueden notar las marcadas diferencias entre los resultados brutos y netos, lo cual en cierto modo condicionará el análisis que efectúen las empresas o fondos de private equity, así como también los inversores que deban fondear a los mismos.

Es determinante el resultado que arroje su cálculo, entendiendo que el mismo mide sin lugar a dudas la viabilidad o no de la operación. De este modo, si es positivo, el grado de rentabilidad y soporte de la empresa serán suficientes para hacer frente a las cargas futuras; algo que no ocurriría en caso de que su resultado fuere negativo.

Si bien es importante destacar la importancia que tiene este indicador dentro de las valuaciones empresariales, no podemos dejar de desconocer los riesgos mismos que conlleva su utilización sin el complemento de otros ratios, lo cual puede demostrar en ciertos casos una situación patrimonial y financiera que no es acorde a la realidad de la empresa.

Una variante del EBITDA, si es que puede dársele ese nombre, es el **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**, el cual toma en consideración los mismos factores que el primero, dejando de lado las depreciaciones y amortizaciones; lo cual conlleva que no sea necesario efectuar un mayor análisis, entendiendo que entre ambos indicadores siempre se utilizará en nuestro caso el EBITDA por su mayor completitud. En este punto, Eslava refiere que: “*Es el beneficio conseguido por la actividad normal o de explotación de la empresa. Han sido proporcionados por la totalidad de los activos y debe ser, por tanto, distribuido entre estos*” (Eslava, 2008, p.58). Asimismo, el autor continúa exponiendo que: “*...en este nivel se incluyen entre la totalidad de los gastos operativos los correspondientes a las dotaciones para amortización y las provisiones por los deterioros de los activos, pero sin embargo no se incluyen los gastos financieros o intereses*” (Eslava, 2008, p.58).

A los fines prácticos, el cálculo de los mentados indicadores puede efectuarse a partir de las siguientes fórmulas:

$$\text{EBITDA} = \text{UTILIDAD NETA} + \text{INTERESES} + \text{IMPUESTOS} + \text{DEPRECIACION} + \text{AMORTIZACION}$$

$$\text{EBITDA} = \text{UTILIDAD DE OPERACIÓN} + \text{DEPRECIACION} + \text{AMORTIZACION}$$

$$\text{EBIT} = \text{INGRESOS} - \text{COSTOS DE LOS BIENES VENDIDOS} - \text{GASTOS OPERATIVOS}$$

Por último, otro de los indicadores que pueden ser tenidos en cuenta es el **PER**, cuyas siglas significan **Price to Earnings Ratio**, el cual, según Hernández Blázquez:

“...es el más común y más completo de los ratios que se emplean en el análisis fundamental. El PER no es otra cosa que el inverso de la rentabilidad de una compañía para sus accionistas (medida como beneficio neto entre el valor de mercado de la empresa). Intuitivamente podríamos decir que el PER mide el número de años que va a tardar un accionista en recuperar su inversión. Sin embargo, esta intuición queda solo como una aproximación. Teóricamente no es del todo correcto debido a que: 1) no tiene en cuenta el valor temporal del dinero, y 2) no se suele distribuir el beneficio neto entero a los accionistas en forma de dividendo” (Hernández Blázquez, 2000, p.167)

Asimismo, entendemos oportuno mencionar que, tal y como indica el autor, *“El PER se utiliza para distinguir entre las compañías cuyos beneficios se pagan <<caros>> y las compañías cuyos beneficios se pagan <<baratos>>”* (Hernández Blázquez, 2000, p. 167).

Es con motivo de esto, que queda clarificada la interpretación que debe hacerse del mentado indicador a los fines de determinar en términos comparativos si la empresa de referencia amerita o no el desembolso de la inversión correspondiente.

Mediante el mismo, lo que se busca es comparar el precio de la acción de una empresa con los beneficios netos otorgados por la misma por cada acción, algo que puede representarse de la siguiente manera, conforme nos indica el autor supra referenciado:

$$\text{PER} = \frac{\text{PRECIO DE ACCION}}{\text{BENEFICIO NETO POR ACCION}}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{CAPITALIZACION BURSATIL}}{\text{BENEFICIO NETO}}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{CAPITALIZACION BURSATIL}}{\text{BENEFICIO NETO}}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{PRECIO DE ACCION}}{\text{BENEFICIO NETO POR ACCION}}$$

Por su parte, Fernández señala que el *“...valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de Price Earnings Ratio)”* (Fernández, 2001, p.30), y que grafica de la siguiente manera:

$$\text{VALOR DE LAS ACCIONES} = \text{PER} \times \text{BENEFICIO}$$

Es importante destacar que este método de valuación se utiliza ante todo en aquellas empresas que cotizan en los mercados de capitales, lo cual permitiría su aplicación en nuestro caso en aquellos supuestos en los que se intente realizar un Public to Private (P2P) por parte de la empresa de leveraged buyout a fin de retirar a la target de dicho listado.

Sumado a ello, y sin dejar de rescatar la importancia que tiene, debemos considerar que el mismo puede presentar dificultades en aquellas empresas que son consideradas cíclicas, con fuertes periodos de crecimiento y de estancamiento, lo cual puede conllevar que los inversores tengan un panorama incompleto de la situación de la misma, por lo que se requiere su complemento con el estudio de los demás datos contables, entendiendo la falta de contenido que en cierta medida puede presentar el indicador por sí solo.

iv.i.iii.- Basadas en el Descuento de Flujos

Tal y como ocurre con los casos anteriores, dentro de este apartado existen diversos métodos de valuación de empresas, siendo que aquí trataremos los que a nuestro entender resultan de una mayor importancia, teniendo en cuenta que los mismos son utilizados en la mayoría de las ocasiones para valorar empresas que tienen capacidad para generar flujos de caja estables.

De esta forma, lo que se busca es, siguiendo a Fernández *“...determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero – cash flow- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de los flujos”* (Fernández, 2001, p. 39).

Es ante ello que estimamos oportuno mencionar la fórmula que se utiliza, entendiendo que en la actualidad el mismo es uno de los métodos más aplicados para la valuación de empresas, el cual se representa de la siguiente manera:

$$DFC = \sum \frac{FC_t}{(1+r)^n}$$

Pese a que puede presentar una mayor dificultad en su interpretación a simple vista, una vez comprendidos cada uno de sus componentes resulta mucho más ameno su análisis.

Para esto, decimos que **“Fct”** representa los flujos de caja en el período **“t”**; **“r”** es la tasa de descuento a aplicar como consecuencia del costo de capital del proyecto y **“n”** la vida del activo; a cuyo fin en este sentido es importante tener en cuenta el valor residual de la misma en un período determinado.

Es con esto que, en primer lugar, deben determinarse los flujos de caja libres durante un determinado período de tiempo (el que sea aplicable al caso concreto) con su pertinente tasa de descuento que refleje la inversión y la determinación del valor residual en el año que se estime oportuno. A partir de ello, se calculan los descuentos de flujo de caja y de valor residual, resultando de su sumatoria el valor de la empresa.

A su vez, estimamos oportuno expresar que los métodos basados en los flujos de caja revisten la importancia que se mencionó anteriormente, ante todo por la circunstancia de que actúan como base para el cálculo del **Valor Actual Neto (VAN)** y la **Tasa Interna de Retorno (TIR)**, los cuales resultan fundamentales en el análisis de la viabilidad de cada proyecto. Esto es así debido a que determinan el plazo dentro del cual podrá recuperarse el monto inicial de inversión, lo que en nuestro caso resulta crucial.

Guillermo Dumrauf define el VAN como *“...el valor que resulta de la diferencia entre el valor presente de los futuros ingresos netos esperados (son descontados a una tasa k que representa el costo de oportunidad del capital) y el desembolso inicial de la inversión”* (Dumrauf, 2010, p. 314). Por su parte, seguidamente a la TIR la define como *“...aquella tasa que descuenta el valor de los*

“futuros ingresos netos esperados, igualándolos con el desembolso inicial de la inversión” (Dumrauf, 2010, p. 318).

A los fines prácticos, estimamos oportuno mencionar que la principal diferencia entre VAN y TIR radica en que la primera nos mide la rentabilidad en términos absolutos, mientras que la segunda lo hace en términos relativos. En este sentido, Guillermo Dumrauf nos dice que:

“...si bien ambos utilizan el mismo flujo de efectivo para el cálculo del resultado, miden aspectos diferentes de la rentabilidad de la inversión.

Ambos utilizan flujos de efectivo netos de impuestos.

Ambos tienen en cuenta el valor tiempo del dinero.

La TIR es una incógnita del proyecto, que emerge de las condiciones propias de este. En cambio, para el cálculo del VAN se utiliza el costo de oportunidad del inversor que representa un dato que viene dado exactamente.

Mientras el VAN es una medida de rentabilidad en termino absolutos, la TIR es una medida de rentabilidad en términos relativos (el porcentaje de rendimiento periódico que se obtiene por unidad monetaria invertida). En este sentido, puede decirse que el VAN es una medida de rentabilidad que traduce el objetivo del director financiero, que se entiende como la maximización del valor.

El VAN supone implícitamente la reinversión de fondos a la tasa de corte, mientras que la TIR supone implícitamente la reinversión de fondos a la misma TIR” (Dumrauf, 2010. p. 323).

Así, el VAN permite conocer cuál es el incremento de valor que proporciona el proyecto una vez que se haya aplicado y descontado la inversión inicial para su ejecución, lo cual se logra a partir del descuento de la inversión al flujo de caja neto de la empresa. A partir de ello, su fórmula puede graficarse de la siguiente manera:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} - I_0$$

Dentro de esta fórmula, “**F_t**” representa los flujos de caja futuros, siendo “**k**” la tasa de descuento o el tipo de interés mínimo esperado, así como “**I₀**” la inversión inicial a realizar. Para llegar a su resultado, primero debe calcularse la inversión inicial, luego determinarse un período de tiempo específico, lograr la estimación del flujo de caja de cada periodo, calcular la tasa de descuento conforme el riesgo y la tasa de interés, descontar los flujos de caja a partir de la comparación entre el flujo de caja de cada período con los beneficios que se obtendrían dentro del mismo y, por último, sumar los flujos correspondientes, a los cuales se debe restar el valor de la inversión inicial.

Con esto, tenemos que analizar si el VAN tiene resultado positivo, lo cual determinará que el proyecto crea valor, o bien es negativo, con lo cual el proyecto ocasionaría una destrucción de valor. En el supuesto de que el resultado sea igual a 0, nos encontramos con que el proyecto no genera ni destruye valor.

Por su parte, la TIR nos permite conocer el grado de rentabilidad de nuestra inversión en términos relativos, la cual sirve de complemento al VAN, entendiendo que a partir de la misma se puede realizar una comparación entre diversos proyectos, permitiendo conocer cual otorga una

mayor rentabilidad teniendo en cuenta el mismo nivel de inversión. La misma puede calcularse de la siguiente manera:

$$TIR = \sum_{T=0}^n \frac{F_n}{(1+i)^n} = 0$$

Dentro de esta fórmula, “i” representa el valor de la inversión inicial, siendo “n” el número de periodos que son tenidos en cuenta, así como “Fn” es el flujo de caja de la empresa o proyecto. A los fines de su cálculo, es necesario en primer lugar igualar el VAN a 0, lo que hace que se igualen el total de los flujos de caja a dicha cifra. Luego debe despejarse “k” mediante una ecuación de segundo grado, lo que permitirá obtener el resultado de la TIR. Con esto, tenemos que analizar si la TIR es mayor o menor al costo de oportunidad, debiendo en el primer caso hacerse lugar al proyecto, mientras que en el segundo caso debe rechazarse.

Antes de continuar con la exposición del presente apartado, queremos hacer expresa mención respecto al análisis que se efectuó de las fórmulas correspondientes a DFC, TIR y VAN. Dicha conducta tuvo lugar por ser los indicadores que mayor relevancia tienen para nuestro estudio. Más allá de eso, las restantes fórmulas se mencionarán al solo efecto de que el lector pueda tomar conocimiento de las mismas, quedando a su criterio utilizarlas conforme estime conveniente.

Una vez destacados los aspectos más relevantes dentro del método general de descuento de flujo de caja, podemos mencionar las cuatro variantes principales que el mismo posee, conforme nos enseñan Fernández (2001) y Dumrauf (2010).

En primer lugar, nos encontramos con el **Free Cash Flow**, al cual Fernández define como “...el flujo de fondos operativo, esto es el flujo de fondo generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos” (Fernández, 2001, p.42). Seguidamente, el autor expone que:

“Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los periodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. Sin embargo, para valoración de empresas esta tarea exige prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería” (Fernández, 2001, p.42).

Asimismo, el autor entiende que:

“La obtención del free cash flow supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio” (Fernández, 2001, p. 43).

En mérito de lo antedicho, su cálculo podría representarse de la siguiente manera:

$$E+D = \frac{\text{Valor Actual [FCF; WACC]}}{E+D}, \text{ donde } WACC = EK_e + DK_d (1-T)$$

En segundo lugar, el **Capital Cash Flow** es, siguiendo a Fernández “...la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones. El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal” (Fernández, 2001, p. 44). De esta forma, la fórmula se grafica de la siguiente manera:

$$CCF = CF_{\text{Fac}} + CF_{\text{d}} = CF_{\text{Fac}} + I - \Delta D$$

En tercer lugar, encontramos el **Cash Flow disponible para Acciones**, el cual según Fernández:


“...se calcula restando al flujo de fondos libres, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponde (en el caso de que exista deuda)”. (Fernández, 2001, p. 44).

A partir de esto, el mismo quedaría representado de la siguiente manera:

$$CF_{\text{Fac}} = FCF - [\text{INTERESES PAGADOS} \times (1 - T)] - \text{PAGO PRINCIPAL} + \text{NUEVA DEUDA}$$

Por último, Guillermo Dumrauf entiende que a las categorías supra referidas debe adicionarse el **Método del Valor Presente Ajustado (VPA)**, el cual “...descuenta el free cash flow con el rendimiento exigido a una empresa no apalancada” (Dumrauf, 2010, p.458). De esta forma, el valor presente ajustado surge del valor de un proyecto sin apalancamiento financiero más el valor presente neto de los efectos de la financiación o ahorros fiscales. En consonancia con lo antes expuesto, podemos decir que su fórmula quedaría representada de la siguiente manera:

$$VPA = \frac{UAI \times (1-t)}{R_0} - Inv_{\text{inicial}} + t \times D$$



Así, y solo a los fines de otorgar una mayor facilidad en la comprensión de la fórmula, podemos decir que **UAI** refiere a Utilidades antes de Impuestos e Intereses, **R₀** es la rentabilidad que requerirían los accionistas de la empresa si la deuda fuere nula, **t** es el tipo impositivo sobre beneficios y **D** el monto de las deudas.

De esta forma, han sido enunciadas y explicadas de manera concisa las diversas variantes de métodos de valuación de empresas que pueden encontrarse dentro de la presente categoría, quedando a criterio del lector poder discernir cuál de las mismas resulta de mayor conveniencia para su aplicabilidad en el caso concreto que le toque atender.

iii.i.iv.- Basadas en la Creación de Valor

En lo que refiere a estos métodos, creemos conveniente en primer lugar dar a conocer que los mismos tienen como punto de partida, tal y como su nombre lo indica, la creación de valor, entendiendo por tal la capacidad que tiene la empresa, en este caso la target, de generar beneficios, riquezas o utilidades mediante el desarrollo de su actividad.

Si bien resulta complicado poder determinar el grado de creación de valor que puede tener o aportar una empresa, creemos conveniente y prudente enunciar algunos de los métodos que se utilizan a tales fines, entendiendo que los mismos deben necesariamente complementarse al igual que en los casos anteriores, por cuanto su uso individual y aislado puede ocasionar inconvenientes antes que soluciones en las proyecciones que pretendan efectuarse.

Es por ello que, en primer lugar, estimamos oportuno analizar el método **EVA o Valor Económico Agregado**, para lo cual resulta conveniente tomar los conocimientos vertidos por Leandro Cañibano Calvo y Beatriz García Osma, quienes al mencionar este y otros métodos relacionados al mismo nos dicen que:

“Una alternativa al modelo de descuento de flujos es el modelo de resultados residuales o resultados anormales, también conocido como EBO, y que es básicamente el mismo que el EVA (Economic Value Added) o el RIVM (Residual Income Valuation Model). Son modelos que se basan en estimar la capacidad de la empresa para crear valor, partiendo de la idea fundamental de que para crear valor un activo debe tener una rentabilidad por encima de la rentabilidad exigida o coste de capital” (Cañibano Calvo, García Osma, 2014, p.9)

A su vez, entienden que el mismo:

“...relaciona la creación de valor con el resultado residual o anormal generado incorporando tres elementos posibles para crear valor (ó de aumento de EVA): (1) aumentar los beneficios (Earnings) empleando el mismo capital, (2) reducir el capital empleado para generar los mismos beneficios, o (3) reducir el coste de capital.” (Cañibano Calvo, García Osma, 2014, p.9)

Es por ello que, a partir de esto, la fórmula para su cálculo se expresa en los siguientes términos:

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{CPPC} * \text{CI})$$

Cada uno de los componentes pueden discriminarse de la siguiente manera: “**UODI**” refiere a la utilidad operativa después de impuestos, mientras que “**CPPC**” es el costo promedio ponderado del capital y “**CI**” el capital invertido.

A partir de esto, se entiende que es un método fiable de valuación, representando de manera fehaciente los beneficios obtenidos por la empresa y cuáles son los factores que colaboran en la generación de valor.

Incluso, y pese a no ser intención del autor tomar partido por una u otra forma de valuación, no son pocos los que consideran más fiable el EVA ante el EBITDA, fundando esto en que la valoración que se efectúe no se encontrará afectada por factores como las deudas o préstamos, entendiendo que los mismos son descontados de las ganancias obtenidas por la empresa.

A su vez, otro de los métodos que puede enunciarse es el **CVA o Valor Efectivo Añadido**, el cual permite medir la capacidad que posee una empresa para generar un flujo de caja superior al pretendido por los inversores, siendo que el mismo puede ser tanto directo como indirecto, lo cual conlleva que pueda expresarse de las siguientes maneras:

$$\text{CVA DIRECTO} = \text{FLUJO DE CAJA BRUTO} - \text{DEPRECIACION ECONOMICA} - \text{CARGA DE CAPITAL}$$

$$\text{CVA INDIRECTO} = (\text{RETORNO DEL FLUJO DE CAJA SOBRE LA INVERSION} - \text{COSTO DE CAPITAL}) \times \text{INVERSION BRUTA}$$

Si bien, al igual que ocurre en los casos anteriores, puede darse el supuesto de utilizar otros métodos de valuación, creemos conveniente en este sentido centrarnos en los aquí expuestos, lo cual no quita que el lector pueda poner en práctica otros que le resulten de relevancia para su caso concreto.

iv.ii.- Valuación de empresas apalancadas

Este punto creíamos conveniente colocarlo a fin de poder comprender que, si bien en el caso anterior se tomaron en cuenta los métodos primordiales que pueden ser utilizados por parte de las empresas o fondos de private equity para hacerse con el control o la totalidad de la target company; entendemos que ello en sí mismo sin este análisis resultaría incompleto, debido a que no es lo mismo, tal y como se expresara oportunamente, valuar una empresa de idéntica manera cuando las finalidades son distintas.

Asimismo, resulta conveniente determinar que tampoco resulta idéntico valuar una empresa sin endeudamiento a realizarlo respecto de aquellas que tengan un grado de apalancamiento determinado, por más ínfimo que sea, lo cual nos lleva a exponer los siguientes modelos.

iv.ii.i.- Método de Flujos de Caja para el Capital (FTE)

Siguiendo lo expuesto por Ross, Westerfield y Jaffe, podemos decir que:

“El método de flujo a capital (FTE, siglas de flow to equity) es otro método de elaboración del presupuesto de capital. La fórmula requiere simplemente el descuento del flujo de efectivo de un proyecto para los accionistas de una empresa apalancada al costo del capital accionario” (Ross, Westerfield y Jaffe, 2012, p.555)

Con motivo en lo antedicho, su forma de cálculo se expresa en los siguientes términos:

FLUJO DE EFECTIVO DEL PROYECTO PARA LOS ACCIONISTAS DE UNA
EMPRESA APALANCADA

RS

Expresan en este sentido que, a los fines de poder utilizar el método que aquí tratamos, se deben respetar tres pasos, siendo el primero el cálculo del flujo de efectivo apalancado, entendiéndose que el mismo se puede obtener a partir del flujo de efectivo no apalancado, para lo cual expresan:

“En este caso la clave es que la diferencia entre el flujo de efectivo que reciben los accionistas de una empresa no apalancada y el flujo de efectivo que reciben los accionistas de una compañía apalancada es el pago de intereses después de impuestos” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2012, p. 555).

Posteriormente, es necesario que se calcule la tasa de descuento a aplicar a la operación, lo cual dependerá en cada caso particular de acuerdo al tipo de cálculo que se desee efectuar, para posteriormente realizar la valuación pertinente, lo que conllevará que el valor presente neto sea “*la diferencia entre el valor presente del LCF del proyecto y la inversión no solicitada en préstamo*” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2012, p. 556).

iv.ii.ii.- Método del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

El presente método tiene como base medir el costo promedio en el que incurre una empresa a partir de la financiación, ya sea a través de recursos propios (acciones) o financiamiento de terceros (deuda).

Es por ello que, una vez estimado el costo de cada uno de estos componentes, lo que se realiza es tomar conocimiento del porcentaje que ocupa cada uno de estos en la estructura de capital de la misma. Su fórmula se expresa en los siguientes términos:

$$WACC = K_e \times (E/D+E) + K_d \times (D/D+E)$$

Por razones lógicas, debemos expresar que “**Ke**” es el costo del patrimonio, “**E**” el valor del patrimonio, “**D**” el valor de la deuda y “**Kd**” el costo de la deuda después de los impuestos.

Para finalizar este apartado, creemos conveniente mencionar el consejo otorgado por economistas de renombre, como han sido los aquí analizados, quienes estiman cuando es conveniente utilizar cada uno de los métodos nombrados según lo siguiente:

“Use el WACC o el flujo a capital si la razón de deuda a valor fijada como meta para la empresa se aplica al proyecto durante su vida. Use el VPA si el nivel de deuda del proyecto es conocido a lo largo de la vida de éste” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2012, p. 559).

Para finalizar, podemos decir que, a partir de lo expuesto en el presente capítulo, buscamos concluir el análisis financiero y económico de las compras apalancadas o leveraged buyout, entendiendo que el mismo era necesario para comprender como se despliega muchas veces la actividad que realiza la empresa de leveraged buyout en su interés por expandir sus horizontes de inversión.

Los métodos y mecanismos que utiliza para tomar decisiones en sus proyectos, así como la forma de presentar los mismos, son algo que influye directamente en aquellos que prestan financiamiento a la operación, ya sean bancos de inversión o comerciales, como así también los inversores que colocan sus ingresos confiando en la profesionalidad de la misma.

Entendimos de esta forma que, un análisis sin estos aspectos, estaría deteriorado, por cuanto es preciso que los abogados tengan conocimientos básicos o mínimos sobre estos componentes que utilizan sus clientes en las operaciones diarias, entendiendo que siempre existe la posibilidad de que surjan potenciales conflictos o discrepancias que requieran de un estudio y respuesta integral de su parte.

v.- Conclusión Parcial

Con lo desarrollado en el presente capítulo, se lograron complementar todos los conocimientos provistos hasta el momento, tanto en sus aspectos teóricos como prácticos. De esta manera, se determinó la relevancia que poseen los diversos ratios dentro de la empresa de LBO y la target company, así como la importancia del plan de negocios y el due dilligence correspondiente, elementos estos que necesariamente deben ser examinados en el caso concreto.

Poder efectuar un análisis económico financiero no solo de la operatividad de la compra apalancada, sino también de los aspectos que deben ser tenidos en cuenta tanto para la empresa de LBO como para la target company para su consecución, es algo que estipulamos necesario para poder comprender con profundidad el objeto de estudio.

Lograr el complemento teórico entre el apalancamiento, los ratios financieros, el plan de negocios y los métodos de valuación para empresas que estén o no apalancadas, nos permitió comprender la complejidad de las compras apalancadas, así como las múltiples aristas que deben ser tenidas en cuenta, sabiendo que no existe una única línea operativa que permita obtener los resultados esperados.

TERCERA PARTE: ANALISIS JURIDICO DEL LEVERAGED BUYOUT

CAPITULO IV: Legalidad y Responsabilidad derivada del Leveraged Buyout.

i.- Introducción

Habiendo sido efectuado al análisis económico financiero de las compras apalancadas conforme lo expuesto en los primeros tres capítulos, entendemos prudente proceder a analizar las mismas desde un punto de vista jurídico.

A partir de ello, mediante el presente, buscamos indagar respecto a la legalidad que poseen las compras apalancadas en nuestro país, para lo cual se expondrán las posturas de prestigiosos doctrinarios que han debatido sobre el tema, así como también se analizarán los fallos que han sido dictados en la materia y el criterio utilizado para llegar a dicho resultado.

Por último, una vez que se encuentre determinado el encuadramiento propio del objeto de estudio, procederemos a estudiar y desentrañar las implicancias legales que pueden derivarse de la aplicabilidad de las compras apalancadas en la realidad. Es por ello que se expondrán las responsabilidades que pesan sobre cada una de las personas que toman decisiones dentro de las empresas que componen el proceso de referencia, así como las consecuencias que pueden derivarse de su actuar.

Poder efectuar este análisis nos permitirá lograr un examen íntegro de la materia, conociendo no solo las aristas económicas o financieras, sino también las implicancias jurídicas que conlleva la ejecución de las compras apalancadas para las empresas y para quienes son responsables de la toma de decisiones en las mismas.

ii.- Situación jurídica de las compras apalancadas en nuestro país ¿Legal o ilegal?

Poder matizar el análisis jurídico del mecanismo objeto de nuestra investigación, el cual al lector le puede resultar de mayor agrado referirlo como compra apalancada, leveraged buyout o apalancamiento financiero, implica que necesariamente pongamos en primer lugar, en el centro de la escena, la legalidad de la figura.

En este sentido, entendemos que no son pocos los debates que se han generado en torno a la misma, si bien en comparación con otros institutos su análisis jurídico no ha sido del todo exhaustivo, pretendiendo a partir de esto que pueda dársele el estudio que corresponde.

Si bien existió la posibilidad de su incorporación a nuestra legislación conforme indica Pablo Della Pica (2008), atento el tratamiento que se le diera en el Anteproyecto de reforma a la Ley de Sociedades Comerciales en el año 2003, su incorporación dentro de dicho plexo normativo no ocurrió, lo cual conllevó que necesariamente se continuara con este debate. El texto del artículo 222 de dicho Anteproyecto rezaba lo siguiente:

ARTICULO 222: Asistencia financiera. Acciones en garantía. Prohibición – La sociedad no puede anticipar fondos, conceder préstamos, otorgar garantías ni

facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición o suscripción de sus acciones o de acciones de su controlante, salvo lo dispuesto por el artículo 194 respecto de las destinadas a su personal.

La sociedad no puede recibir directa ni indirectamente sus propias acciones en garantía. No pueden fusionarse sociedades cuando a consecuencia de la fusión la obligación de pagar el precio de compra de acciones involucradas en la fusión recaiga sobre la emisora.

Analizando el artículo, queda demostrada la clara intención de no reconocerle legalidad a las compras apalancadas (refiriendo a fusiones en el texto en particular), algo que no pudo plasmarse y que nos lleva a preguntarnos si, en este caso, es de aplicación el principio que reza: *“Todo lo que no está prohibido, está permitido”*.

Si bien es un punto de debate filosófico en el cual no deseamos entrar por no ser parte del contenido esencial de este trabajo, si pretendemos considerar seguidamente las principales disidencias que se han generado entre los autores de nuestro país respecto a las compras apalancadas; permitiendo de esta forma que el lector pueda formar su propio criterio conforme la exposición que se haga de las distintas posturas.

ii.i.- Posturas Doctrinarias

En lo que respecta al análisis de este punto, debemos considerar que, a diferencia de lo que ocurre en reiteradas oportunidades respecto a los debates que giran en torno a la legalidad de determinadas figuras o institutos en los cuales encontramos dos posturas, en el caso de referencia debemos decir que, si bien las que reúnen mayores adeptos son dos, existe una tercera que busca llegar a un consenso o punto medio entre las mismas.

Así, creemos oportuno en primer lugar centrarnos en esta teoría intermedia, la cual tiene como principales expositores a Enrique Skiarski y Oscar Cesaretti, quienes entienden que las compras apalancadas mediante la fusión de la sociedad controlante y controlada son lícitas en la medida en que no exista asistencia financiera de la controlada a la controlante (incluyen préstamos, anticipos y garantías), así como la circunstancia de que como consecuencia de dicha fusión la nueva sociedad no quede afectada a la causal de disolución contemplada en el artículo 94 inc. 5 LGS (Skiarski, Cesaretti, 2001, pp.395-396).

A su vez, ambos autores centran su atención en la defensa de los intereses de quienes quedan en una situación de mayor desprotección ante una posible insolvencia de la target, por lo cual expresan que los accionistas encuentran protección a partir de los mecanismos que proveen los artículos 245 (Derecho de receso) y 251 (Impugnación de asamblea) LGS (Skiarski, Cesaretti, 2001, p.396).

Una vez presentada la tesitura intermedia, estimamos conveniente seguir con aquella que le niega reconocimiento legal a las compras apalancadas, y que encuentra apoyo en los siguientes argumentos:

En primer lugar, Vitolo encuentra razón de ser en la ilegalidad de dicha operatoria entendiendo que las compras apalancadas exceden y exorbitan el objeto social de las sociedades comerciales, algo que se puede extraer de un fragmento de su ponencia, en cuanto explica:

“Esta “moderna” modalidad de adquisición societaria que consiste en trasladar sobre el patrimonio de la sociedad adquirida el costo de la propia adquisición, con la peculiaridad de que la deuda que contrae la sociedad

adquirente para el cumplimiento de las operaciones será saldada con los recursos patrimoniales de la sociedad adquirida, haciendo que esta última financie toda la operación exponiendo sus activos, los cuales grava privilegiadamente a favor de estos acreedores financieros en perjuicio del resto de los acreedores sociales, podrá ser un gran instrumento financiero pero no cabe duda alguna que es también un importante medio de defraudar al crédito y a los terceros” (Vitolo, 2004, S/P)

Asimismo, Patricia Ferrer, compartiendo el argumento vertido recientemente, convalida esta tesis basándose en lo normado por el artículo 220 LGS al explicar que, si bien no es la propia sociedad target quien adquiere las acciones, si es esta última la que debe afrontar el pago de su precio, algo que explica de la siguiente manera:

“La adquisición de las propias acciones significaría la incorporación en el activo de un valor que constituye para la sociedad un pasivo comprendido en el patrimonio neto, generando ello un agudamiento del capital. La prohibición de adquisición de las acciones por la propia sociedad debe considerarse extensiva al afianzamiento de las obligaciones que asuma quien adquiere dichas acciones, ya que este negocio conlleva un compromiso patrimonial de idéntica entidad y genera también un potencial agudamiento del capital” (Ferrer, 2003, p.4).

Por último, dicha autora entiende que, al ejecutarse la compra apalancada, se está produciendo un conflicto de intereses entre la sociedad y el accionista mayoritario, expresando que:

“Aunque la decisión sea tomada por quien es mayoría en la sociedad y conforma por tanto su voluntad, el desvío del interés social es perjudicial para los socios minoritarios y para los acreedores, ya que afecta al patrimonio, garantía de los acreedores” (Ferrer, 2003, p.5).

Esto último acarrearía la aplicación de los artículos 54 y 248 de la LGS.

Por último, Efraín Hugo Richard entiende que el apalancamiento financiero implica un desvío de la funcionalidad societaria que se acentuó a finales de la década de 1980 y 1990 a partir de una globalización financiera que devastó a los países periféricos, alterando las políticas en los países centrales; las cuales agravaron la situación de los primeros (Richard, 2018, p.460).

Con total acierto, aludiendo al reconocido caso de Oil Combustibles S.A, el autor expresa lo siguiente:

“¿Cómo puede ser que una empresa en cesación de pagos apalancue la compra de otras? Sin duda desviando parte de su patrimonio en perjuicio de la propia sociedad y de sus acreedores –pues no hay socios minoritarios-. Lo paradójico que usaban fondos destinados al Fisco que pasaban por su patrimonio, desviando el destino, perjudicando particularmente a ese acreedor –pero también a otros al generar la insuficiencia patrimonial-, a la misma sociedad y al comprometer el futuro de sus empleados” (Richard, 2018, p.461).

Seguidamente, analizando explícitamente la legalidad del apalancamiento, el reconocido doctrinario expone:

“El apalancamiento financiero no es propiamente una actividad ilícita de la sociedad, sino de los socios de control, o de los que se hacen del control, para usar los fondos de la sociedad en su beneficio. Esta actividad es de nulidad

absoluta pues perjudica a la sociedad y a los otros socios, y toma especial magnitud si insolventa a la sociedad, pues perjudica a terceros” (Richard, 2018, p.486)

A ello, creemos prudente incorporar lo que expone en torno al caso que estudia, el cual presenta ciertas peculiaridades y que lo lleva a entender que:

“...toma otra dimensión en casos como el de Oil Combustibles S.A. donde parecería que los órganos societarios decidieron poner a la sociedad en cesación de pagos, o más aún en insolvencia para satisfacer intereses del grupo que integraban, sin traer a su concurso a sus integrantes como autoriza el art. 69 LCQ. Y se perfila como actividad ilícita por cuanto el apalancamiento no lo hacían con fondos genuinos y disponibles de la sociedad sino con recursos proporcionados por terceros que se retenían para satisfacer obligaciones impositivas. O sea que no eran fondos de Oil Combustibles S.A. sino del Gobierno Nacional (AFIP), destinados a satisfacer necesidades públicas” (Richard, 2018, p.486)

Lo expuesto por el autor nos hace enmarcar dicha actividad dentro de lo dispuesto por el artículo 19 LGS.

Por último, dentro de la postura que le otorga legalidad a las compras apalancadas, podemos nombrar a autores como Van Thienen y Di Chiazza (2008), quienes responden a los argumentos vertidos por la teoría clásica que fueron expuestos precedentemente, expresando lo siguiente:

En primer lugar, en cuanto a la prohibición del rescate de acciones, explican que dicha actuación no implica la incorporación de las mismas dentro del activo de la sociedad, lo cual conlleva que no salgan del patrimonio neto, razón por la cual no se modificaría el capital social. A su vez, entienden que:

“La constitución de garantías por obligaciones de terceros en nada perjudica a la sociedad ni a los terceros sobre la consistencia del capital social como cifra de retención. Es decir, la constitución de garantías sobre activos de la sociedad no perjudica a los acreedores siendo más ventajosa que el rescate de acciones, desde la perspectiva de los acreedores. La constitución de gravamen sobre activos sociales en nada perjudica la magnitud del activo y tampoco incrementa el pasivo exigible” (Di Chiazza; Van Thienen. 2008, p.6)

Basados en lo antedicho, entiendan que *“...asegurar el pago del precio de compra de acciones no es un acto jurídico ilícito para la sociedad; aún cuando el tercero adquirente sea el accionista de control de la sociedad Target”* (Di Chiazza; Van Thienen. 2008, p.6).

Seguidamente, los autores tratan un segundo supuesto, cual es el referido a los conflictos de intereses que pueden generarse entre la sociedad y el accionista mayoritario. Si bien reconocen la existencia de dichos conflictos, entienden también que de estos no puede derivarse necesariamente la ilicitud de la compra apalancada, a partir de lo cual la nulidad debería aplicarse en sentido restrictivo. En este punto, agregan que:

“Un LBO en interés contrario no es otra cosa que la financiación de la compraventa de acciones en condiciones leoninas, graves o desventajosas para la sociedad siendo de aplicación los principios generales de derecho. Fuera de estos supuestos, el mero conflicto de interés no genera una nulidad” (Di Chiazza., Van Thienen, 2008, p.7).

Por su parte, en cuanto al argumento basado en el artículo 58 LGS referente a la doctrina ultra vires, estos autores entienden que siempre que la compra apalancada tienda a lograr la consecución del objeto social, generando valor y permitiendo el crecimiento de target, no puede decirse que la actividad sea extraña al objeto social.

Por último, respecto al análisis basado en el artículo 222 LGS, manifiestan que:

“Esta norma tuitiva supone que las acciones en garantía no alcanzarán a cubrir el crédito insoluto; sin embargo nada impide que las acciones cedidas en garantía puedan ser vendidas en el mercado logrando la sociedad recuperar todo o parte del crédito y sus intereses. Si esto sucede ningún perjuicio se habrá causado al interés social y, menos, a los acreedores quirografarios. La sociedad habrá recuperado parte del activo y el capital social conservará su intangibilidad” (Di Chiazza, Van Thienen, 2008, p.8)

Es por ello que los autores creen incorrecto pretender declarar la ilicitud de la compra apalancada basados en este argumento.

A partir de estas reseñas, se ha pretendido introducir al lector en las principales diferencias de pensamiento que se suscitan en torno a la figura que estamos estudiando, lo cual será de utilidad para los análisis posteriores referentes a la conveniencia o no de reconocerle legalidad a las compras apalancadas dentro de nuestro ordenamiento jurídico.

ii.ii.- Las compras apalancadas en la jurisprudencia

En consonancia con las disidencias existentes en materia doctrinaria, debemos destacar dos puntos en este apartado, que son: en primer lugar, el abanico de fallos que tratan la cuestión es escaso, lo cual a su vez va acompañado por un segundo componente que es la diversidad de criterios bajo los cuales fue analizada la figura del leveraged buyout o compra apalancada.

Es por ello que, en este punto, entendemos conveniente citar los principales fallos en los cuales se trató la cuestión, ya sea reconociendo o no la legalidad de la operación.

Así, en primer lugar podemos mencionar quizás el caso de mayor resonancia, cual es Centrales Térmicas Patagónicas, resuelto por la Corte Suprema de Justicia de la Nación en el año 2001, la cual admitió la demanda interpuesta por la Provincia de Chubut con adhesión del Estado Nacional (Acciones Clase B, quedando las Acciones Clase C para los dependientes conforme Programa de Propiedad Participada) y declaró la nulidad de la resolución asamblearia que aprobaba el balance general correspondiente al ejercicio del año 1995 de dicha empresa, fundándose en normas de derecho público, atento entender que el socio mayoritario (Acciones Clase A – 51% del Capital entre las empresas Late S.A, Eleprint S.A y Federación de Trabajadores de Luz y Fuerza) de la misma, luego de un proceso de privatización, había transferido la deuda que la empresa Agua y Energía S.E tenía con sus empleados a Centrales Térmicas Patagónicas, lo cual se encontraba prohibido por el Pliego de Bases y Condiciones propio de la licitación. Así es como se expresa que:

“...el Adjudicatario se aprovechó de su situación de accionista mayoritario en cada una de las asambleas impugnadas y endeudó a la sociedad por obligaciones que la ley de la licitación (Fallos: 311:2831 y 313:376) sólo le imponía a él; semejante vicio no sólo implica la afectación de los intereses de los socios restantes, sino también -y principalmente- la violación de los principios que rigen el procedimiento relativo a la licitación, cuya observancia atañe a la preservación del interés y del orden públicos” (CSJN, 2001, Considerando 7°).

De la misma forma, el máximo Tribunal entendió *“que el traspaso de las deudas que el adjudicatario efectuó a la demandada agravó ilegítimamente la situación patrimonial de una empresa cuyo objeto concierne al interés general y se vincula con la prestación de un servicio público”* (CSJN, 2001, Considerando 9°), aportando seguidamente que:

“Las asambleas impugnadas implican la voluntad social de obligar al Estado Nacional y a una Provincia de la Republica a soportar deudas sin causa jurídica que lo justifique, amparándose para ello en el principio de contribución de las perdidas comunes a toda la sociedad” (CSJN, 2001, Considerando 9°)

Creemos oportuno agregar el párrafo destacado por Efraín Richard conforme lo explicitado por la CSJN, en cuanto dispone que:

“...con tal comprensión, sostuvo que los socios de la demandada para justificar un “leveragge buy out” en su exclusivo beneficio “no estaban habilitados para deliberar y decidir cuestiones que atentasen contra el interés y orden públicos y las buenas costumbres (art. 21 cit.), o bien que fueran prohibidos por las leyes” (art. 953 cit.). “Lo que es inmoral, lo que es contrario al orden social, lo que se reputa inexistente por falta de formas substanciales, no puede subsanarse por el transcurso del tiempo. El acto será siempre inmoral, contrario al orden público o carente de las formas indispensables a su existencia, cualquiera sea el número de años que hayan pasado desde su celebración. El tiempo es impotente para transformar lo inmoral en moral, lo ilícito en lícito, lo informal en formal, y siempre el acto conservará el vicio original” (Richard, 2013, p.159).

Con motivo de lo expuesto, la Corte Suprema de Justicia de la Nación hizo lugar parcialmente a las demandas deducidas por la Provincia de Chubut y el Estado Nacional contra Centrales Térmicas Patagónicas S.A, y declaró la nulidad de las asambleas impugnadas con motivo de lo referido precedentemente.

Otros de los casos resonantes en nuestro país fueron los concursos preventivos de Great Brands Inc. (2002) y Havanna S.A (2004). Esto es así, por cuanto, la primera de las sociedades, creada por Great Brands Investments, adquirió el control de la segunda a partir de la compra de su paquete accionario. Dicha operación pudo ser llevada a cabo gracias a un préstamo sindicado otorgado por un pool de bancos extranjeros que se otorgó a favor de Havanna S.A y del cual Great Brands Inc. resultó ser garante.

Ante esto, el Tribunal entendió que el crédito que tenían dichos bancos extranjeros no podía ser admitido en el concurso de Havanna S.A, pero si en el de Great Brands Inc., entendiendo que el endeudamiento que se había colocado sobre la primera se debía a la compra apalancada de sus acciones efectuada por la segunda.

Por otro lado, al día de la fecha, tiene suma relevancia para nuestro objeto de estudio el caso referido a Oil Combustibles S.A, respecto al cual se hiciera una mínima reminiscencia en apartados anteriores. Para analizar el mismo, estimamos oportuno seguir a Efraín Richard, el cual es clarificador al exponer los hechos que refieren al mismo al decir que:

“En el caso GRUPO INDALO a través de OIL COMBUSTIBLES S.A. el LBO habría sido practicado por los propietarios de la sociedad hoy concursada, antes y durante el trámite del concurso, para apalancar la compra y posterior funcionalidad de varias empresas de aquel grupo –aparentemente organizado

como sociedad en un paraíso fiscal que pertenecería a los mismos dos socios-, pero donde habrían actuado múltiples personas físicas, sino como socios por lo menos como administradores. Y esto habría ocurrido desde el año 2012 manteniéndose incluso mientras la sociedad estaba en concurso de acreedores” (Richard, 2018, p.461).

Conforme se expusiera oportunamente en el presente trabajo, el autor entiende con total acierto que la actividad desplegada por Oil Combustibles S.A es ilícita, por cuanto el apalancamiento en el cual incurrió la misma era efectuado con recursos proporcionados por terceros, los cuales debían ser retenidos por su parte para satisfacer obligaciones impositivas.

Más allá de la reiteración que se efectuó en el párrafo anterior, estimamos oportuno expresar que, como consecuencia de la presente operatoria, se iniciaron dos caminos legales diferentes respecto al caso de referencia; siendo uno en sede concursal, y el otro en sede penal.

En primer lugar, respecto a este último, podemos decir que al día de la fecha el Tribunal Oral Federal N° 3 de la Capital Federal tiene a su cargo determinar si existió un otorgamiento irregular de planes de facilidades de pago por parte del entonces titular de AFIP a favor de Oil Combustibles, estando vinculados los mismos al Impuesto a la Transferencia de Combustibles Líquidos (ITC) correspondiente a los periodos fiscales comprendidos entre Mayo de 2013 y Agosto de 2015, lo cual le permitió a la misma financiar a las empresas que formaban parte del Grupo Índalo.

Por otra parte, atendiendo a la vía concursal, creemos conveniente mencionar el fallo dictado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación con fecha 15 de Noviembre de 2017, mediante el cual hace lugar al Recurso de Queja interpuesto por AFIP, revocando la sentencia apelada y declarando la nulidad de la apertura del concurso preventivo de Oil Combustibles S.A dictada por el Juzgado Letrado de Primera Instancia de Ejecución N° 1 de la Circunscripción Judicial Comodoro Rivadavia, Provincia de Chubut, por entender que el proceso concursal había sido iniciado ante autoridad judicial que no era competente (juez natural del concurso).

A estos fines, creemos conveniente incorporar parte del razonamiento efectuado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación, la cual entendió:

“5°) Que ello es lo que acontece en el caso, pues la alzada, luego de tener por configurado un supuesto de creación de domicilio ficticio y efectuar un desarrollo de las conductas fraudulentas desplegadas por la concursada, “al crear arteramente los presupuestos propios de una competencia inexistente”, convalidó sin fundamentación suficiente la apertura del concurso preventivo decretada por el juez provincial” (CSJN, 2017, Considerando 5°).

De la misma forma, en consonancia con lo antedicho, nuestro Máximo Tribunal expresó:

“8°) Que la competencia del juez que debe intervenir en el proceso concursal se halla expresamente dispuesta por la ley y constituye una previsión de orden público, porque atiende a los intereses generales en juego propios de un proceso colectivo que afecta la totalidad del patrimonio del deudor, suspende el trámite de las acciones singulares y genera la atracción al juzgado de radicación del proceso universal de los procesos iniciados contra el concursado, alterando su competencia natural, a la vez que convoca obligatoriamente a todos los acreedores a concurrir por vía igualitaria de verificación, razón por la que la competencia deviene improrrogable tácita o expresamente” (CSJN, 2017, Considerando 8°).

Con motivo en lo antedicho, la Corte Suprema de Justicia de la Nación es clara al momento de resolver la presente cuestión al considerar que:

“Por estas razones, la demanda de convocatoria de Oil Combustibles S.A. debe ser resuelta por el juez natural del concurso, único encargado de examinar el cumplimiento de los recaudos que debe contener dicha presentación, más aún cuando en autos se ha tenido por consumada la constitución de un domicilio ficticio -en violación del principio legal de orden público establecido en la ley de concursos- y no se han identificado situaciones de extrema excepcionalidad que pudieran justificar una eventual convalidación de lo actuado” (CSJN, 2017, Considerando 9°).

Por su parte, con posterioridad a la misma, y encontrándose radicada la causa ante el juez competente, fue decretada la quiebra de Oil Combustibles S.A por parte del Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 5 de la Capital Federal (2018), el cual dispuso en la sentencia un plazo de 72 horas para que *“potenciales inversores privados interesados en la eventual adquisición de la empresa en marcha presentasen sus propuestas en autos”* (Resuelvo, Punto 2), ordenando a su vez la continuación de su explotación a fin de lograr la preservación de las fuentes de trabajo, la conservación patrimonial del ente y la minimización de los riesgos de daños ambientales (Resuelvo, Punto 2).

Al día de la fecha, se continúan produciendo nuevos sucesos en lo que refiere al caso de referencia conforme uno puede observar en diversos medios de comunicación, con lo cual puede el lector a partir de la presente exposición tener la base necesaria para comprender lo que acontece en la actualidad.

Seguidamente, podemos nombrar el fallo Marofa o Giraudi (2007), en el cual, el grupo titular del 52% de las acciones de Marofa compró el 48% restante, haciendo que los vendedores exigieran a los compradores la constitución de garantías a tales fines. Como consecuencia de ello, se colocó en garantía de dicha operación el único activo de la empresa que era el inmueble propiedad de la misma, sobre el que se constituyó una hipoteca que llevó a que Marofa simulara celebrar un préstamo dinerario con los vendedores para efectuar la operación. Posteriormente, la empresa por dificultades económicas y operativas se presenta en concurso, lo cual hizo que los accionistas vendedores concurrieran al mismo a verificar su crédito. Tomando en consideración lo antedicho, estimamos oportuno seguir a José María Curá, quien respecto a este apartado entiende que:

“Toda vez que la simulación no es reprochada por la ley cuando a nadie perjudica ni tiene un fin ilícito, la compra apalancada de acciones de una sociedad con el producido del giro de la propia compañía adquirida, en principio, tampoco es acto merecedor de objeción” (Curá, 2007, p.507).

De la misma forma, Richard expone con suma precisión que:

“En el tratamiento de la temática examinada el Tribunal aludió al L.B.O. como una modalidad usual en el mundo de los negocios, donde una parte, más o menos sustancial del precio de compra de una compañía (o más específicamente de las acciones que confieren el control de ella), es abonada con el producido del giro de la propia compañía adquirida. Herramienta -ésta- frecuentemente utilizada en los procedimientos de toma de control o adquisición de empresas, conocido en el lenguaje común como "M & A" (mergers & acquisitions), caracterizadas por la utilización de distintas técnicas combinadas que posibilitan

trasladar el costo de la adquisición a la propia compañía adquirida (bootstrapped transactions). Si bien se suelen olvidar jurisprudencias como las que hemos señalado de la Corte, se suele citar abundante doctrina, que la sentencia de marras referencia, la existencia de dos criterios en torno de la legitimidad de este instrumento. Se reflejó así la existencia de consenso acerca de que si bien el L.B.O. no constituye por sí mismo un procedimiento ilícito o ilegítimo, lo es en la medida que no causase perjuicios a terceros (particularmente accionistas minoritarios y a los acreedores de la sociedad adquirida). El pronunciamiento del Tribunal, con el primer voto de Kölliker Frers, afirmó que si bien la medida de la ilicitud de la operatoria estaba dada por la existencia de perjuicio para los acreedores de la sociedad (conclusión a la que arriba a través de la figura del LBO) era indudable el carácter ilícito a la simulación mentada, en los términos del art. 957 del Cód. Civil” (Richard, 2008, p.5).

Amén de la exposición efectuada precedentemente, creemos conveniente mencionar, al solo efecto de que el lector tome conocimiento, de que otros autores entienden que el presente caso no debe ser considerado como una compra apalancada, sino como una simple simulación de un préstamo con una garantía hipotecaria; algo con lo cual no estamos de acuerdo conforme los criterios supra expuestos.

Por último, creemos conveniente citar el caso de Aerolíneas Argentinas, el cual, al día de la fecha, continúa teniendo una amplia repercusión en nuestro país, dejando en evidencia las consecuencias caóticas que se derivan del uso indebido de las compras apalancadas.

Con esto, estimamos oportuno traer a colación lo dicho por Negre de Alonso y Richard, quienes exponen de manera precisa que *“En la privatización de Aerolíneas Argentinas se generó un vaciamiento a través del llamado eufemísticamente “leverage buy out” en forma inmediata, arrastrándose desde ese mismo momento un estado de incapacidad patrimonial y cesación de pagos”* (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.3).

A continuación, los autores complementan lo antedicho al sostener que:

“Tal práctica, no autorizada por nuestra legislación societaria –ni por ninguna del mundo en la forma que se la usó-, permitió que al recibir por el sistema de “privatización” el 85% de las acciones de una sociedad sin deuda, el precio de esas acciones comprometido por los adquirentes “privados” era satisfecho con bienes de la sociedad, perjudicando a ésta e indirectamente al Estado que retenía el 5% y a los trabajadores a los que se les asignaba el 10% con el programa de propiedad participada (los porcentajes podían variar en cada caso)” (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.3).

Lo expuesto por los autores actúa como base para explicar de manera concisa que, en el presente caso, Aerolíneas Argentinas fue privatizada en el año 1990, razón por la cual, el 85% de su capital se transfirió a un grupo económico encabezado por Iberia Líneas Aéreas de España, quedando un 10% en poder del personal de Aerolíneas Argentinas y un 5% para el Estado Argentino. Posteriormente, al tomar conocimiento del mecanismo de apalancamiento y endeudamiento utilizado por la adquirente, mediante el cual se colocaba dicho pasivo sobre Aerolíneas Argentinas conforme surgía de los estados contables correspondientes al primer ejercicio, se firma un nuevo acuerdo, dentro del cual creemos relevante mencionar la suscripción de aumento de capital accionario correspondiente a la ampliación del mismo que se había hecho en 1991. Con motivo de esto, el

Estado Nacional pasaba a contar con un porcentaje superior al 40% del paquete accionario de la empresa.

Posteriormente, en el año 1994, atento la delicada situación en la que se encontraba la sociedad, se firma un nuevo acuerdo entre las partes intervinientes a los fines de lograr su reestructuración financiera y operativa, quedando el 85% de sus acciones a cargo de Interinvest S.A (sociedad fundada por Iberia) y el resto para el Estado Nacional y el personal de la misma en la proporción fijada inicialmente.

Luego, en el año 1996, la SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) toma el control de la participación que poseía Iberia respecto a la aerolínea. Como consecuencia de su mala gestión, American Airlines suple el lugar de ésta hasta el año 1999, momento en el cual deja sus labores con una situación patrimonial en estado crítico. Con motivo de esto, la SEPI propone un Plan Director de saneamiento de las cuentas financieras, el cual no pudo acomodar los desacoples estructurales que tenía la aerolínea, lo cual conllevó que la misma fuera presentada en concurso preventivo de acreedores el 22 de Junio de 2001 ante el Juzgado Nacional en lo Comercial N° 15 de la Ciudad de Buenos Aires. Posteriormente, en Octubre de 2001, la empresa es adquirida por el Grupo Marsans (integrado por Air Comet y Spanair), el cual absorbió casi el 93% del paquete accionario de Aerolíneas Argentinas.

En este punto, creemos conveniente transcribir lo dicho por los autores aquí referenciados, los cuales exponen que:

“En el año 2001, la titular del capital accionario de A. A. S.A., Austral Líneas Aéreas - Cielos del Sur S. A. , OPTAR Operadores de Servicios Turísticos S. A., Jet Pack S. A., Aerohandling S. A. y Air Patagonia S. A. , era INTERINVEST S. A., cuyo capital accionario estaba en manos de la SEPI Sociedad Estatal de Participaciones Industriales de España, y en octubre de dicho año, Air Comet S.A. adquiere la totalidad del capital accionario que la SEPI”. (Negre de Alonso, Richard, 2008, pp.4-5)

Seguidamente, y a los fines de dar profundidad a la cuestión, sostienen que:

“Así el leverage buy out generado en esos casos, y particularmente el de Aerolíneas Argentinas, constituye un clásico caso de administración societaria fraudulenta que puso en cesación de pagos a la sociedad desde el año 1991, y que fue intentada convalidar por una conciliación-arbitraje cumplida en un fin de semana, sustituyéndolo el poder ejecutivo a la esfera del poder judicial, y condenando indirectamente al Estado a soportar la pérdida de su posición en la sociedad, como la de sus trabajadores, que no sólo perdieron el valor de su participación accionaria sino también sus empleos, y las consecuencias que son de público y notorio”. (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.3)

La cita expuesta precedentemente encuentra su razón de ser en el hecho de que, conforme viniéramos relatando, luego de haberse presentado la empresa en concurso de acreedores y haber logrado en el año 2004 la homologación de la propuesta que le había hecho a los mismos, el 17 de Diciembre del año 2008 es sancionada por el Congreso de la Nación Argentina la Ley N° 26.466, mediante la cual se declaran de utilidad pública y sujetas a expropiación las acciones de Aerolíneas Argentinas S.A, Austral Líneas Aéreas Cielos del Sur S.A y sus empresas controladas.

Es en base a ello que los autores entienden que el camino seleccionado por el Estado Nacional no fue el correcto, por cuanto:

“Se adquiere un pasivo generado por actuaciones privadas con dinero de todos los argentinos; se ha impedido realizar las investigaciones sobre los responsables del supuesto vaciamiento denunciado, donde el Estado nacional como acreedor es uno de los perjudicados, y así mismo se ha impedido la promoción de las acciones judiciales para recuperar activos; activos que sí o sí se tendrán que adquirir ineludiblemente por ser necesarios para la empresa”. (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.4).

Con ello, los mismos argumentan que la vía idónea que debería haber sido adoptada era la de solicitar la declaración de quiebra de la empresa, algo que puede observarse en los siguientes dichos: *“La declaración de quiebra permitía asegurar la prestación del servicio por parte del Estado Nacional y adquirir la empresa a un precio justo fijado judicialmente, con transferencia de los contratos laborales”*. (Negre de Alonso, Richard, 2008 p.4) Asimismo, destacan que:

“...la empresa se encuentra con un acuerdo homologado y con un alto porcentaje cumplido, con créditos pendientes de resolución o resueltos, pero recurridos, y en estado de cesación de pagos, en virtud de la deuda posconcursal, que hasta donde se conoce es de alrededor de u\$s 890.000.000. (dólares ochocientos noventa millones), y que según el listado que entregara el Secretario de Transporte de la Nación en oportunidad de concurrir a la reunión Plenaria de Comisiones en el Senado de la Nación, entre los acreedores posconcursoales se encuentran varios organismos del Estado Nacional” (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.5)

En base a todo lo antedicho, los autores concluyen que: *“En esta situación, no podía acceder a un nuevo concurso y sólo le quedaba como remedio judicial la declaración de quiebra. Pero también cabe la posibilidad de la declaración de quiebra por incumplimiento del acuerdo o deudas preconcursoales o concursoales”* (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.5).

El haber seguido este camino le habría permitido a la empresa no solo recomponer su situación patrimonial, sino también lograr que se investigue y determine la responsabilidad de los administradores y representantes que colocaron a la misma en estado de cesación de pagos, así como a los terceros que hubieren colaborado con dicha circunstancia, pudiendo extender su situación falencial a las restantes empresas que se encontraban en íntima vinculación con la misma.

Por último, y a los fines de cerrar el tratamiento del presente caso, creemos importante mencionar que la empresa logró la conclusión de su concurso preventivo con fecha 15 de Agosto de 2011 conforme sentencia dictada por el Juzgado Nacional en lo Comercial N° 15 de la Ciudad de Buenos Aires, encontrándose a la fecha cumplimentado las obligaciones que asumió oportunamente con sus acreedores.

A partir de todo lo expuesto, queda en evidencia que los análisis efectuados por los diversos Tribunales en cada caso son dispares; amén de demostrar que han recurrido para la solución de cada uno a normas tanto del derecho público como del derecho privado, algo que expone como las compras apalancadas pueden desplegarse incluso en ambos ámbitos.

ii.iii.- Compras apalancadas legítimas e ilegítimas

Como inicio del presente apartado, debemos mencionar que el fundamento del nombre dado a cada una de estas categorías estriba en la forma en que es financiada la compra apalancada, teniendo en cuenta principalmente los fondos propios aportados por la empresa y el nivel de endeudamiento en el cual incurre; dejándose de lado la comparación que podría hacerse entre

aquellas compras efectuadas con fines loables de las que no lo tienen, por entender que el lector puede distinguir las mismas de manera precisa sin necesidad de tratar la cuestión.

En primer lugar, como fuera expresado oportunamente, recordamos que la mayor parte de los fondos necesarios para la compra apalancada provienen de terceros, en especial de bancos comerciales o de inversión. Este aporte, por lo general, incursiona entre un 60% y 80% en la mayoría de los casos, siendo el resto aportes propios. Ahora nos preguntamos, ¿cómo se compone ese capital propio aportado?

Lógicamente, uno imagina que los fondos provienen de los ingresos de la sociedad, la cual puede haber obtenido ganancias líquidas y realizadas en los últimos ejercicios que podrían ser destinadas a este objetivo; dejando de lado la posibilidad de repartir dividendos o efectuar una capitalización con las mismas.

No obstante ello, puede ocurrir en ciertos casos que parte de esos fondos provengan de acreedores involuntarios que tienen un crédito a su favor contra la sociedad apalancada y cuyo fin es muy distinto al de garantizar un mayor endeudamiento de la misma con la ejecución de la compra. Es con esto que se quiere demostrar el problema que se ocasiona cuando del 20% al 40% de fondos propios que se destinan a la operación, la mitad o más de los mismos (entre un 50% y 80%) están compuestos por créditos de terceros.

Actuar de esta manera no solo agrava el riesgo de insolvencia de la target, sino que a su vez puede implicar una ruptura en su cadena comercial y de pagos, lo cual podría acarrear graves problemas para la obtención de los flujos de caja futuros que permitan hacer frente al endeudamiento contraído. Si bien es comprensible que ciertas empresas de considerable envergadura cuenten con líneas de créditos que les permiten continuar actuando incluso habiendo excedido cierto límite crediticio considerado prudencial, no es menos cierto que el perjuicio ocasionado a terceros es inconmensurable.

Ante ello, y colocándonos del lado de los acreedores involuntarios que terminan financiando la compra apalancada, podemos decir que su panorama no es nada alentador dadas las circunstancias. En primer lugar, los intereses que corran a su favor por el crédito que tienen contra la target en modo alguno pueden otorgar mayores beneficios que las inversiones que con dichas sumas podrían efectuar.

Sumado a ello, el no poder contar con dichos fondos conlleva que el propio acreedor vea inmovilizado cierta parte de su activo por un periodo de tiempo que puede extenderse durante meses o años, lo cual afecta a su operatividad comercial e industrial, no solo en cuanto rotación de inventario y bienes, sino también pago de salarios, cargas impositivas y patronales, todo a lo cual se deben sumar las depreciaciones sufridas en ese lapso del signo monetario.

Es por esto que consideramos que, financiar la parte de los fondos propios de una compra apalancada con el crédito que uno o varios acreedores tienen contra la sociedad, resulta en todo sentido ilegítimo, teniendo en consideración que no solo se perjudica a los terceros acreedores, sino al propio giro de la target, tanto en su faz económica como operativa, lo que será evidenciado con el costo que tendrán dichas decisiones en el futuro, ya que utilizar el pasivo de la sociedad como forma de fondeo de la operación solo puede generar desacoples financieros más acentuados a los ocasionados con el alto grado de apalancamiento.

iii.- Posibles panoramas a partir del uso del Leveraged Buyout

Teniendo en consideración los contenidos expuestos con anterioridad, entendemos necesario en este punto centrar nuestro análisis en las principales consecuencias jurídicas que se derivan a partir de la utilización de las compras apalancadas o leveraged buyout, tanto sea en un sentido positivo, como en uno negativo.

El poder dilucidar las situaciones fácticas que se pueden derivar a partir de su aplicación, así como también determinar quiénes resultan encargados en la toma de decisiones de las empresas y el grado de responsabilidad que le compete a cada uno, es una cuestión que pretendemos tratar a partir del marco estructural expuesto en este capítulo.

iii.i.- Creación de Valor – Crecimiento Sostenido

Analizar esta primera posibilidad conlleva entender inicialmente que, como lógicamente el lector lo sabrá, no existe empresa o sociedad cuya finalidad sea la pérdida de ganancias o la obtención de resultados patrimoniales negativos. Todo proyecto y/o inversión que desee efectuarse, necesariamente debe conllevar un análisis cuantitativo que arroje como resultado un saldo positivo de manera potencial, dejando en evidencia la viabilidad del mismo en el mediano y largo plazo.

Establecer proyecciones que determinen los márgenes de rentabilidad y rendimientos de un proyecto resulta de vital importancia, debiendo adecuarse las mismas a las condiciones estructurales y macroeconómicas de la operatoria que se busca efectuar.

En este punto, dicha conducta es adoptada y compartida no solo por la empresa de leveraged buy out, ya sea que esté representada por una empresa o fondo de private equity, por una sociedad financiada por estos, por directivos o empleados de la propia firma adquirida o cualquier otro interesado en su compra, sino también por la target company.

Entender que para la empresa de leveraged buyout lo antedicho implica obtener una tasa de retorno superior o mejor a la del mercado y otras inversiones, así como para los inversores institucionales y particulares lograr una mejora en sus finanzas a un riesgo considerado leve o moderado, no necesariamente quita que para la sociedad target implique una forma de reorganizar su estructura de tal manera que le permita optimizar la utilización de sus recursos para lograr un mejoramiento en sus condiciones estructurales en términos económicos, financieros y operativos.

Ante este panorama, creemos oportuno compartir las reflexiones de Julio Bonmati Martínez quien marca la diferencia entre el valor de una empresa y la creación de valor de la misma, entendiendo por la primera que *“El valor de la empresa es el valor del conjunto de elementos materiales, inmateriales y humanos que integran o constituyen la empresa”* (Bonmati Martínez 2013, p.10), mientras que por su parte explica que *“Se crea valor en la empresa cuando la utilidad o riqueza que genera es lo suficientemente grande para cubrir el coste de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio”* (Bonmati Martínez 2013, p.11).

Siguiendo el puntapié que nos dan dichas conceptualizaciones, entendemos de vital importancia que a partir de la compra apalancada se pueda procurar el continuo crecimiento de la target, permitiendo de este modo que la misma pueda hacer frente a los costos de financiamiento, sumado a la obtención un margen de ganancias que le permita continuar expandiendo su horizonte de mercado por medio de la reinversión de dichos beneficios en el negocio.

Así, creemos conveniente verter lo dicho por Cyril Demaria y Eduard Tarradellas, quienes entienden que:

“Básicamente, un LBO desafía el status quo de la empresa para encontrar fuentes de creación de valor y materializarlos para vender la empresa a un precio mayor. El hecho de que el escenario de salida implique un precio superior significa que es muy improbable que la operación de LBO tenga como único propósito el ejercicio del apalancamiento financiero (aunque pueda ocurrir)” (Demaría, Tarradellas, 2016, S/P).

Con esto, dichos autores entienden que esta creación de valor puede darse a partir de un aumento en las ventas de la empresa, por una mayor o mejor política de marketing o por una mejora en la eficiencia de la cadena de producción, ya sea esto último por un exceso de oferta que debe ser eliminada o por el equilibrio entre las tareas internas y externas de la empresa.

Asimismo, a fin de demostrar la mentalidad que tienen tanto los directivos de la empresa de leveraged buyout como los de la target company al momento de efectuar la adquisición mediante compra apalancada, creemos oportuno traer a colación lo dicho por Juan Mascareñas Pérez Iñigo, quien entiende que:

“Una de las preguntas clave que se hace la directiva de una empresa sometida a un LBO es ¿en qué negocios deberíamos permanecer?, pues una compra apalancada fuerza al equipo directivo a identificar esos negocios para los que la empresa está perfectamente dotada y es competitiva, al mismo tiempo que se deshace de aquellos que no lo son tanto. La venta de estos últimos proporciona dos ventajas, por una parte, hace que la directiva destine todo su esfuerzo y saber a las áreas rentables, y además proporciona financiación para acometer la financiación de la deuda” (Mascareñas Pérez Iñigo, 2011, p.240).

Seguidamente, expone que en caso de necesidad de definición sobre a qué proyectos se debe destinar mayores recursos entre los rentables, entiende que se debe dar prioridad a aquellos que otorguen una ventaja competitiva a la empresa, lo que queda demostrado en la siguiente frase: “*Los recursos financieros se destinarán a aquellos nuevos proyectos que son consonantes con la ventaja competitiva de la empresa debido a que son los ideales para crear valor*” (Mascareñas Pérez Iñigo, 2011, p.240).

Es ante estos aportes otorgados por autores de renombre que buscamos demostrar la subjetividad que tienen los directivos de las empresas intervinientes, entendiendo que los beneficios que se derivan de la creación de valor y el crecimiento sostenido de la target company benefician a su vez a la empresa de leveraged buyout, algo que muchas veces resulta difícil de comprender por análisis sesgados o parciales que se efectúan de las compras apalancadas.

iii.ii.- Pérdida de Valor – Riesgo de Insolvencia

En las antípodas de la creación del valor y el crecimiento sostenido de la target company, nos encontramos con un panorama o cuadro de actividad enmarcado en la crisis de las empresas, haciendo foco principalmente en las dificultades financieras y económicas que presentan para hacer frente a sus obligaciones.

En este punto, comenzando el análisis, entendemos necesario mencionar que debemos referirnos a insolvencia de la empresa y no a falta de liquidez por cuanto, en primer lugar, conforme se planteara oportunamente, una de las particularidades que debía revestir la target company era la de tener una alta liquidez para poder hacer frente a la deuda que se derive del apalancamiento; mientras que por otro lado la insolvencia a la que referimos conlleva que la liquidez propia de los

activos con los que cuenta la sociedad adquirida resulte insuficiente para confrontar el nivel de deudas que posee.

A los fines teóricos, distinguir entre liquidez y solvencia resulta importante por cuanto, una empresa puede gozar de solidez o capacidad financiera a partir de la información que aparezca en sus estados contables y, no obstante esto, carecer de liquidez por la clase de activos que posee y actividad que desarrolla. Por otro lado, nos encontramos con una empresa que puede tener un alto grado de liquidez, pero no ser solvente, circunstancia esta última que nos interesa analizar en el caso concreto.

Esta diferencia es relevante al momento de analizar los mecanismos y consecuencias que se derivan de los mismos al momento de efectuar una compra apalancada, algo que puede conllevar que la sociedad apalancada se insolvente, entre en cesación de pagos; y/o en un proceso de falta de liquidez agravado, lo cual debe ser analizado y diferenciado tal y como lo hace Efraín Hugo Richard, quien con total claridad expresa que:

“Insolvencia se corresponde con la pérdida del capital social. Una sociedad puede actuar con aparente solvencia por disponer de crédito ilimitado y tener una productividad rápida que genera un constante y renovado flujo de caja, y haber perdido el capital social. El pasivo sería muy superior al activo, o sea que no existiría patrimonio neto y por tanto se habría producido la pérdida del capital social...” (Richard, 2018, p.154)

Seguidamente, el autor realiza una distinción precisa y clara que entendemos merece ser reproducida en su totalidad, al manifestar:

“Convengamos que las dos situaciones patrimonialmente distinguibles en las sociedades son: 1. El patrimonio activo inferior al patrimonio pasivo, o sea patrimonio neto neutro o negativo que exterioriza la pérdida del capital y reservas, y 2. El activo corriente inferior al pasivo corriente, que exterioriza una imposibilidad transitoria de pago con medios normales. A lo primero lo catalogaremos como “insolvencia” (insolvencia patrimonial) y a lo segundo como “cesación de pagos” (insolvencia negocial)” (Richard, 2018, p.160).

Es ante esta situación que se plantea la necesidad de recurrir a los mecanismos que permitan prevenir de alguna manera la posible disolución y posterior liquidación de la sociedad o empresa apalancada, entendiendo que en nuestro caso, tal y como se manifestara, existen múltiples intereses que requieren una atención tuitiva por el ordenamiento jurídico, los cuales exceden a la sociedad como persona jurídica considerada en sí misma, alcanzando a los accionistas (particularmente los minoritarios), los acreedores y trabajadores de la misma, entre otros.

Encontrándose la target en esta situación, surge la imperiosa necesidad de tender a la conservación de la empresa, lo cual es analizado por el propio Richard cuando nos dice que:

“El problema de la empresa debe verse externamente y no internamente. La apreciación debe ser genérica para tutelar la empresa como organización económica, limitando los efectos externos de su cesación de pagos y permitiendo que, en ese contexto, la “empresa” pueda solucionar su problema.” (Richard, 2010, p.586)

No menos importante es la diferenciación que hace entre la conservación y la reactivación de la empresa al entender que:

“Conservar la empresa no es lo mismo que reactivarla. Un objetivo central debe ser “conservarla”, evitar que caiga en crisis. La crisis es un disvalor, que puede generar daños y si hay daños pueden existir responsables. Reactivar la empresa en crisis aparece un imperativo del derecho concursal. Al no haber podido conservar la empresa eficiente, al no haber podido superar la crisis por los medios normales al alcance de toda organización, debe intentarse la reactivación que aparece como un imperativo de la legislación concursal” (Richard, 2010, pp. 463-464)

Con esto, y tomando en cuenta lo reseñado por el autor, debe comprenderse que la conservación de la empresa aparece como prioridad para la legislación concursal y societaria, lo que no quiere decir que mediante esto se desligue de responsabilidad a quienes ocasionaron el estado de insolvencia de la target company, perjudicando a terceros acreedores e interesados.

A su vez, creemos importante mencionar lo dicho por Héctor Alegría en cuanto entiende que:

“Es por eso que en el derecho argentino se ha señalado el principio de conservación de la empresa como "principio inspirador común en la reforma legislativa mercantil en curso", lo que fue reconocido por la doctrina, en especial, respecto de la ley de sociedades y de la ley de concursos, con distintas manifestaciones regulatorias concretas” (Alegría, 2009, p.8).

Es con esto que se pretende la protección y resguardo de la empresa y no del empresario que pudo poner a la misma en dicha situación por impericia, negligencia o dolo, todas actitudes estas que serán tenidas en cuenta en su oportunidad para tomar en consideración la responsabilidad que ha de recaer sobre cada participante de la sociedad o empresa con dificultades económicas y financieras.

iv.- Encargados en la toma de decisiones empresariales

Entendemos oportuno y conveniente mencionar y distinguir las funciones que han de cumplir quienes toman decisiones en las sociedades, para luego analizar la responsabilidad que ha de atribuírsele a cada uno de acuerdo a su intervención en la empresa de leveraged buyout o la target company, siempre considerando que se hubiere ocasionado sobre esta última un estado de insolvencia o cesación de pagos que pueda conllevar la posterior disolución y liquidación de la misma.

Es con ello que, en primer lugar, en este punto estimamos oportuno tomar las consideraciones y referencias que utilizan Andrés y Pedro Sánchez Herrero (2018), quienes a los fines didácticos distinguen cuatro órganos dentro de la sociedad, a saber: gobierno, administración, representación y fiscalización.

En torno al primero, entienden que sus funciones se enmarcan dentro de los siguientes aspectos: la fijación del contenido del contrato social, así como también de los elementos básicos de la estructura jurídica societaria; la determinación de la integración de los distintos órganos y el contralor de su actuación; las tendencias al logro por parte de los socios del ejercicio de sus derechos y aquellas cuyo ejercicio suponga una modificación sustancial en la estructura de la organización económica que subyace a la sociedad.

Por su parte, respecto al órgano de administración, entienden que el mismo tiende a:

“...tomar decisiones respecto de las actividades productivas de la sociedad. El órgano de administración tiene también a su cargo las funciones necesarias para

la preservación y adecuación de la estructura jurídica de la sociedad y para el cumplimiento de las cargas jurídicas que pesan sobre tal sociedad...” (Sánchez H. A, Sánchez H.P; 2018, S/P)

Tal y como señalan los autores, existe una zona de superposición entre los campos de actuación de los órganos de gobierno y de administración, debiendo en este punto delimitarse de la mejor manera posible dichos marcos a fin de que, principalmente el órgano de gobierno, no tome como propias decisiones que corresponden a la administración, especialmente en materia productiva y de estructuración de la sociedad.

Sumado a ello, debe diferenciarse al órgano de administración con el de representación, entendiendo que muchas veces pueden confundirse y considerarse a ambos como un único órgano. No obstante ello, los autores recurren a un ejemplo práctico referido a las sociedades anónimas a los fines de distinguir los mismos, sosteniendo en este punto que en las mismas *“...las funciones de administración corresponden al directorio en su conjunto, y las de representación al presidente y a los demás directores que en su caso prevea el estatuto...”* (Sánchez H. A, Sánchez H.P; 2018, S/P)

Dentro de esta breve mención, creemos oportuno referir algo que a posteriori será de estrecha consideración con el tema de investigación, y que es la mención que hacen los autores respecto a la sujeción que deben tener los administradores en su accionar a la normativa societaria y al contrato social, cuando expresan que *“Debe cumplir con la legislación societaria y con el contrato social, y operar con la diligencia de un buen hombre de negocios en pos de la satisfacción del interés societario, dentro del marco fijado por el objeto de la sociedad”* (Sánchez H. A, Sánchez H.P; 2018, S/P)

Continuando con la distinción entre los órganos, creemos oportuno mencionar nuevamente a Efraín Hugo Richard y Orlando Manuel Muiño, quienes entienden que *“La representación de la sociedad está ligada funcionalmente a la administración. Esa representación puede ejercerse y obliga a la sociedad por los actos que no sean “notoriamente extraños al objeto social”* (Richard, Muiño, 2000, pp.214-215).

En consonancia con esto, los autores son clarificadores a partir de una nueva distinción que hacen seguidamente, donde indican que:

“Sin perjuicio del uso indistinto efectuado por el legislador en algunos artículos de la ley societaria (sentido amplio), estos vocablos significan conceptos distintos: administración se refiere a la gestión interna de los negocios sociales; representación es la facultad de actuar frente a terceros en nombre de la sociedad a fin de que ésta adquiera derechos y contraiga obligaciones. En ese sentido se sostiene que la representación en nuestro derecho constituye una facultad natural de todo administrador de actuar en nombre de la sociedad vinculándola con terceros, salvo que esta facultad se halle excluida por disposición de la ley, como es el caso de la sociedad anónima (el directorio es el órgano de administración, y es representada por el presidente)” (Richard, Muiño, 2000, p.223).

Es con esto que, como se hiciera referencia oportunamente, deberemos tener en consideración el grado de vinculación de su actuación con el objeto propio de la sociedad o empresa, tomando como centro de análisis a la compra apalancada, entendiendo que la violación a este principio conllevará necesaria e indefectiblemente consecuencias jurídicas que se analizarán oportunamente.

Por último, en lo que respecta al órgano de fiscalización, creemos conveniente plasmar lo expresado por Gómez Leo y Balbín, en cuanto entienden que:

“La razón de ser del órgano de fiscalización se encuentra, entonces, en la necesidad de controlar de manera permanente la marcha de la administración social y la gestión de los negocios, especialmente cuando el socio no goza de tal facultad, con el fin de prevenir los abusos en detrimento de la sociedad o de los intereses sociales. Ejerce entonces un control permanente, tanto de las tareas de administración de la sociedad como sobre las distintas gestiones cumplidas por el directorio de ésta. El propósito de su designación es evitar, o remediar, cuando aún sea oportuno, cualquier tipo de abuso o falsedad, como también cualquier acción que pueda redundar en perjuicio de la sociedad, considerada como ente autónomo, o de los intereses sociales individuales. Así, el órgano de fiscalización, cualquiera sea su especie y el tipo social al que pertenezca, tiene por finalidad, básicamente, la de controlar que la actividad de administración se sujete a la ley, al estatuto y al reglamento” (Gómez Leo, Balbín, 2013, S/P).

Es con esta explicación precisa como puede entenderse la función primordial que cumple el órgano de fiscalización, haciendo de contralor en los manejos y actividades de la sociedad, procurando mediante los mismos el resguardo de los derechos de las partes interesadas; algo que como los autores entienden, ellas mismas pueden llevar a cabo, más allá de los supuestos establecidos para las Sociedades Anónimas (Sindicatura o Consejo de Vigilancia).

Atendiendo a las reseñas otorgadas por especialistas en la materia, como han sido los aquí nombrados, podemos entender que la actuación de cada uno de estos órganos no resulta independiente de los demás, comprendiendo que la finalidad perseguida es la misma, en cuanto a toma de decisiones se refiere.

La interconectividad propia de toda sociedad y de cada uno de sus integrantes hace que las decisiones sean adoptadas en conjunto en mayor o menor medida, lo cual no puede excluir los diversos grados de responsabilidad a los cuales se encuentran sujetos cada uno de los componentes.

Analizar al empresario o empresa como persona física o jurídica individual dista de lo que es propio del derecho en cuanto interrelación entre múltiples facetas, lo cual nos llevó a efectuar esta concisa distinción para evitar reiteraciones innecesarias en los pasos que siguen.

iv.i.- Utilización de inteligencia artificial y machine learning en la toma de decisiones

La incorporación del presente apartado dentro del análisis e investigación que buscamos llevar adelante no se da por una simple subjetividad o interés personal, sino ante todo por la continua disrupción que han generado los avances tecnológicos no solo en nuestra actuar diario en general, sino también para las diversas profesiones que catalizan el uso de los mismos para el desarrollo de la inteligencia artificial en general y del machine learning en particular.

Si bien esto parece apartado de nuestro campo de actuación como abogados y del proceso de toma de decisiones dentro de una empresa o sociedad, como puede ser el caso que analizamos de las compras apalancadas, debemos tener en cuenta que en la realidad ocurre todo lo contrario, tal y como nos indica Lorente cuando nos dice que:

“Ya existen, desde hace varios años, este tipo de herramientas que hacen “minería de datos” (data mining) sobre precedentes judiciales generales y o particulares (específicamente abogados intervinientes y jueces presidiendo los

casos) y, utilizando tecnología de la información, IAs y machine learning, predicen resultados en los casos y, asimismo, sugieren cursos de acción legal para reforzar el resultado predicho (si es el deseado) o bien para modificar el resultado final si el que informa la IA legal no es el anhelado por el cliente.” (Lorente, 2019, p.1903)

Sumado a ello, la utilización de la misma posibilita no solo la recopilación masiva de datos para la toma de decisiones con una precisión y rapidez que sería imposible de lograr por las personas, sino que también permite prevenir la ocurrencia de determinados riesgos o situaciones adversas que puedan ocasionarse como consecuencia de factores ajenos o propios de cada empresa.

En este sentido, puede hablarse incluso de un apalancamiento de las empresas en inteligencia artificial, catapultando sus proyecciones y conductas conforme las diversas predicciones que puedan establecerse mediante el uso de algoritmos y machine learning. Es ante esto, que el sistema empresario y el derecho societario no pueden ser ajenos a este tipo de avances tecnológicos, los cuales, mediante la inteligencia predictiva, pueden colaborar en la mejora y eficiencia de su funcionamiento.

iv.i.i.- La implementación de algoritmos

En este punto, estimamos oportuno emprender nuestro análisis entendiendo que lo que se busca es en cierto modo demostrar como la inteligencia artificial se fue haciendo espacio entre las ramas más complejas que presenta la realidad y que nos incumben mediante el presente de manera plena, como son las finanzas y el derecho.

A partir de ello, entendemos que es el momento para tomar la definición de algoritmo vertida por Ricardo Peña Mari (2011) y que es reproducida por María Celeste Colombo en estos términos: *“Conjunto de reglas que, aplicada sistemáticamente a unos datos de entrada apropiados, resuelven un problema en un numero finito de pasos elementales”* (Colombo, 2019, p.2).

Asimismo, tal y como lo expresaran los autores, es relevante destacar que los algoritmos son el motor de combustión de la inteligencia artificial, entendiendo que, sin estos, la multiplicidad de datos que existen en el universo serían imposibles de agrupar de acuerdo a los intereses que se deseen satisfacer.

Sumado a ello, y entendiendo que el funcionamiento de estos procesos está dado por una serie concatenada de hechos o circunstancias, debemos considerar, tal y como lo hace Colombo que, una vez que el uso de los algoritmos se fue expandiendo, los mismos se comenzaron a introducir en el machine learning debido a que *“...captan patrones complejos por intermedio de datos adquiridos para, posteriormente, tomar decisiones por sí mismos a los fines de resolver problemas no previstos”* (Colombo, 2019, p.2).

A partir de esto es que se logra, mediante los mismos, la solución a una diversidad de cuestiones inimaginables de la vida cotidiana, entendiendo que son el pilar de la mayoría de las aplicaciones que utilizamos a diario y que se basan, por ejemplo, en el reconocimiento facial, la conducción de un automóvil, el envío de mensajes o correos, así como la elaboración de programas de análisis de todo tipo.

No obstante ello, no puede dejarse de lado que su utilización puede ocasionar problemas o presentar dificultades tales como los que describe la autora referenciada, los cuales consisten básicamente en:

- a) Un bug o error informático de programación.

- b) Los sesgos en los algoritmos, entendiendo que en sí mismos estos no los poseen, sino que son el resultado de la conducta y pensamiento de quien los configura.
- c) La manipulación de algoritmos que ocasionen burbujas que resulten acordes a los intereses y consumos de una persona determinada (Colombo, 2019, pp.2-4)

Más allá de esto, estimamos oportuno recurrir a Lorente, quien nos comenta que:

“La combinación de dos tendencias importantes —la aparición de una potencia de cálculo a bajo costo sumada a la gran abundancia de numerosos conjuntos de datos— ha creado la tormenta perfecta para que la inteligencia artificial se utilice en las finanzas” (Lorente, 2019, p.1900).

Es a partir de esto, que el mundo financiero ha cambiado rotundamente desde la aparición de estos mecanismos de recolección y procesamiento de datos que son los algoritmos, a partir de los cuales se logran en un alto porcentaje de casos una proyección y rentabilidad de resultados superiores a los que se podrían obtener mediante la utilización de los medios tradicionales.

Sumado a ello, se ha demostrado en este tema la conjunción que existe entre materias como las finanzas, la toma de decisiones a nivel empresarial y el derecho como marco regulatorio de éstas.

La interconectividad de estos ámbitos puede observarse a partir de la irrupción de la inteligencia artificial en las decisiones empresariales, algo que tuvo un punto de partida a partir de la designación de “Vital” como miembro del directorio de una empresa de private equity, situación similar a la que ocurriría en nuestro caso con la empresa de leveraged buyout. Esto fue analizado por Lorente, quien expuso que:

“El primer antecedente significativo del que existe registro se remonta al año 2014 cuando una empresa de inversiones de riesgo denominada Deep Knowledge Ventures, con sede en Hong Kong, designó como integrante de su Directorio a “Vital” (Validating Investment Tool for Advancing Life Sciences): un algoritmo. A ese algoritmo le fueron asignadas específicamente facultades o derechos para “votar” en algunas decisiones vinculadas a invertir o no en un determinado proyecto o empresa, en paralelo con los restantes integrantes humanos del directorio, en particular aquellos proyectos que suponían un análisis previo de una gran cantidad y variedad de datos.” (Lorente, 2019, p.1905)

En consonancia con esto, el autor expresa los motivos que llevaron a que Vital sea considerada como miembro del directorio, más allá de lo que reconociera el régimen legal de Hong Kong, y a tener derecho a voto solo en determinadas decisiones financieras, amén de su reconocimiento a nivel mundial. En este sentido, manifiesta que:

“Las razones, casi elementales, por las que dicha IA fue designada para actuar como integrante del directorio fue por su habilidad “sobrehumana” para ejecutar procesos de auditoría de información legal, contable, financiera y operativa (due diligence) de un posible proyecto de inversión, como así también su capacidad humanamente inigualable para usar paquetes históricos de datos para descubrir patrones o tendencias que no son inmediatamente obvios para los humanos, incluso para aquellos humanos especializados en el análisis específico de este tipo de datos” (Lorente, 2019, p.1906).

Es con esto que se quiere demostrar que, pese a ser necesarios múltiples avances y la formación de los profesionales de las diversas áreas tanto en nuestro país como a nivel global, la inteligencia artificial ha llegado para quedarse. Ya sea en uno o varios ámbitos de nuestra sociedad, su irrupción tuvo un inicio, lo cual conlleva que debamos plantearnos hasta qué punto estaremos dispuestos a tomar esto con la debida seriedad que nos permita entender el futuro que se avecina.

iv.i.i.i.- Aspectos relevantes

Como se viene desarrollando, entendemos conveniente tomar en consideración los aspectos de mayor importancia referentes a esta cuestión que se vinculen no solo con nuestro tema de investigación, sino también con la conducción de las empresas o sociedades. En este sentido, y como se mencionara en el apartado anterior, es oportuno analizar la relevancia que puede tener el uso de la inteligencia artificial en la administración y dirección de las mismas.

A partir de ello, creemos conveniente traer a colación lo expresado por la Dra. Kamalnath, la cual sostiene que¹²⁵:

“La Inteligencia Artificial podría ayudar a los directores a captar elementos cruciales de información dentro de grandes cantidades de datos, lo que ayudará a los mismos a cumplir con sus obligaciones fiduciarias y estatutarias. Al problema de que los directores independientes tengan que procesar una gran cantidad de información en un corto período de tiempo, deben sumarse aquellos problemas que impiden que el directorio ejercite su juicio de manera independiente. Aunque la mayoría de los directorios en 2008 estaban dominados por directores independientes, el hecho de que ocurrieran fallas corporativas como Enron y World.Com hizo evidente que tener directores independientes no siempre era eficaz. Se argumentó que el problema residía en la forma en que las normas legales relevantes definieron "independencia", la cual se centró principalmente en la independencia "financiera", pero no en la independencia de "la mente". Además, los directores independientes a largo plazo fomentan lo que se ha llamado "amistades ficticias" entre directores. Esto a veces lleva a que los mismos duden en desafiar a sus "amigos" en el directorio. Por lo tanto, la incapacidad de los miembros del directorio para desafiar a la dirección y a las mayorías dentro del directorio debido a algunos prejuicios / amistades ficticias, parece haber sido el núcleo del problema. En otras palabras, la mayoría de los directorios sufrieron de pensamiento grupal” (Kamalath, 2019, pp.7-8).

Seguidamente, la autora expone como respuesta a esto que¹²⁶:

“...La Inteligencia Artificial puede ser una ayuda útil para contrarrestar el pensamiento grupal. Incluso si se utiliza simplemente como una herramienta para analizar información y dar una opinión que el consejo de administración considere, podrá aportar sus ideas sin ser influenciada por el pensamiento de grupo. La Inteligencia Artificial no sería susceptible a los sesgos humanos, a menos que esté programada en su sistema. Como ha dicho un comentarista de algoritmos y big data, un sistema de inteligencia artificial se verá influenciado por los datos y no por los sentimientos. No tendrá miedo de enfadar a sus

¹²⁵ La traducción pertenece al autor del presente trabajo

¹²⁶ La traducción pertenece al autor del presente trabajo

amigos. El directorio, en un escenario en el que no ha tenido en cuenta cursos de acción alternativos (ya sea porque no había tiempo para leer toda la información relevante o porque dudaban en gestionar los desafíos), tendrá que evaluar la entrada sugerida por el sistema de Inteligencia Artificial. Además, cualquier miembro del directorio que inicialmente dude en expresar una opinión disidente podrá utilizar la recomendación de la Inteligencia Artificial como base para expresar la misma. Por lo tanto, a partir de esto, el directorio sería capaz de considerar aspectos de una situación / curso de acción que podrían haberse pasado por alto, ya sea por escasez de tiempo, por puntos ciegos causados por el pensamiento de grupo u otros sesgos. Por supuesto, aún depende de los directores actuar sobre estas recomendaciones. Sin embargo, la recomendación de la Inteligencia Artificial garantizará que el directorio no pase por alto tales aspectos mientras está tomando una decisión” (Kamalath, 2019, pp.8-9).

Es ante ello que, en base a lo antedicho, entendemos que su incorporación plena e inmediata como director con voz y voto en el directorio de cualquier empresa es algo que puede resultar arriesgado y de difícil puesta en práctica.

Con esto, se debe en primer lugar tomar en consideración la posibilidad de utilizarlos como asesores o directores con voz, pero sin voto en determinadas materias, como es el supuesto de las decisiones de inversión en determinados proyectos; para luego ingresarlos paulatinamente a través de una participación con la posibilidad de opinar y votar.

Sumado a ello, compartimos plenamente la opinión de los autores antes mencionados en cuanto entienden que, mediante esto, no se pretende eliminar a los directores humanos de las empresas, sino ante todo dar un punto de apoyo y una opinión sólida a los mismos a partir de la inteligencia artificial. La capacidad que posee la misma de recolectar y procesar datos en una cantidad y velocidad que resultan totalmente inalcanzables para los humanos implica un punto de suma importancia que debe ser aprovechado por los directores de una empresa.

La circunstancia de que la inteligencia artificial sea neutral, o al menos así entendemos debe serlo, hace que pueda tenerse a partir de la misma una opinión que no se encuentre marcada por las subjetividades; donde solo se tome en consideración la mejor opción para el tema tratado, incluso si esta es contraria al interés de la mayoría del directorio o de los accionistas mayoritarios.

Con esto, lo que quiere remarcar es que los algoritmos y la inteligencia artificial están destinados a tomar las mejores decisiones, lo cual necesariamente se encuentra conectado a la circunstancia de que no debe existir una manipulación por parte de los programadores que inclinen las predicciones de su sistema en uno u otro sentido de manera sesgada, por cuanto eso es lo que pretende evitarse.

Si bien entendemos que esto es algo complejo de imaginar en nuestro país, estimamos que lo mejor es plantear posibles supuestos que pueden darse en el devenir diario, permitiendo que la inteligencia artificial sea usada para el bien no solo de la sociedad o empresa que la utilice, sino para los diversos componentes que se relacionen con la misma.

v.- Responsabilidad en la toma de decisiones

Como fuere expuesto oportunamente, es a partir de este punto en donde comenzamos a centrarnos en la relevancia de las decisiones que toman los miembros de los órganos que mencionamos en puntos anteriores, así como la responsabilidad que deriva de su accionar.

Cabe aclarar que las conductas y posibles escenarios que se van a poner en análisis están vinculados a la actividad de la target company, por cuanto es la parte que ha de resultar perjudicada directamente como consecuencia de una ejecución defectuosa de la compra apalancada.

v.i.- Análisis a la luz del Derecho Nacional

Entendemos necesario en este punto expresar en primer lugar que el análisis normativo se centrará principalmente en lo dispuesto por la Ley General de Sociedades, por ser la que tiene mayor apego al tema de investigación seleccionado. No obstante esto, existen precisiones hechas respecto a los aportes que se harán desde el Código Civil y Comercial, la Ley de Concursos y Quiebras, así como las demás disposiciones legales específicas de cada materia que resulten complementarias al tratamiento a efectuar.

v.i.i.- Responsabilidad de Administradores y Representantes

Desde el inicio del tratamiento del punto en cuestión, estimamos oportuno expresar que todos los análisis presentados se centrarán en el caso particular de las compras apalancadas, pudiendo ampliarse el mismo más allá de estas, algo que no obstante implicaría como mínimo la elaboración de otro trabajo de igual o mayor amplitud.

Así, en primer lugar, estimamos oportuno clarificar que uno de los aspectos centrales a analizar dentro de las compras apalancadas radica en el sobreendeudamiento o excesivo apalancamiento de la target company, algo que Vitolo ha definido al decir que:

“Una sociedad está sobreendeudada -contrariamente- cuando ha generado pasivos que no pueden ser afrontados con las disponibilidades propias del giro, el producido de la explotación, ni con los bienes normalmente realizables en oportunidad de afrontar el pago de los mismos. Es decir que, como consecuencia del obrar de sus administradores o de la decisión de su órgano de gobierno, asume obligaciones dentro de un rango que excede la posibilidad de cumplimiento de las mismas” (Vitolo, 2005, p.7)

Seguidamente, para ahondar en mayor claridad, expone que *“El sobreendeudamiento deviene de actos de administración o de gobierno; a diferencia del desequilibrio patrimonial que puede derivar -además- de hechos de terceros, de responsabilidad extracontractual, o de otras causas”* (Vitolo, 2005, p.7).

Con motivo de lo referido por el autor, podemos decir que el papel que cumplen los administradores y representantes dentro de la sociedad es primordial, a la vez que tiene estrecha relevancia con el alto grado de apalancamiento que adquiera la target company, la cual, con posterioridad, se podrá encontrar potencialmente con la imposibilidad de hacer frente a dicho pasivo.

Ahora, una vez determinado que no resultan ajenos o indiferentes a la operatoria, debemos preguntarnos cuál es el grado de responsabilidad que les cabe por los actos ejecutados en cumplimiento de su función. Es por ello que, como primera medida, estimamos oportuno traer a colación el artículo 58 LGS, el cual reza:

ARTICULO 58. — El administrador o el representante que de acuerdo con el contrato o por disposición de la ley tenga la representación de la sociedad, obliga a ésta por todos los actos que no sean notoriamente extraños al objeto social. Este régimen se aplica aun en infracción de la organización plural, si se tratare de obligaciones contraídas mediante títulos valores, por contratos entre

ausentes, de adhesión o concluidos mediante formularios, salvo cuando el tercero tuviere conocimiento efectivo de que el acto se celebra en infracción de la representación plural.

Eficacia interna de las limitaciones. Estas facultades legales de los administradores o representantes respecto de los terceros no afectan la validez interna de las restricciones contractuales y la responsabilidad por su infracción.

En este punto, nos resulta de relevancia lo impetrado en la primera parte del mismo, en cuanto determina cuando los mismos obligan a la sociedad con su actuación. Ante ello debemos preguntarnos, ¿es la compra apalancada un acto notoriamente extraño al objeto social? Así también, podemos reformular la pregunta siguiendo los pasos de Patricia Ferrer cuando se pregunta “*si se puede considerar comprendido dentro del objeto social el acto de otorgamiento de garantías para la adquisición de las propias acciones de la sociedad*” (Ferrer, 2003, p.3).

En este sentido, la autora expresa que, incluso la obtención de un beneficio económico no puede dar lugar a la constitución de garantías por parte de la target, atento incurriéndose en un desvío del interés social que demuestra la falta de conexidad con el objeto social propio.

Por su parte, en contrapartida a lo sostenido por la autora, Van Thienen y Di Chiazza entienden que los problemas a dilucidar en torno a la doctrina del ultra vires deben ser enfocados desde otra perspectiva, en tanto manifiestan en primer lugar que:

“La doctrina del ultra vires no es un tema de capacidad de derecho del ente, sino de capacidad del órgano de administración (teoría del órgano) o de incapacidad del representante (teoría contractual de la representación). En ambos el acto es válido pero ineficaz frente a la sociedad pudiendo el acreedor perjudicado accionar contra los miembros del órgano de administración mediante la acción individual de responsabilidad (arg. Art. 279 LSC)” (Van Thienen y Di Chiazza, 2008, pp.7-8)

Seguidamente, analizan el problema referente a la conceptualización de “actos notoriamente extraños al objeto social”, algo que los autores resuelven explicando que son aquellos cuya ejecución no están dirigidos a lograr el cumplimiento del mismo, añadiendo en este sentido:

“Por lo tanto si en una operación de LBO, por la cual la sociedad Target facilita un cambio de paquetes accionarios otorgando financiamiento o facilitando activos en garantía redundando en un beneficio al interés social, no encontramos razones para tildar de ilícito un acto jurídico ventajoso no previsto en los estatutos sociales” (Van Thienen, Di Chiazza, 2008, p.8).

De la misma forma, es necesario conforme el artículo 59 LGS que los administradores y representantes de la sociedad obren “*con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios*”, algo que Richard resume de manera clara en cuanto expresa que “*No se trata sólo de hacer negocios individualmente buenos, sino en asegurar la “empresa” viable, como actividades económicas lícitas*” (Richard, 2012, p.1).

En este sentido, el ilustre doctrinario nos pone en conocimiento de que: “*El administrador societario que contrata en estado de cesación de pagos con terceros, obteniendo una prestación que incorpora al patrimonio social en plena conciencia de que la misma no podrá cumplir sus obligaciones, actúa dolosamente y, por tanto, asume responsabilidad.*” (Richard, 2012, p.8).

Así, queda clarificado que en un caso como el que aquí tratamos, donde el excesivo apalancamiento conduce a la sociedad al grado de cesación de pagos, el administrador debe responder por su actuar cuanto menos negligente, por no pensar en un supuesto doloso que agrave la insolvencia en la cual se encuentra inmersa la empresa, perjudicando a los socios y terceros.

Ante ello, es claro que los mismos deben responder de manera solidaria e ilimitada por los daños y perjuicios que ocasionen, a lo cual creemos también debe sumarse lo normado por el artículo 173 de la Ley de Concursos y Quiebras para cuando dolosamente hubieren ocasionado o agravado la situación de la sociedad.

En consonancia con lo antedicho, y para reforzar el marco de responsabilidad propio de los administradores, creemos oportuno traer a colación los artículos 159 y 160 del Código Civil y Comercial de la Nación, en cuanto disponen:

ARTÍCULO 159.- Deber de lealtad y diligencia. Interés contrario. Los administradores de la persona jurídica deben obrar con lealtad y diligencia.

No pueden perseguir ni favorecer intereses contrarios a los de la persona jurídica. Si en determinada operación los tuvieran por sí o por interpósita persona, deben hacerlo saber a los demás miembros del órgano de administración o en su caso al órgano de gobierno y abstenerse de cualquier intervención relacionada con dicha operación.

Les corresponde implementar sistemas y medios preventivos que reduzcan el riesgo de conflictos de intereses en sus relaciones con la persona jurídica.

ARTÍCULO 160.- Responsabilidad de los administradores. Los administradores responden en forma ilimitada y solidaria frente a la persona jurídica, sus miembros y terceros, por los daños causados por su culpa en el ejercicio o con ocasión de sus funciones, por acción u omisión.

No conformes con esto, creemos importante resaltar lo normado por el artículo 72 LGS, aplicable tanto a los administradores como así también a los síndicos, conforme se analizará seguidamente, en cuanto dispone:

ARTICULO 72. — La aprobación de los estados contables no implica la de la gestión de los directores, administradores, gerentes, miembros del consejo de vigilancia o síndicos, hayan o no votado en la respectiva decisión, ni importa la liberación de responsabilidades.

Es por ello que no deben quedar dudas acerca de la responsabilidad solidaria e ilimitada que tienen los administradores y representantes por los daños y perjuicios que hubieren ocasionado con su accionar tanto a la sociedad, como a los socios y los terceros afectados, entendiendo siempre que las obligaciones que poseen los mismos en sentido genérico son de medio, atento no estar obligados a la obtención de determinados resultados; no obstante lo cual, existen supuestos específicos dentro de los cuales sus obligaciones si son de resultado, debiendo en estos casos lograr la consecución de los mismos.

v.i.ii.- Responsabilidad de Auditores y Síndicos

Analizar las actividades y forma en que desarrollan los mismos los servicios de auditoría y los síndicos en el cumplimiento de sus funciones es algo que no merece ser tratado con menor importancia o intensidad que lo hasta aquí reseñado.

Debemos comprender que las tareas de contralor que cumplen respecto al análisis exhaustivo de los estados contables y financieros es una de las bases que permiten otorgar transparencia y confiabilidad a las empresas que son sometidas a su escrutinio.

Así, es comprensible que el sometimiento al contralor contable por parte de expertos o especialistas en la materia otorgue no solo seguridad y certeza a aquellas personas que mantienen un contacto estrecho con la sociedad o empresa a partir del entablado de relaciones comerciales, sino también para quienes actúan como agentes superavitarios en los mercados de capitales, otorgando fondos y participando como accionistas en entidades deficitarias como son las empresas cotizantes de capital disperso, y también todas aquellas personas que deseen conocer los informes de estas empresas.

De esta forma, estimamos oportuno comenzar analizando lo dispuesto por la Ley General de Sociedades en su Capítulo I, Sección IX bajo el epígrafe *“De la documentación y de la contabilidad”* en cuanto manda y ordena a las sociedades constituidas bajo nuestro régimen societario llevar los libros contables en forma, entre los cuales se destacan el Libro Diario, Inventario y Balances, Estado de Resultados, Notas Complementarias, Memoria, así como todos aquellos que son propios de cada uno de los tipos societarios regulados en nuestro derecho.

Estos son la piedra angular que, más allá de lo expresado en párrafos anteriores, van a servir para medir el grado de evolución que posee el giro empresario, así como la sanidad de las cuentas. La posibilidad de efectuar proyecciones y demostrar atractivo para potenciales inversiones o ampliaciones del plan de negocios es algo que está directamente vinculado a este punto.

Imaginar una empresa sin respaldo contable es algo impensado, debido a que no se puede pretender avanzar si no es con la ayuda y certeza de que la actuación de la misma se encuentra respaldada con los libros correspondientes.

A partir de esto, entendemos en este punto importante plantear la posibilidad fáctica de que la target company exteriorice a partir de sus estados contables una situación y estado económicos que no coincidan plenamente con su realidad patrimonial y financiera.

Es en este sentido, en el que planteamos el supuesto de que, a partir de las firmas de auditoría, se utilice la contabilidad creativa como forma de alterar los estados contables, aparentando una situación de solvencia y crecimiento económico de la target company. En realidad, lo que se hace es ocultar o disimular a través de imputaciones erróneas el grado de endeudamiento en el que ha incurrido a partir de la compra apalancada, al cual no puede hacer frente y que indefectiblemente conllevaría su necesario sometimiento a los procesos que establece nuestra legislación concursal.

Con esto, en primer término, creemos oportuno mencionar que se entiende por contabilidad creativa, siguiendo a tales efectos las aproximaciones que hacen autores de renombre en la materia. Es por ello que estimamos conveniente recurrir a Oriol Amat y John Blake, quienes entienden que *“El término de contabilidad creativa se utiliza para describir el proceso mediante el cual los contables utilizan su conocimiento de las normas contables para manipular las cifras incluidas en las cuentas de una empresa”* (Amat Salas, Blake, 2002, p.11).

Asimismo, dichos autores entienden seguidamente que dicha manipulación de los estados contables se puede dar:

“...a través de un aumento o reducción de gastos, aumento o reducción de ingresos, aumento o reducción de activos, aumento o reducción de fondos propios, aumento o reducción de deudas, reclasificación de activos o pasivos,

información incluida en la memoria, en el informe de gestión y en el informe de auditoría y variación en los métodos de presentación de la información” (Amat Salas, Blake, 2002, pp.14-15).

A partir de esto, queda demostrado que la posibilidad de manipulación de los estados contables puede darse de múltiples formas, con lo cual el control de las cuentas por parte de los auditores resulta aún más dificultoso.

Por otro lado, como paso previo a la continuación de nuestro análisis, estimamos oportuno efectuar una breve mención respecto a uno de los casos de manipulación contable que mayor repercusión tuvo en el ámbito financiero mundial y que llevó al colapso del cuarto banco de inversión más grande de los Estados Unidos como consecuencia de la crisis de las hipotecas subprime, siendo el mismo el caso de Lehman Brothers.

Si bien es de público conocimiento que han existido casos de manipulación contable con catastróficas consecuencias como fueron aquellos que involucraron a Enron, World.com, Parmalat o Adelphia, estimamos oportuno mencionar este en particular no solo por el mecanismo adoptado, sino por la relación que el mismo tiene con el tema objeto de nuestro estudio.

Esto conllevó que el banco colapsara económica y financieramente a partir del uso desmedido del apalancamiento financiero en combinación con la aplicación de contabilidad creativa, haciendo que el propio Tesoro de los Estados Unidos en conjunto con la Reserva Federal decidieran no rescatar al mismo como señal de alerta para aquellos que abusaban de la especulación sabiendo que podrían ser ayudados en última instancia por la entidad monetaria norteamericana. Pese a ello, debemos destacar que la misma si intervino en la debacle de la aseguradora AIG o en el caso de Bear Stearns, el cual posteriormente fue adquirido por J.P Morgan Chase, cuyo colapso fue previo al de Lehman Brothers, y que incluso casi se termina expandiendo a Merrill Lynch.

Todos, en mayor o menor medida, tenemos conocimiento sobre el funcionamiento del mercado hipotecario que ocasionó la crisis del año 2008, así como la función que cumplían como eje en este sistema Freddie Mac y Fannie Mae. No obstante esto, es importante destacar el rol que tuvo Lehman Brothers en dicho mercado a partir de la utilización de CDOs, CLOs y CMOs que se encontraban respaldados por paquetes de activos corporativos o hipotecarios que posteriormente se trasladaron a bonos, fondos de pensión y de inversión.

Esto, a su vez, venía acompañado por el crecimiento exponencial que se había producido en el mercado inmobiliario estadounidense, a partir del cual se otorgaron hipotecas a personas que carecían de los medios necesarios para hacer frente a las mismas, y que a su vez se encontraban avaladas por las calificadoras de riesgo a partir del rango crediticio que se les otorgaba, el cual distaba por completo de lo que ocurría en la realidad.

Pero pese a ello, la operatoria desplegada en la cual queremos centrarnos es aquella definida por la propia entidad como Repo 105, existiendo a su vez la Repo 108. Sus nombres se deben a las operaciones que se efectuaban en los mercados de reposición y que tenían como finalidad ocultar los altos niveles de apalancamiento y endeudamiento que poseía el banco.

Básicamente, la operación podía considerarse como una venta de activos con pacto de recompra, lo cual hacía suponer que se estaba vendiendo un activo que en realidad se estaba prestando bajo la condición de ser recomprado en el futuro con un interés o cargo pactado, sin que se produjera un cambio en la tenencia de la garantía.

A partir de esto, en las temporadas de presentación de balances, se recurría al mismo para obtener los fondos que otorgaran la liquidez necesaria para disminuir los niveles de endeudamiento que poseía la institución, lo cual, una vez superada dicha instancia, implicaba que el banco volviera a comprarlos con un costo adicional que agravaba nuevamente su situación económica.

Lógicamente, dichos préstamos no eran plasmados en los balances, lo cual conllevó que Lehman Brothers utilizara el mecanismo para ocultar un monto aproximado de cincuenta mil millones de dólares en activos líquidos. Indagar en profundidad la complejidad del fenómeno que desencadenó la crisis del año 2008 con sus devastadoras consecuencias merecería un trabajo aparte, con lo cual lo que se pretende mediante esto es hacer un breve racconto de lo que ocurrió en la realidad, tomando como principal referencia de lectura la obra de Antonio Torrero Mañas (2011), la cual trata de manera completa y acabada la multiplicidad de factores que se vieron involucrados en la crisis de las hipotecas subprime.

Esto conllevó que el excesivo y desmesurado apalancamiento de la firma la arrastrara a someterse al Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos. En base a esto, es necesario plantear cual era el nivel de conocimiento que tenían tanto el consejero delegado del banco como la firma de auditoría Ernst & Young respecto a la utilización de este mecanismo como forma de ocultamiento del pasivo de la entidad.

En este sentido, no caben dudas acerca de la responsabilidad que cabe atribuir a la firma auditora, lo cual ocasionó que fuera demandada por parte del Fiscal General del Estado de Nueva York a partir de la colaboración que prestó en la puesta en ejecución de un fraude contable, siendo que el mismo acabó con un acuerdo por la suma de diez millones de dólares, cifra lejana a los ciento cincuenta millones pretendidos como reparación por los daños ocasionados.

A partir de esto, y aprovechando la claridad de exposición, estimamos oportuno traer a la cuestión lo expresado por Favier Dubois (h) y Martorell, quienes mencionan como caso resonante de nuestro país el fallo “Supermercados Norte” (2010) en el cual expresan:

“Hubo connivencia entre al auditor procesado y los autores de la maniobra, consistente en la emisión ficticia de notas de débito, al solo efecto de reducir el pasivo en el balance tenido en cuenta para fijar el precio de una compraventa de paquete accionario, notas de débito que luego se rectificaron”. (Favier Dubois (h), Martorell, 2012, p.8)

Con motivo de esto, el tribunal interviniente determinó no conferir el valor propio que tenía la carta de indemnidad dada por la empresa auditada a las firmas auditoras, atento haber actuado las mismas con dolo.

Tomando como referencia los ejemplos dados recientemente, podemos comprender la relevancia que reviste la función en si de lo auditoría, ya sea a través de personas físicas o jurídicas, lo cual nos lleva a seguir a dichos autores, quienes mencionan la escueta normativa que regula la materia.

En este punto, destacan la obligación que tienen las sociedades por acciones con consejo de vigilancia, las sociedades cooperativas y las entidades financieras de auditar sus estados contables, así como la obligación que impone la Comisión Nacional de Valores a las empresas que hagan oferta pública de sus valores de que sus estados contables sean auditados, tal y como sucede con la SEC (Security and Exchange Commission) en Estados Unidos y los organismos reguladores del mercado de capitales de cada país (Favier Dubois (h); Martorell, 2012, p.9).

Por último, los autores mencionan la Resolución 7/2003 dictada por Inspección General de Justicia, la cual exige que estén auditados todos los balances que deben ser presentados en los términos del art. 67, segundo párrafo, de la ley 19.550, encontrándose comprendidos dentro de este los correspondientes a todas las sociedades por acciones y a las sociedades de responsabilidad limitada cuyo capital alcance el fijado en el art. 299 inc. 2º (Favier Dubois (h); Martorell, 2012, p.9).

Asimismo, siguiendo al propio Martorell, debemos destacar otro de los aspectos importantes en la función que desempeñan los auditores y que tiene que ver con la independencia que deben poseer respecto a la empresa que han de auditar.

Es por ello que el autor menciona la importancia de la Resolución Técnica N° 7 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, al expresar que:

“Por ello; esto es, por la trascendencia que la actividad del auditor tiene para la comunidad, es que las normas detallan cuidadosamente la profundidad del proceso, estableciendo como condición básica para el ejercicio de la auditoría, que "El auditor debe tener independencia con relación al sistema objeto de auditoría", lo que ratifica al expresar que el contador público "debe tener independencia con relación al ente a que se refiere la información contable" (Martorell, 2004, p.3).

Es con ello que surge el interrogante sobre si realmente los servicios de auditoría son independientes al emitir sus dictámenes, entendiendo que es la propia empresa auditada la que hace uso de sus servicios para que sus cuentas sean controladas. La simple circunstancia de que sea la propia auditada la que en muchos casos solventa sus honorarios, hace que la independencia de los servicios de auditoría se encuentre en tela de juicio; situación esta que se vio potenciada con los casos de Lehman Brothers y Ernst & Young por un lado; y Enron y Arthur Andersen LLP por el otro.

Si bien siempre puede existir cierto grado de suspicacia respecto a la imparcialidad o independencia que puedan presentar los servicios de auditoría, también es cierto que los mismos son profesionales cuyas funciones se encuentran sujetas a reglas determinadas, las cuales, al ser infringidas, acarrear consecuencias. En este sentido, el tratamiento que se otorga a dicha normativa no ha ido decreciendo en cuanto a la severidad de las sanciones, sino que, por el contrario, sigue los pasos dados por las naciones pioneras, al irse paulatinamente intensificando, demostrando la verdadera relevancia de sus conductas y de las consecuencias que se derivan de las mismas.

A partir de esto, es que pretendemos determinar el grado de responsabilidad que corresponde atribuirles, para lo cual creemos conveniente recurrir a lo dicho por Martorell y Favier Dubois (h) (2012, pp.12-13.), quienes distinguen entre diversas posturas.

En primer lugar, ubican una tesitura defensiva, la cual entiende que el auditor queda exonerado con la entrega de la carta de representación que le hace la empresa auditada; así como una postura clásica que explica que la función del auditor no es la detección de fraudes, lo cual conlleva que, si el mismo cumple su función conforme la normativa vigente, debe quedar exonerado (Martorell, Favier Dubois (h), 2012, pp.12)

Seguidamente, exponen una tesitura objetiva defendida por el propio Martorell que *“sostiene que siempre que hay fraude, hay responsabilidad del auditor, tratándose de una suerte de obligación profesional de resultado”* (Favier Dubois (h), Martorell, 2012, p.12), y por último una subjetiva que los autores como Favier Dubois(h) explican al decir que:

“...la obligación del auditor, es una obligación calificada en primer grado por ser profesional y, en su caso, también en segundo grado si integra una firma de auditoría de gran magnitud, pero no es una obligación de "resultado" y, por ende, existe un margen para que, aún en caso de que un estado contable haya resultado falso, el auditor se exima de responder por ello.” (Favier Dubois (h), Martorell, 2012, p.13).

En consonancia con lo antedicho, debemos analizar si la obligación del auditor debe ser considerada como una obligación de medios o de resultado, lo cual determinará la atribución y grado de responsabilidad que le es aplicable al mismo en caso de falencias de la empresa que se deban a manipulaciones efectuadas por sus integrantes.

En este sentido, estimamos oportuno mencionar el artículo 1768 del Código Civil y Comercial de la Nación, el cual reza:

ARTICULO 1768.- Profesionales liberales. La actividad del profesional liberal está sujeta a las reglas de las obligaciones de hacer. La responsabilidad es subjetiva, excepto que se haya comprometido un resultado concreto. Cuando la obligación de hacer se preste con cosas, la responsabilidad no está comprendida en la Sección 7a, de este Capítulo, excepto que causen un daño derivado de su vicio. La actividad del profesional liberal no está comprendida en la responsabilidad por actividades riesgosas previstas en el artículo 1757.

Es con esto que, el propio Martorell entiende que la obligación de los auditores es de resultado, debiendo los mismos probar para desligarse de responsabilidad que han tomado todas las precauciones necesarias, así como también cumplimentado con la normativa y reglamentaciones propias del ejercicio de su profesión.

Por otra parte, entendemos de relevancia lo explicitado por Richard, en cuanto entiende que:

“En general se considera que las obligaciones profesionales son de medios. No obstante se caracteriza que ciertas obligaciones de los síndicos societarios son de resultados, y entre ellos “la presentación del informe anual a la asamblea, dictaminando sobre la memoria, inventario, balance y estado de resultados”, además de “investigar las denuncias que presenten accionistas que representen no menos del 2% del capital social”. El tema se vincula particularmente al onus probandi o posibilidades de prueba de las partes involucradas en un litigio.” (Richard, 2003, p.9).

Seguidamente, y en consonancia con lo antedicho, el autor expresa que:

“En las cuestiones que estamos analizando, no se puede hablar normalmente de incumplimiento en sentido lato, pues existe un cumplimiento en el informe del síndico o de auditoría, pero el perjudicado sostiene que éste aparente resultado no correspondió con los deberes del profesional, por lo que es el damnificado el que debe hacer patente la culpa del profesional. El resultado debe ser siempre útil, no una mera apariencia de resultado, conformado por la actividad diligente del deudor, pues la obligación no puede perseguir abstractamente una actividad diligente (tan sólo), pues a ninguna persona le puede interesar el mero esfuerzo o la diligencia de otra”. (Richard, 2003, pp.9-10)

Por último, en cuanto a la opinión del reconocido jurista, queremos destacar la siguiente mención: *“El tema de la responsabilidad de los profesionales en Ciencias Económicas quedará determinado, en último grado, a la apreciación de un juez”* (Richard, 2003, p.14).

Es a partir de lo reseñado que compartimos las opiniones otorgadas por los autores, entendiendo que, más allá de estarse al caso concreto, debe corroborarse la concurrencia de los elementos necesarios para atribuir responsabilidad a los auditores por sus incumplimientos, todo lo cual está sujeto a la prueba que se rinda en el juicio.

No obstante esto, estimamos oportuno citar una frase de Richard que pone en evidencia el cambio de paradigma dado en la materia, el cual se expresa en los siguientes términos: *“De los informes Davidson y Benson (Reino Unido) y Treadway (Estados Unidos) se desprende que los auditores deben asumir la responsabilidad de detectar y prevenir fraudes, lo cual supone un cambio en las normas”* (Richard, 2003, p. 13)

Por último, creemos conveniente distinguir que, por un lado, la relación entablada entre empresa y servicios de auditoría es de índole contractual, mientras que en el caso de reclamos provenientes de un tercero perjudicado como puede ser un inversor, la relación es de índole extracontractual.

Por otro lado, en cuanto a los síndicos, podemos decir que la propia Ley General de Sociedades Comerciales en su artículo 294 fija las atribuciones y deberes que poseen los mismos, los cuales poseen carácter meramente enunciativo, debiendo complementarse con aquellos que hacen posible un mejor cumplimiento de su función. Entre estos, de acuerdo a nuestro objeto de análisis, podemos mencionar los siguientes:

ARTICULO 294. — Son atribuciones y deberes del síndico, sin perjuicio de los demás que esta ley determina y los que le confiera el estatuto: “1º) Fiscalizar la administración de la sociedad, a cuyo efecto examinará los libros y documentación siempre que lo juzgue conveniente y, por lo menos, una vez cada tres (3) meses; 5º) Presentar a la asamblea ordinaria un informe escrito y fundado sobre la situación económica y financiera de la sociedad, dictaminando sobre la memoria, inventario, balance y estado de resultados; 9º) Vigilar que los órganos sociales den debido cumplimiento a la ley, estatuto, reglamento y decisiones asamblearias”.

Los tres incisos tomados del articulado no implican que se efectúe diferencia alguna basada en la relevancia de la tarea que efectúan los síndicos, entendiéndose que todas guardan un papel central, haciéndose esto a los fines del caso concreto.

A partir de lo expresado supra, podemos decir que los síndicos cumplen una función de supervisión respecto a la actuación que tienen los demás órganos societarios, lo cual requiere que dicho control se aplique a fin de que las actividades sean acordes a la ley, reglamento, estatuto y decisiones asamblearias. A su vez, los mismos deben gozar de la independencia e idoneidad propias requeridas para el desempeño de la función.

En consonancia con el artículo referido precedentemente, podemos decir que el grado de responsabilidad de los mismos se encuentra plasmado en los artículos 296 y 297 LGS, en cuanto disponen:

ARTICULO 296. — Los síndicos son ilimitada y solidariamente responsables por el incumplimiento de las obligaciones que les imponen la ley, el estatuto y el reglamento, Su responsabilidad se hará efectiva por decisión de la asamblea. La

decisión de la asamblea que declare la responsabilidad importa la remoción del síndico.

ARTICULO 297. — También son responsables solidariamente con los directores por los hechos y omisiones de éstos cuando el daño no se hubiera producido si hubieran actuado de conformidad con lo establecido en la ley, estatuto, reglamento o decisiones asamblearias.

Tomando en cuenta estos preceptos, podemos decir siguiendo a Martorell que:

“En los hechos, se ha implementado un régimen de responsabilidad sumamente gravoso para los síndicos, constituido por un complejo cuadro de normas el cual, como veremos luego, hoy se ve agravado aún más por la nueva normativa del CCyCN. En el mismo, salvo excepciones, no cabe prácticamente forma alguna de exención de responsabilidad, existiendo siempre el deber resarcitorio del síndico, sin que obste a ello la importancia económica, el número de accionistas, las modalidades operativas o demás particularidades de la sociedad que debe controlar.” (Martorell, 2017, p.16)

En este sentido, el autor entiende que la responsabilidad que le cabe al síndico deriva de la ley, a diferencia de lo que comprende parte de la doctrina, entre los cuales encontramos a Otaegui, que la consideran una responsabilidad de índole contractual respecto a la sociedad y extracontractual para con los terceros, tal y como sucedía con los auditores. Por su parte, con total claridad expone que:

“A su vez, y dado que el art. 298 establece la aplicabilidad a los síndicos de lo dispuesto por los arts. 271 a 279, coordinando el art. 296 con el art. 274, referido específicamente a la responsabilidad de los directores, los síndicos serán responsables ante la sociedad, los accionistas y los terceros por: a) violación de la ley, el estatuto o el reglamento; b) incumplimiento de las obligaciones dispuestas por aquéllos; c) mal desempeño del cargo; d) todo otro daño producido por dolo, culpa grave o abuso de facultades; e) culpa in vigilando, o sea, hechos u omisiones dañosas de los directores que no se hubieran producido si el síndico hubiese cumplido eficientemente con su labor (art. 297 LGS.), y ;f) por los daños derivados de la emisión de acciones realizada en violación del régimen de oferta pública (art. 199 L.GS.) (Martorell, 2017, p.16).

Es con esto que, si el síndico en el caso concreto no detecta las irregularidades en el cumplimiento de las obligaciones por parte del Directorio, así como tampoco del órgano de gobierno en la toma de decisiones que tienen su fundamento en los estados contables, debe responder en forma solidaria con los directores por el falseamiento que se haya dado a los estados contables que demostraren una realidad distinta a la que atravesaba la sociedad o empresa, lo cual ocasionó perjuicios tanto a propios como terceros.

A su vez, el autor es claro al expresar que, en estos casos de solidaridad, el juez debe determinar en el caso concreto el grado de responsabilidad que atribuye a cada uno de los actuantes, pudiendo uno de los síndicos eximirse de la misma si actúa conforme se expone seguidamente:

“Si el síndico pretendiera eximirse de responsabilidad frente a un acto irregular, la ley le exige una conducta orientada al agotamiento de los recaudos legales para dejar sin efecto esa resolución, debiendo proceder del siguiente modo: a) asentar su protesta en los libros de actas del directorio o de la

asamblea, según corresponda; b) convocar a asamblea de accionistas para informar acerca de la situación; c) incluir en el orden del día la cuestión que motiva su disidencia; d) tachar de nulidad el acto asambleario vicioso, ya que ello constituye para el síndico un deber, y no un acto volitivo, como parece indicar la defectuosa redacción del art. 251 de la ley". (Martorell, 2017, p.17)

Por su parte, debe tenerse en consideración que ciertas obligaciones de los síndicos son de resultado, lo cual conlleva que en estos casos la responsabilidad sea de índole objetiva, debiendo demostrarse necesariamente para ello el incumplimiento por parte del profesional de sus obligaciones; mientras que para el caso de las obligaciones de medio, tal y como se viera oportunamente, se libera en caso de haber demostrado su acatamiento a la normativa y reglamentaciones propias de la función de que se trata.

Es a partir de esto que queda demostrado el alto grado de responsabilidad que poseen tanto auditores como síndicos en los supuestos de incumplimiento de sus obligaciones. En nuestro caso particular, el haber convalidado la actuación de los órganos de administración que ocultaron tanto a accionistas como a terceros información de relevancia que podría haber permitido tomar las decisiones que de algún modo habrían evitado la insolvencia propia de la compra apalancada en caso de apalancamiento excesivo, es causal suficiente para atribuir dicha responsabilidad.

v.i.iii.- Responsabilidad de las Calificadoras de Riesgo

La incorporación de este apartado dentro del análisis tiene una estrecha vinculación con el ejemplo que se dio oportunamente sobre Lehman Brothers al tratar la responsabilidad de los auditores en la insolvencia por excesivo apalancamiento de la target company.

Sumado a ello, nuestro interés se encuentra focalizado en la responsabilidad que las mismas tienen respecto a las calificaciones que efectúan de las deudas emitidas por las diversas empresas que se encuentran sujetas a una operación de compra apalancada, y cuya situación económica financiera no está debidamente explicitada en sus estados contables.

Es preciso destacar, en primer término, que el marco regulatorio de su actuación en nuestro país está dado principalmente por lo normado en el Título IX de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T 2013 y mod.) y la Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales, modificada por la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, con sus normas complementarias.

Destacar la relevancia de su correcto funcionamiento es algo que queda evidenciado con el grado de transparencia que pueda observarse en el mercado teniendo en cuenta las calificaciones que las mismas coloquen a las diversas deudas corporativas. En este sentido, como tales, cumplen un rol fundamental, en cuanto otorgan al mismo y a los inversores un panorama que les permita conocer el grado de credibilidad y fiabilidad de la deuda que desean adquirir. En relación con esto, Cristian del Rosario entiende que respecto a las mismas:

"...existe una triple exigencia, que determina un estándar de comportamiento, mucho más severo del que existe para otras sociedades comerciales. Tal tratamiento no configura una desigualdad, sino que tal diferencia es correlativa con ese rol de preeminencia de las calificaciones emitidas por estos agentes y que influyen en la toma de decisiones de los inversores". (Del Rosario, 2014, pp.1-2)

Así, el autor expone que el primero de estos estándares es el referido a la alta especialización y capacidad técnica que deben poseer las calificadoras de riesgo en el ejercicio de su función, esto por cuanto:

“La exigencia de la más alta capacidad en los cuadros técnicos, se fundamenta en que son "los ojos" de los futuros inversores; son los analistas, los que, de alguna manera, representan a millones de individuos anónimos —en algunos casos de todo el mundo— y que tercián en la toma de decisión que hagan estos, a partir de su expertísima opinión”. (Del Rosario, 2014, p.2).

Seguidamente, indica que el segundo aspecto a tener en consideración es el referido a la transparencia en los procedimientos de calificación, actitud esta que el autor entiende deben mantener las calificadoras no solo durante la etapa de calificación de la deuda o revisión de la misma, sino en todo momento, incluso en oportunidad de efectuar sus descargos ante la Comisión Nacional de Valores. Esto encuentra asidero cuando expresa que las mismas:

“Deben tener por norte "la protección de la transparencia de las operaciones —bien jurídico tutelado— necesarias para mantener las condiciones de seguridad y confianza que impulsan la propiedad y difusión de la propiedad de aquellos valores..." y sus integrantes debe tener una "moral irreprochable" (Del Rosario, 2014, p.2).

Por último, el tercer estándar es el referido a la trascendencia del efecto sistémico de sus calificaciones, las cuales conforme el autor mencionado “...*hacen a la seguridad jurídica de todo un sistema que trasciende la mera oferta pública de una sociedad comercial*” (Del Rosario, 2014, p.2). En este sentido, entiende que las calificadoras no deben ocultar y manipular la información que poseen, debiendo informar a la Comisión Nacional de Valores de los hechos que consideren relevantes conforme su posición. Asimismo, explica con total atino que dicha trascendencia incluye también al colectivo de los inversores, los cuales necesariamente merecen de una protección adecuada atento no contar con la información que poseen las calificadoras.

Expuesto lo antedicho, creemos oportuno referir que la mayoría de los países en el mundo han adoptado un sistema de calificación crediticia guiado por aquellos que han fijado las principales calificadoras de riesgo de los Estados Unidos, lo cual ha permitido conocer el grado de riesgo que puede poseer una determinada inversión.

En consonancia con esto, y de manera clara, María Elisa Kabas de Martorell y Ernesto Martorell exponen que:

“...las calificadoras evalúan la calidad del crédito puntuándolo con ajuste a 7 (Siete) escalones diferentes, que van desde la triple A (máximo grado de inversión, por su seguridad), hasta la triple C (probabilidad cierta de "default"), debiendo entenderse las calificaciones de la siguiente manera:

AAA. se le aplica al emisor cuya capacidad de pago es fuerte en extremo.

AA. la capacidad de pago de quien emitió los títulos es muy fuerte.

A. es la que se le adjudica al emisor que puede llegar a sentir los efectos adversos de cambios o fluctuaciones en la situación económica, pero que todavía posee una capacidad de repago sólida.

BBB. cuando estamos ante un emisor que exhibe parámetros de protección apropiados, pero existe la probabilidad de que, si se producen condiciones económicas adversas o cambios coyunturales que afecten al sistema, se debilite su capacidad de pago.

BB. es la calificación que se le aplica al emisor vulnerable al incumplimiento, siendo incierto cómo habrá de reaccionar y qué nivel de exposición habrá de exhibir ante la aparición de situaciones económicas adversas; dicho con otros términos, en determinadas circunstancias el emisor puede llegar a no tener una capacidad de pago adecuada.

B. correspondería esta calificación, cuando el emisor presenta todavía capacidad de pago, la aparición de condiciones financieras, económicas y comerciales adversas podría vulnerar la capacidad y la voluntad del emisor de cumplir con sus compromisos.

CCC. es la calificación que se reserva para un emisor vulnerable; y sólo ante condiciones financieras, económicas y mercantiles favorables podrá hacer frente a los compromisos financieros asumidos.

CC. Se le suele asignar a un emisor sumamente vulnerable a eventuales incumplimientos de pago.

C. Se le aplica —por lo común— al emisor que está en una situación de suma vulnerabilidad.

Para concluir, y en lo que hace a los signos de más (+) o menos (-), las calificaciones con las siglas AAA y/o CCC etc., etc., pueden ser modificadas agregándoles un signo de más (+), o de menos (-), para exhibir su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación” (Kabas de Martorell, Martorell, 2013, p.6)

Así, y entendiendo conforme se expusiera oportunamente que las principales notas que deben caracterizar la actuación de las calificadoras son las de independencia y transparencia en su actuación, podemos decir que, una primera línea divisoria en las calificaciones, puede trazarse entre la deuda corporativa considerada como Investment Grade o Non Investment Grade.

Las mismas están determinadas entre otras cosas por el grado de solvencia de la empresa emisora, la estructura de capital y financiera que posee, su posicionamiento en el sector en el cual se desempeña, su grado de liquidez, el grado de exposición al riesgo al que puede someterse la industria, así como también el tipo y nivel de endeudamiento en relación a su flujo de caja y cobertura de intereses. Estos requisitos son utilizados por todas las calificadoras de riesgo en mayor o menor medida, siendo que el lector puede observar un ejemplo de los elementos que toman en cuenta las mismas al leer el Manual de Procedimiento para la Calificación de Empresas y/o de Títulos Emitidos por Empresas publicado por Moody's (2017).

Esto nos demuestra que el grado de endeudamiento implica uno de los principales vectores que utilizan las calificadoras, lo cual conlleva que, con un alto grado de probabilidad, las emisiones que efectúe la target company en el mercado sean consideradas como deudas de alto rendimiento o high yield.

Con esto, dichas emisiones estarían formando parte del nivel más bajo dentro del grado de no inversión mencionado, entendiendo que la posibilidad de impago es elevada, lo cual conlleva un

mayor nivel de riesgo con una consecuente elevada tasa de retorno, que implica a su vez una mayor rentabilidad, tal y como se analizara en su oportunidad la relación de este binomio.

Pese a lo expuesto, puede suceder que la propia calificadora no tenga la imparcialidad e independencia requerida para cumplimentar su función, tal y como ocurriera en su momento en la crisis de las hipotecas subprime del año 2008 respecto a los paquetes que circulaban por el mercado y estaban respaldados por hipotecas cuya calificación distaba mucho de ser la que las propias calificadoras estipulaban. Esto llevó a las nefastas consecuencias que todos conocemos, con lo cual es necesario determinar el grado de responsabilidad que las mismas tendrían a partir de dicha conducta.

Previo a ingresar en el análisis pertinente, estimamos oportuno mencionar que, si bien en el mercado financiero local el gran movimiento de fondos se efectúa a partir de la emisión de obligaciones negociables por las empresas cotizantes, o bien por la operatividad que se le dan a los cheques y a las facturas de crédito electrónicas, el presente planteo se efectúa principalmente con fines teóricos, ya que si bien es posible que los supuestos fácticos aquí analizados como el de Lehman Brothers puedan ocasionarse en nuestro país, su nivel de repercusión sería menor.

A partir de lo expuesto, creemos atinado mencionar el fallo dictado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación (2014) respecto a la calificadora Standard & Poors Sucursal Argentina, en cuanto confirmó la sentencia dictada por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala “D”, de la Ciudad de Buenos Aires; la cual había ratificado la sanción impuesta por la Comisión Nacional de Valores a dicha calificadora de riesgo, consistiendo la misma en una multa de veinte mil pesos (\$20.000) que debía afrontar en forma solidaria con sus Directores y miembros del Consejo de Calificación por la violación al artículo 4° del Capítulo XVI de las normas dictadas por dicho organismo. La misma encontró razón de ser, en tanto y en cuanto, la calificadora no cumplimentó con el manual de “Metodologías de Calificación de Títulos de Deuda” que presentara oportunamente ante el órgano de contralor al momento de calificar el Programa Global de Obligaciones Negociables Serie Senior y Subordinada del Citibank N.A Sucursal Argentina y el Programa Global de Obligaciones Negociables del Bank Boston N.A Sucursal Argentina.

En este punto, estimamos oportuno tener en cuenta lo dicho por María Elisa Kabas de Martorell y Ernesto Martorell, quienes exponen la relevancia de este fallo al entender que:

“Frente a este cuadro, el reciente fallo de nuestro Máximo Tribunal — mediante el cual confirma el pronunciamiento de la Sala D de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, apoyando una Resolución de la Comisión Nacional de Valores— que condena a Standard y Poor's a pagar una multa por "mala praxis" profesional, augura el afianzamiento en nuestro país — bienvenida sea— de la tendencia inaugurada recientemente por la Suprema Corte de Justicia de los EEUU de responsabilizar a los Bancos de Inversión de mayor envergadura, las Empresas de Calificación de Riesgos y las Grandes Firmas de Auditoría por mal desempeño de sus funciones, aplicándoles parámetros especialmente agravados de juzgamiento”. (Kabas de Martorell, Martorell, 2014, p.1)

Asimismo, acentúan dicha importancia cuando exponen que:

“A la luz de lo expuesto, consideramos de carácter anecdótico la confirmación por vía de sentencia de la multa de sólo 20.000 pesos impuesta por la Comisión Nacional de Valores a la sucursal argentina de la calificadora condenada, y su

extensión solidaria a sus Directores y a los miembros de su Consejo de Calificación, lo que no puede —repetimos— sino compartirse. Porque lo que reviste mayor significación a nuestro juicio, es el permanente recordatorio que se efectúa en el fallo a "...la relevancia de la tarea que realizan" este tipo de agentes económicos, y al hecho de que cierto tipo de actividades —entre las que incluimos primordialmente a la de Banca y a la Auditorial, amén de la de Calificación— "Debido a la gran influencia que ejerce en el mercado nacional e internacional.....exige una altísima responsabilidad, debiendo llevarse a cabo con especial cuidado y prudencia y con estricto apego a las normas reglamentarias", y de acuerdo a ese baremo debe ser juzgada". (Kabas de Martorell, Martorell, 2014, pp.5-6).

Conforme exponen los autores, el presente fallo tiene una relevancia particular, por cuanto mediante el mismo se abren oportunidades para que las calificadoras de riesgo sean demandadas como consecuencia de su "mala praxis" profesional, algo que hasta la fecha no era siquiera planteado.

A estos fines, estimamos oportuno mencionar que son necesarios mayores debates respecto a la temática en cuestión, por cuanto su tratativa puede considerarse en cierto modo efímera; lo cual hace que necesariamente debamos poner el centro de atención en la actuación de las calificadoras, así como también en la posibilidad de obtener las sanciones administrativas, civiles y penales que podrían corresponderles tanto a ellas como a sus integrantes por su actuación irregular y contraria a la normativa vigente.

Atento a lo antes expuesto, entendemos que, en los supuestos en los cuales una calificadora otorga una calificación crediticia distinta de la que debiera corresponder a la empresa o sociedad emisora, la misma queda sujeta a la aplicación de las sanciones previstas en los artículos 88 y 89 de la Ley Nº 27.440, los cuales sustituyeron a los artículos 132 y 133 de la Ley Nº 26.831, las que pueden ir desde un apercibimiento o multa, hasta la inhabilitación, suspensión o prohibición para operar como tal.

Por otra parte, en materia civil, siguiendo a María Elisa Kabas de Martorell y Ernesto Martorell, podemos decir que:

"...ponderando que el negocio financiero —que de eso se trata— suele generar una responsabilidad especialmente agravada, lo que no implica que pueda soslayarse la necesaria acreditación de los presupuestos de la teoría de la responsabilidad civil en el caso en cuestión, las "calificadoras de riesgo" podrán perfectamente ser llevadas a juicio para que respondan por el daño que pudieran haber producido a los particulares, empresas y aún países por su "mala praxis" profesional". (Kabas de Martorell, Martorell, 2012, p.8)

En consonancia con esto, Cristian del Rosario entiende que:

"...creemos que las calificadoras de riesgo por el rol preeminente de brindar información especializada al mercado, consecuencia de su desarrollo histórico y actual función económica, agregando valor a los títulos negociables que califican, pues emiten una opinión experta de su solvencia, en base a procedimientos regulados registrados y de continuó proceso de revisión, tal rol profesional conlleva un deber por el que deben responder, si de su omisión causan un daño, para ello le son aplicables, sin ninguna duda, las pautas generales de

responsabilidad civil por quienes causen daños a terceros.” (Del Rosario, 2014, p.4).

Es con esto que, conforme entienden los autores aquí referidos, queda clarificada la responsabilidad civil que las calificadoras tienen como consecuencia de los daños que pudieren ocasionarle a terceras personas a partir del ejercicio de su función.

No aplicar con rigurosidad las sanciones debidas conforme lo referido supra solo ocasionaría que se continúen desvirtuando los marcos operativos de los mercados locales e internacionales, con las consecuentes crisis cíclicas que repercuten no solo sobre las empresas o sociedades apalancadas, sino también sobre cada uno de los inversores particulares que destinan sus fondos a un determinado proyecto económico y financiero.

Llegados a este punto podemos decir que, mediante el presente capítulo, se buscó en cierto modo colocar al lector en una posición que le permita no solo determinar conforme su criterio si las compras apalancadas deben tener o no reconocimiento legal dentro de nuestro ordenamiento jurídico, sino también poder comprender los diversos matices que pueden generarse en nuestro campo de actuación a partir de su puesta en ejecución. Sumado a ello, el poder conocer los marcos legales dentro de los cuales deben actuar aquellas personas que tienen a su cargo la conservación y correcto funcionamiento de la empresa es algo que le permitirá atender con solvencia los casos que pudieren presentársele en el ejercicio de su labor profesional.

vi.- Conclusión Parcial

Llegados a este punto, podemos decir que han sido expuestos de manera concisa los elementos dirimientes de las compras apalancadas en todas sus facetas. Entendemos necesario otorgar una mayor profundidad al tema respecto a su debate, lo cual permitirá demarcar los límites que son necesarios para poder reconocer o no la legalidad de nuestro objeto de estudio.

Como bien pudo observarse, los fallos tratados han sido enfocados desde diversos puntos de vista conforme la materia, reconociéndose implícitamente que los mismos conllevan un proceso de compra apalancada. Es con ello que, necesariamente, debemos poner de resalto la importancia de promover un debate que determine la conveniencia de su aplicabilidad, así como su incorporación en un cuerpo normativo que otorgue la certeza jurídica que es necesaria para el tráfico comercial.

Por último, y conforme se expusiera al inicio del presente trabajo, no es intención del autor del presente inclinarse por el reconocimiento o no de legalidad a las compras apalancadas, por cuanto es algo que debe ser estudiado, analizado, meditado y decidido por el lector conforme su propio criterio.

Es por ello que, mediante el presente trabajo, se busca incentivar el tratamiento de nuestro objeto de estudio a los fines de dirimir sobre la conveniencia de su reconocimiento explícito dentro de nuestro ordenamiento jurídico, así como determinar con precisión las repercusiones legales que el mismo puede ocasionar con su puesta en ejecución.

CONCLUSIONES

Tal y como nos planteáramos al inicio del presente trabajo, el objetivo del mismo radicó en lograr no solo que el lector pudiera conocer, comprender y desentrañar el mecanismo de las compras apalancadas, sino también forjar una opinión propia respecto a la conveniencia de otorgar

reconocimiento legal a las mismas dentro de nuestro ordenamiento jurídico, siendo consciente de las consecuencias que potencialmente podrían derivarse de éstas.

Recordemos, entonces, que las preguntas de investigación generales del presente trabajo eran las siguientes: ¿Pueden ser consideradas como legales las compras apalancadas en nuestro país? ¿Existe unicidad de criterios en cuanto a su aplicación? ¿Cuál es el marco de responsabilidad a considerar en caso de que las mismas sean aplicadas?

En base a ello, y tomando en consideración la faz económica y financiera de la operación, en primer lugar, llegamos a la conclusión de que necesariamente para que exista una compra apalancada se deben dar dos elementos cruciales, siendo los mismos el alto nivel de endeudamiento utilizado en la operación, y la asunción por parte de la target company o sociedad apalancada del mismo. Como bien expresáramos, la ausencia de uno de estos componentes conllevará que no estemos en presencia de un leveraged buyout en el caso concreto.

Determinado esto, pudimos comprender la relevancia que poseen el endeudamiento y apalancamiento dentro de este mecanismo, teniendo en cuenta que gran parte de su estructura de capital se encuentre compuesta por financiamiento externo. A su vez, entendimos no menos importante resaltar que la composición de la estructura que adopte la operación es algo que debe estar determinado en cada caso, tomando en consideración no solo la situación de la sociedad apalancada, sino también las condiciones macroeconómicas del lugar donde se llevará a cabo.

Destacamos que toda esa información debe estar necesariamente expuesta en el due diligence que se elabore a los fines de concertar la operación, ya que para la empresa de leveraged buyout y los financiadores ello resulta de suma importancia. Si bien, conforme se expusiera, es necesario determinar a partir del mismo con suma precisión todos los aspectos relevantes de la target company que sean de interés para las partes supra referidas, destacamos conveniente por sobre todas las cosas efectuar una real valuación de la misma.

Esta última variante nos permitirá conocer con exactitud el lugar en el cual se encuentra ubicada la sociedad adquirida, así como la composición específica de su patrimonio. A estos fines, creemos conveniente concluir en este punto que será el propio lector el que deberá juzgar cuál de los métodos de valuación y ratios financieros expuestos resultará mejor para estudiar la situación económica financiera de la empresa en el caso concreto.

Entender a partir de todo esto que el análisis económico financiero cumplió un rol central dentro de este trabajo es lo que en cierta medida buscamos lograr con la primera parte del mismo, razón por la cual se expusieron necesariamente las principales variables que debían ser analizadas al momento de ejecutar la operación.

Por otro lado, e ingresando en la segunda parte de este epílogo, debemos decir que, en cuanto a análisis legal de la compra apalancada refiere, podemos extraer dos conclusiones claras. La primera de ellas radica, tal y como se expresara inicialmente, en que las compras apalancadas no se encuentran reguladas en nuestra legislación local, situación ésta que ha llevado a que tanto la doctrina como la jurisprudencia de nuestro país no lograsen un consenso en torno a su reconocimiento legal.

En segundo término, entendimos que la función que tienen los encargados no solo de tomar decisiones y/o representar a la misma, velando por su conservación y desarrollo económico y productivo, sino también de quienes ejercen una labor de control o revisión sobre sus estados contables y/o emisiones de deuda, resulta de vital importancia para su funcionamiento.

Tal es así que, en caso de incumplir con las obligaciones que les asisten, deberán responder por las consecuencias jurídicas que se deriven de su accionar. Siempre la prioridad en el ejercicio de sus funciones deberá ser el procurar la correcta marcha de la empresa y/o sociedad de la cual formen parte, entendiendo que la misma resulta parte necesaria en todo engranaje económico y comercial.

Es a partir de todo lo expuesto que podemos decir que el mecanismo de las compras apalancadas o leveraged buyout implica un sistema operacional que tiene plena vigencia en la realidad de muchos países y, ante todo, en el nuestro. Poder asimilar como personas del derecho la existencia de esta operatoria conlleva implícitamente que debamos efectuar un tratamiento que sea acorde a la misma. Desentendernos de esto ocasionará que se continúen generando vacíos legales que afectarán no solo al desenvolvimiento de la actividad comercial y empresarial, sino también al funcionamiento de la justicia.

De esta forma, pretendemos abrir el camino que permita colocar a las compras apalancadas o leveraged buyout en el centro de la escena de nuestro país, ya que analizar este mecanismo no solo se convierte en una imperiosa necesidad conforme todo lo expuesto, sino también en una obligación por el rol que cumplimos como abogados en la sociedad.

REFLEXIONES SOBRE LA VIDA ACADÉMICA**Efraín Hugo RICHARD*****Desgrabación de su disertación en la Sesión de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba del 27 de junio de 2023, precediendo a la de Ricardo Haro.***

Gracias Armando por la cálida apertura. Iniciaré conforme la decisión consensuada con Ricardo Haro.

Ustedes saben que soy espontáneo, no pensaba leer, pero me angustió olvidar detalles, extender minutos, y hace un rato escribí al correr de mis pensamientos.

Esta reunión la concebimos en la idea de "REFLEXIONES SOBRE LA VIDA ACADÉMICA", pero la vida es un todo inseparable, en nuestros 90 años de edad con 43 en la Academia, y los 82 de la Academia el 29 de julio de 1941, y el 22 de agosto con su primera sesión. Agradezco a los que nos acompañan presencial o virtualmente, a los que nos saludaron y a los que se fueron, y a las Instituciones: la Universidad Nacional que dio origen a la Academia y a esta, a la que mis maestros me trajeron. Formulo reflexiones en una rendición de cuentas.

No es un festejo familiar ni de cumpleaños, Pero agradezco a Marizú, a nuestros 4 hijos, sus cónyuges, 14 nietos de sangre, 6 políticos seguir dándome energía y a los 8 bisnietos, alegría. Esta presente mi hija la Dra. Soledad Richard, con su tesis premiada por la Academia.

Significa "**reflexión**" pensar atenta y detenidamente sobre algo, y vaya si lo hemos hecho colectiva e individualmente. Y particularmente en el sentido que impuso el Rector Ing. Martínez en ocasión de la creación de esta Academia, como un centro que no reconozca otros objetivos que los específicos ni otro propósito que no sea el puramente doctrinario, con posibilidad de cooperar en la elaboración de las leyes.

Por eso intento una síntesis vertiginosa de tantos años de vida conectadas a la Academia y sus integrantes. Ayúdenme a abrir el cofre de recuerdos ... Conocí a sus padres, los colegas Salomón Roitman, Juan Palmero, Andruet, Osvaldo Tarditti, Cafferata, Tinti, Lascano, Hernández, al médico Dr. Bergoglio padre de María Ines, ahora comparto con sus hijos este camino. Recordamos a los académicos a los 100 años de su natalicio –lo hice para Quintana, Cornejo y Acuña-, en un homenaje post mortem, aunque este último lo recibió vivo, y me honraron encomendándomelo.

En 1953, con 20 años llegué aquí y estudié en la Biblioteca Mayor.

En 1955 me recibí en la Universidad Nacional del Litoral, ejercí notariado en Rosario y regresé a Córdoba para siempre. Tuve ofertas para irme.

En 1958 me casé y Marizú me alentó a acercarme a los claustros. Con la viejísima ley 11719 en dos famosas quiebras logré que los quirografarios cobraran todo. Eso signó mi carrera.

En 1964 me recibió la Universidad, adscribí y gané un concurso de auxiliar de investigación, me adoptaron mis maestros Quintana y Cámara.

Escribí con los académicos Abad, Cámara, Quintana, Palmero, Moisset, Roitman, Lascano, Cesano y Marquez.

En 1965 ayudé a Quintana en las Jornadas de Letra de Cambio Pagaré y Cheque que me proyectaron

En 1967 culminé doctorado en Santa FE, por Estatuto de la UNC excluía a los egresados de otra. Fue declara inconstitucional.

En 1969 el Segundo Congreso de Derecho Comercial en Rosario, con Cámara y Quintana, lleve 12 ponencias. Inolvidables los almuerzos con Halperin –Director de la Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones-, Alberti, Le Pera, Bergel... Estrenaba además mi primera titularidad por concurso

Entre tanto una comunidad con Aparicio, Palmero y Roitman unidos por Cámara, que nos llevaba a los 4 a todos lados. Mucho más adelante, él acostumbró a asegurarme como telonero. Me nutrí con los encargos que me hacían de la Dirección o Sub Dirección del Instituto de Derecho Comercial los viejos profesores. Vocal del Directorio en Colegio de Abogados, con Salomón Roitman, Francisco Junyent Velez y Laguinge en el 69 analizamos los proyectos de ley de sociedades y concursos, empecé a demitificar viejas ideas... En 1977 asumí la organización del primer Congreso de Derecho Societario, su Secretaria Permanente –lo que recordaron Palmero y Muiño hace pocas sesiones-, y la Secretaria Académica de la Facultad acompañando a Quintana. Organizamos muchos otros Congresos de internación.

Debates del Congreso del 77 generaron la importante reforma de 1983 a la ley de sociedades, brillo un trabajo de Palmero y Mercado de Sala, ex Secretaria Académica del Instituto de la Empresa.

Me integraron a un grupo de trabajo con el Vice Presidente del Banco de Córdoba y 3 de sus funcionarios, pensando en el país vinculados a una Fundación, en la que trabajé honorariamente hasta 1992, con múltiples intensas actividades. Obliga un comentario de lo acaecido ese año, que haré posteriormente.

Vuelvo a los 70, construí el Estatuto de los SRT, y me encargaron la organización jurídica del Complejo Ferial Córdoba y San Francisco. Y una frustración: en 1979 me contratan, por sugerencia del Decano de Ciencias Económicas, para organizar una sociedad entre la Fábrica Militar de Aviones y la empresa alemana Dornier, viajo varias veces a Alemania y Suiza, y logrado el acuerdo con proyecciones industriales y comerciales aseguradas, cambia la conducción en Fuerza Aérea y se decide inexplicablemente desistir de ese proyecto. A la par de la decadencia de la fábrica Militar crece la brasilera Embraer y se pierde una oportunidad que hubiera cambiado el desarrollo provincial y nacional. Una terrible frustración.

En 1981 me sorprenden con el premio Academia, que recibí con mi ensayo sobre “La Conservación de la Empresa”¹²⁷, que no perdió actualidad y mantengo en mis desvelos e impone reflexiones trascendentes, apuntadas por mis experiencias profesionales, pues lo que hay que conservar no es necesariamente la sociedad que la explota, y menos a los socios –los *shareholders*-, que hoy se enriquecen en concursos preventivos, violando la *absolute priority rule* del derecho anglosajón, y nacional. Se trata, ante la crisis, de unir a todos los interesados, los *stakeholders*. Con alertas tempranas para evitar daño asegurando viabilidad de la empresa. Es lo que hoy domina el pensamiento del mundo jurídico de la especialidad, y en eso estoy, demitificando, con poca compañía.

¹²⁷ Verlo como ANEXO I, publicado originariamente en Anales de la Academia tomo XXV, pág. 7. Córdoba.

Integré una Comisión para modificar el Código de Procedimientos cuyo proyecto se transforma en Ley, simplificando y acelerando, pero poco antes de su vigencia es derogada, otra frustración.

Nuevamente me motivaron en 1984 nominándome como Miembro de Número junto con Palmero y Haro. Con Palmero escribíamos sobre la unidad del derecho Privado e integrábamos comisiones legislativas. Tucumán realiza las Primeras Jornadas de Unificación del Derecho Privado y los integrantes de la comisión reformadora me agregan junto a ellos y López de Zavalía al panel de clausura para que exponga mi visión sobre el proyecto. Me motivaron, y en la madrugada concebí un cuadro en una página sobre como leer el proyecto, que distribuí antes de mi intervención. Compartí tardíamente con él, Moisset y Palmero la Comisión de Revisión del Senado, la unificación es ley, pero es vetada por el PE, una frustración, en el intermedio la Comisión Federal en la que intervino con Palmero, y otra hacia fines del siglo en que intervino Roitman. Pero la simiente ya existía.

En 1988 se crea por iniciativa de Frías y Cámara el Instituto de la Empresa y se me encarga la Dirección. Con contenido más abarcativo que el Código de Comercio como señalé al presentar a Giselle Javurek como Miembro de Número hace pocos días. Y con tal sentido actuamos hoy.

En 1989 anticipo mi jubilación voluntaria como Sub Gerente General del BPC después de 34 años, era el 5to Banco del país, lo había presidido Benjamín Cornejo. Publico “LA ECONOMIA DEL DERECHO” en LA LEY el 18 de abril de 1989, señalando el falso superávit del Balance del BCRA por deudas de Bancos liquidados, un activo vacío similar al pasivo de la Nación. El síndico impuso su corrección y permitió advertir la desastrosa situación financiera del país.

El grupo con profesionales de ciencias económicas con el que colaboraba desde 1977 tiene una posición política privilegiada, y en junio de 1992 el Ministro de Economía –que lideraba ese grupo- me llama a analizar la privatización de Aerolíneas Argentinas, y por ende de todas las privatizaciones, designándome Asesor de Gabinete del Ministerio de Transporte. El Dr. Julio Altamira es testigo de mi difícil gestión. Descubrí la ilegal práctica de *leveragge buy out*, usando el patrimonio social para pagar las deudas de los socios de control con la Nación, descapitalizándola en contra del Estado, el accionariado obrero y las propias empresas privatizadas. Un cambio de actitud del Ministro en la política fijada conjuntamente me llevo a documentar mi renuncia en Mesa de Entradas y volver a Córdoba. Las maniobras practicadas fueron censuradas en 2002 en el similar caso de Yacimientos Carboníferos Fiscales S.A., ante el reclamo de la Provincia del Chubut, un socio olvidado. La Corte lo revirtió con el calificativo de que lo ilícito e inmoral no puede santificarse por el mero transcurso del tiempo. El Diputado Alberto Natale –socio del Dr. Miguel C. Araya- lo relató en “Privatizaciones en Privado” Ed. Planeta 1993 como testimonio de un protagonista que desnuda el laberinto de las adjudicaciones. Yo lo hice en mis dictámenes y en el libro Perspectiva del Derecho de la Insolvencia editado por la Academia en 2010. Una frustración más al desarrollo del país, y una enseñanza: la corrupción empresarial se engarzaba al poder político, como hoy.

Desde mi jubilación en el Banco, mi actividad académica y profesional es intensa. Me contrata el Banco Nación, el Banco de Mendoza y luego la Cámara de Diputados y el BCRA para hacer el proyecto de ley de cheque de pago diferido, y de factura de crédito, esta última se frustra en sus fines por una posterior modificación eliminando su obligatoriedad.

En 1991 participe de una Comisión de Reformas convocada por el Ministerio de Justicia, donde introducimos la sociedad por acciones simplificadas por primera vez en el mundo, con acciones sin valor nominal prohibiendo la indicación del capital social para generar la obligación de patrimonio suficiente para la viabilidad. La componían Fargosi, Le Pera, Miguel C. Araya nuestro correspondiente en Rosario.

En 1992 y conforme nuestro criterio organizamos el Primer Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, como continuidad trianual del primero del 77, cedo la Secretaria Permanente al grupo de organizadores, debaten 800 nacionales y 80 extranjeros, citados por carta con estampilla y teléfono con operadora, tres años después empieza el uso muy limitado de lo cibernético. Implicó el desarrollo nacional e internacional del pensamiento en la especialidad, y se advierte la labor de miembros del Instituto, unimos a Universidad y Academia en Presidencia y Vice, como el año pasado, institucionalizando los cargos. Y organizamos los encuentros trianuales de Institutos de Derecho Comercial.

En 1994 con Raúl Altamira capitaneamos la lista para el Consejo Directivo de la Facultad, logrando 7 de los 8 cargos, el restante lo logra Yanzi que esa misma noche firma nuestro decálogo de compromiso, mantuvimos ese grupo hasta que Pedro es designado Decano.

Desde los 90 hasta entrado el nuevo siglo la actividad es vertiginosa, tres universidades del interior me honran como Doctor Honoris Causae, se intensifica mi visita a Universidades Europeas¹²⁸ y latinoamericanas con cursos de doctorado, Tribunales de tesis... donde testimoniamos que la legislación argentina presentaba para las relaciones de organización un sistema de excelencia, aunque siempre perfectible.

Concurro a todos los Congresos y Jornadas de Derecho Civil, compartiendo la idea de unidad del derecho privado, y la regulación especial de las relaciones de organización, las personificadas a través de la regulación de la persona jurídica en general. Me vinculo a Nedo Carlucci, recientemente fallecido, y a su esposa Aida Kemmelmajer, y a Jorge Mosset Iturraspe que me vincula a su entonces joven discípulo Ricardo Lorenzetti. Este conociendo mi paso por Rafaela organiza allí una Jornada en mi homenaje. Las noches de cierre de gala de esos Congresos y Jornadas eran iniciados por Aida y Jorge bailando New York, New York, y en un par de casos que Jorge no estaba me elegían para esa apertura. Inolvidables amigos y Correspondientes de esta Academia.

Me retiro voluntariamente de la Cátedra de grado en 1998, y recibo la sorpresa de mi designación como Emérito. Me sucede desde esa fecha el Prof. Dr. Orlando Manuel Muiño, y dos años después la Asignatura en el nuevo plan pasa a denominarse *Derecho Privado IV Sociedades y Relaciones de organización*, conforme nuestra doctrina, adelantándose a la unificación. Coetáneamente la Academia me encarga Presidir la Comisión Organizadora del Congreso de Academias, en Córdoba y Trelew en 1998, con Pedro J. Frías como Vicepresidente. Escribí en el libro en su homenaje adelantando lo que es recientemente regulado en la UE sobre planificación, como lo hice para Julio Altamira, hace poco, con visión particular sobre la responsabilidad de funcionarios públicos. Anticipé en ese Congreso, en su cierre, los problemas de marginación social que se estaban generando, rogando que lo afrontáramos como un problema de solidaridad y no de seguridad.

En 2000 mi tarea de Director del Departamento de Comercial, se interrumpe al encargármese la Secretaria de Posgrado. Gracias Pedro Yanzi. Creamos, entre otras, la carrera de Especialista en Derecho de los Negocios, primero a cargo de la desaparecida María Emilia Lloveras de Resk, luego del académico Raúl Altamira y ahora Gochy Mercado.

Ese año realizamos el 2° Iberoamericano de Derecho de Insolvencia, en La Cumbre, distinguiendo conceptos, pues en derecho concursal se acostumbra solo a hablar de deudor o empresario, que son términos equívocos pues corresponde hablar de PH y PJ, teniendo en claro que a conservar es la empresa viable, no su sistema jurídico de organización o sea la sociedad, que tiene particulares

¹²⁸VER COMO ANEXO II, conferencia de apertura del Primer Congreso Argentino Español de Derecho Comercial, en Valencia, año 2001

previsiones para afrontar la crisis. Concurrieron Karsten Schmidt y Jesús Sanguino Sanchez, colombiano que en Barranquilla 2004 creo el IIDC, donde mantengo desde la fundación diversas funciones directivas, generando convenios con la Academia, investigaciones con la uruguaya Alicia Ferrer Montenegro, con el centro de atención en la organización empresarial y la prevención de daño. Este año nos reuniremos en Guadalajara.

En el 2001 Vanossi desde el Ministerio de Justicia generó una Comisión de Reformas a la ley de concursos que integré con Rouillon entre otros. Criterios inconciliables, solo generamos un Proyecto de Concursos y Quiebras transfronterizo...

En esa vertiginosa actividad en numerosísimos Congresos, para esta ocasión recuerdo que en 1996 recalamos en Congresos en Madrid y Salamanca con Adriana Dreysin quien en ese viaje termina de perfilar su tesis. Trabajé sobre deuda externa¹²⁹ y el derecho de la organización, presagiando el drama que el capitalismo financiero generaba y apuntaba a un capitalismo empresarial. A su vez Adriana me invita en dos oportunidades a disertar en San Sebastián sobre organización empresarial y preconcursalidad societaria. Y ahora con Andruet al Master que dirige en la Blas Pascal.

En 2005 con Luis Moisset y Roitman en México, argumentamos para el “Congreso Internacional de Culturas y Sistemas Jurídicos Comparados”. Los continuos Congresos Internacionales de Academias –que se mezclaban con otros- nos tuvieron como actores con ensayos, el de Zaragoza¹³⁰ con la presencia importante de Zlata Drnas, el de ACoruña con la de Palmero, la de Asunción donde asumí una relatoría internacional, y recientemente el de Madrid con Cesano y Lascano con un ensayo sobre responsabilidad penal de sociedades. Abrevio, en 2007 la Academia me edita dos libros Relaciones de Organización y el Sistema Societario y Relaciones de Organización y Sistema de Contratos de organización. Y en 2010 el referido Perspectiva del Derecho de la Insolvencia.

Todo constituye el prelude de lo que pergeñamos en 2012 con Roitman y Manovil para el CCC y la nueva ley general de Sociedades, que cambio el sistema con alcances aún no concluidos de analizar, en orden a libertad y responsabilidad. Hace poco concretamos el Encuentro de Institutos de la Academia, que unió en la interdisciplina, dirigido con Marcela Aspell, quién también me introdujo en el Teatro de la Facultad y armó el recinto en la Facultad con mi Biblioteca, no solo libros, muebles y la computadora funcionando con cientos de ensayos no publicados o no, donde pueden verse mis ideas... Gracias Marcela, Feliz cumpleaños donde estés. Me jubilo en 2019 como abogado preocupado por los tiempos de la justicia, y dejo los tribunales arbitrales de la Bolsa en Rosario y Córdoba.

Ya estoy en el presente, con el Congreso del año pasado, siguiendo sembrando en la organización empresarial, del que dieron testimonio Juan Carlos Palmero y Orlando Manuel Muiño este año. Cierro recordando la hermandad con Ricardo Haro que inspiró -asi escribí- mis apreciaciones sobre la confiscatoriedad de las quítas concursales en caso de sociedades, que luego abordé con José Palazzo. Vínculo de 70 años, pues lo conocí junto con Ernesto Rey Caro y Alberto Zarza.

Estamos en la construcción de un sistema de relaciones de organización, personificadas o no, del engarce con la teoría general de la responsabilidad civil en ese lema de “Libertad bajo responsabilidad” que venimos levantando en Congresos y ensayos, que choca con un inexplicable aborde mayoritario de la crisis de las sociedades. Eso llevo en 2012 a escribir con Juan Carlos Veiga

¹²⁹ Ver Anexo III donde copio el ensayo presentado en 2005 en Zaragoza.

¹³⁰ Ver Anexo III.

“EL CONTRADERECHO¹³¹ o las costumbres contra legem de los procesos concursales de sociedades”, y así el pasado año en Roma diserté con una visión global de crisis las societarias y su abordó¹³², junto a nuestro correspondiente Angel Rojo.

Afrontamos tiempos de la Inteligencia Artificial. Frente a la educación universitaria del derecho se impone cuestionar el requerimiento estudiantil que señala “*Profe usted dicta, nosotros repetimos y nos aprueba*”, que tienta a algunos docentes. Sigo insistiendo lo que repito desde hace más de treinta años, hay que enseñar a pensar... a comprender textos y engarzar sistemas, como predicaba Fernando Martínez Paz en sus cursos de posgrado que compartí, porque sino comprenden textos, ni siquiera entenderán lo que les dicte la IA ... A este desafío sobre pedagogía e IA ha convocado la Academia y debemos dar respuestas.

Un sólido grupo asegura la continuidad del Instituto de la Empresa, con vínculos internacionales, nacionales y locales, con planes hasta 2037 donde ya asumimos la organización de un Congreso de Derecho Societario, antes en 2026 las Jornadas de Institutos y en 2030 el Congreso Concursal y de la Insolvencia.

Estoy comprometido en solidificar lo que se ha denominado la Escuela Comercialista de Córdoba y sus amigos, con la Revista electrónica Estudios de Derecho Empresario –cuyo último número puso en circulación ayer María Fernanda Cocco, Secretaria Académica del Instituto de la Empresa-; y continuando los conversatorios desde esta Academia, donde con discípulos y amigos abogamos por el análisis sistemático, no en el pensamiento único, aceptando la disidencia porque con ella se construye el derecho.... En libertad, pero bajo responsabilidad, en un mundo en crisis, en el que debemos actuar como facilitadores de los desarrollos con buena fe y acotando daños, con especial atención a los endeudamientos de los Estados o privados, atendiendo particularmente a nuevas formas de asumir emprendimientos y riesgos... Tengo claras definiciones sobre ello.

La interdisciplina es uno de los legados y logros de la Academia, con la semilla de sus Miembros de Número y Correspondientes, y la cosecha en sus Institutos locales y nacionales.

Hoy se impone reflexionar para el país, como mejorar la situación social....Inteligencia Artificial para dirigir al consumidor por precios y distancias, y ante las actividades que marginan la ley, mucho ayudaría imponer la moneda electrónica o digital estatal, sin descartar el circulante -pero sin imprimir más-, que eliminaría la evasión, controlaría la licitud de las transacciones, acotaría la corrupción y permitiría disminuir la carga impositiva y gastos operativos...Y desalentaría las pseudo monedas privadas, peligrosísimas...

Aquí, en la Academia, aspiraría a contar con 5 Miembros en la especialidad -como en el siglo pasado- y que con otras especialidades se cubriera los 35 asientos, ante el estado de salud de algunos y la propia realidad de estos nonagenarios, nosotros.... Ustedes decidirán, y gracias, gracias a todos por el aliento y el apoyo, gracias por seguirme confiando el Instituto de la Empresa junto al Académico José Fernando Marquez, gracias Ricardo Haro por haberme acompañado y tolerado tantos años, y a la Facultad por persistir designándome en la Dirección del Departamento de Derecho Comercial, gracias señor Decano Académico Guillermo Barrera Buteler. Lo importante es asegurar la continuidad de las instituciones para asegurar la eficiencia de sus objetivos, los personalismos no son buenos.... Gracias a la Mesa Directiva de la Academia por hacerme abrir el

¹³¹ Ver Anexo IV.

¹³² Ver Anexo V.

cofre de los recuerdos... Sin duda muchos recordarán otras cosas, otros viajes, Congresos, Comisiones, con gusto dialogaré sobre hechos o ideas. DE NUEVO MUCHAS GRACIAS.

ANEXO I:**ACADEMIA NACIONAL DE DERECHO Y CIENCIAS SOCIALES DE CORDOBA LA CONSERVACION DE LA EMPRESA por EFRAIN H. RICHARD Separata de tomo XXV de "ANALES" CORDÓBA 1986 "LA CONSERVACION DE LA EMPRESA" por Efraín Hugo Richard**

Hemos elegido este tema para la recepción del premio¹³³ con el que nos ha distinguido la Academia por varias razones:

Por ser un tema en el que han trabajado o hemos compartido trabajos con nuestros maestros, y por tanto se advertirán en nuestras hilaciones sus influencias.

Por ser un tema que conecta un interés interdisciplinario, congruente con el ámbito de los juristas que integran esta Honorable Academia.

Por la inquietud personal de entender que los momentos de la República han de centrar los esfuerzos de los juristas sobre estos temas.

Las connotaciones interdisciplinarias son claras, tanto en relación al derecho público y privado, en temas de control y participación del Estado y la convergencia de los intereses de los particulares que se conjugan en la Empresa, exigiendo nuevas respuestas del derecho laboral, la atención del derecho fiscal, y exámenes de tipo sociológico y apreciaciones axiologicas para en un enmarañado devenir poder descubrir los verdaderos valores y reconocer los simples medios.

Para rescatar esa apreciación interdisciplinaria del problema, proponemos dos recuerdos: de Garrigues exponiendo en el Instituto de Estudios Políticos de Madrid en el año 1962, donde concluía su exposición "La empresa desde el punto de vista jurídico" con las siguientes palabras: "Decía yo antes que para estas soluciones habla que moderar o templar el capitalismo, a fin de no ser arrastrado por nuestro mutuo enemigo común, que es el marxismo. Siempre es más inteligente ceder algunas posiciones cuando se corre el riesgo de perderlas todas. Y si la reforma de las viejas estructuras políticas parecen ser una cosa inevitable, preparémonos los juristas para poner a punto nuestros instrumentos, incluso para echar por la borda los instrumentos que ya nos parezcan anticuados e inservibles, a fin de poder dar a los economistas y a los sociólogos nuestra respuesta justa y exacta al reto de la empresa".

Y en 1975 en el informe del Comité de Estudios para la refgorma de la empresa presidido por Pierre Sudreau en el tema 8 "Prevenir las dificultades y ayudar a las empresas a hacerles frente", ese ex ministro de De Gaule expresaba: "El cambio de ambiente económico corre el riesgo de hacer más difícil la gestión de la empresa en los próximos años. Las transformaciones tecnológicas engendradas por la crisis de la energía y la evolución de los mercados internacionales conducirán a una sanción más rápida y más severa a los errores de la dirección. Las conversiones deberán ser más frecuentes y no tendrán éxito si no son decididas a tiempo. Las presiones ligadas a las políticas de lucha contra la inflación, en un contexto monetario, conmocionado, acentuarán las evoluciones coyunturales, a las que son particularmente sensibles las empresas en trance de conversión. Es un hecho que nuestra sociedad, alertada por ciertos conflictos recientes, tolera mal los despidos coleetivos, sobre todo cuando suceden en forma inopinada y ponen en grave situación a centenares o millares de trabajadores, lo que afecta a la vida de toda una colectividad".

Significada así nuestra concepción actual y el interés interdisciplinario del problema, centremos la situación en nuestra disciplina para marcar algunos principios.

¹³³ Comunicación del Dr. Efraín Hugo Richard al recibir el Premio Academia con fecha 21 de mayo de 1981

La irrupción de la noción de empresa en el derecho mercantil, ha obligado a reformulaciones sobre la materia comercial misma, sobre el sistema de organización jurídica de la empresa a través del derecho societario, sobre las dificultades económicas de la actividad empresarial en el derecho concursal y en todo lo referido a los nuevos sistemas y técnicas operativas por los nuevos contratos en empresa, en masa, normativos, con cláusulas predispuestas, nuevas formas como la transferencia del know how, el leasing, el underwriting, el factoring, la concesión, la licencia, las relaciones de agencia, la filial común, etc., además de los múltiples negocios en participación que hoy se engendran en la intercolaboración empresarial, sin ingresar a las diversas formas de agrupamiento societarios, aún no alcanzadas por el legislador. Así en la Exposición de Motivos de la Ley de Concursos se valora la conservación de la empresa en cuanto actividad útil para la comunidad y principio inspirador de la reforma mercantil en curso.

Resulta advertible la complejidad y multiciplidad de las relaciones patrimoniales que genera la actuación empresarial, como actuación de intermediación masiva y organizada que la tornan creadora de riquezas y conveniente de conservar cuando el sujeto que las practica cae en insolvencia, pues genera un colapso en cadena frente al incumplimiento masivo y por la interrelación en los financiamientos.

Como reconocimiento de la magnitud del problema, la doctrina, jurisprudencia y legislación reconocen el principio de la "conservación de la empresa".

Se esboza ya en un problema societario en 1919 con la causa Dodge c/Ford Motor Company, en un conflicto entre accionistas que querían cobrar dividendo y un plan social de expansión, fallado a favor de los primeros, marca uno de los primeros precedentes de la irrupción de la idea de la conservación de la empresa en el campo jurídico.

El derecho público se ha preocupado del tema a través de leyes de moratoria como la dictada en el año 1930 o de una mal llamada conservación de empresa para preservar la paz social, como lo fue la ley 18832.

Algunos autores señalan la existencia de un dogma, más que un principio, y Solari Brumana se refiere al tema como un "slogan" por la cierta insensatez con la cual el instituto es usado en la práctica.

Determinado el alcance e interpretación que se otorgue a ese "principio de conservación de la empresa" puede estar vinculado al concepto de empresa que se formule, tema controvertido como se expondrá.

La idea de empresa, o sea de lo que se intenta conservar o proteger, se muestra esquiva a los juristas, provocando el desaliento que, con gracia, describe Garrigues al decir: "Llevamos medio siglo cortejándola y todavía no hemos conseguido tomar posesión de ella".

La misma ley de concursos en la Exposición de Motivos y en los arts. 182, 186, 187, 189, 198, 199, 163, 310 (2 y 12), la ley de Contrato de Trabajo en las arts. 5, 6, 29, 30, 31, 64, 65, 225, 226, 227, 228, contienen normas de apreciación diversa sobre la empresa, sea conceptualizándola como una actividad de organización de medios o de los medios que la integran.

Ese desaliento que señala Garrigues puede estar vinculado a ese cuestionamiento axiológico al intento de apreciar las naturalezas jurídicas de determinados institutos en fórmulas tradicionales y rígidas que configura el análisis estático de la figura, en vez de avisorar sus efectos como forma dinámica de apreciación de la actuación de las relaciones jurídicas.

En este punto la clásica enseñanza de Asquini sobre los perfiles de la empresa, explicando que ésta se manifiesta como un fenómeno económico poliédrico que, jurídicamente presenta cuatro facetas: el subjetivo, el objetivo-patrimonial, el funcional y el corporativo, perfiles que Fernández Novoa encuadra en la dimensión subjetiva o dinámica o actividad del empresario, dimensión objetiva o estática como bien inmaterial producto de la actividad del empresario y dimensión interna o personal como comunidad de personas.

Es importante el encuadre para determinar el fundamento de la tutela del sistema normativo. En el perfil subjetivo o dimensión subjetiva, se pone énfasis en las posiciones subjetivizantes de la empresa, basadas en la fungibilidad del empresario, constatación que constituye el pivote de la doctrina institucionalista, que -como afirma Endemann- relega al empresario al plano de los servidores de la empresa, o como Rathenau -después de la primera guerra- sosteniendo, al advertir la desvinculación de la empresa con los accionistas, la doctrina "del interés de la empresa en sí", enfrentando la posición de que no puede atribuirse sino un interés a los individuos, únicos capaces de intención psicológica.

En igual sentido Dexpaz al referirse a la personalidad subyacente de la empresa, manifestada por su disociación respecto del empresario, personalidad que -sostenía- llegará a ser admitida por el derecho, considerando a la empresa como un sujeto de derecho naciente, que debe pasar por un delicado período de calificación jurídica antes de alcanzar con precisión sus contornos jurídicos de persona.

Se ronda también ese subjetivismo al equiparar sociedad y empresa, mediando alguna indefinición en los conceptos o en su juego. Si bien la empresa está presente en la noción misma de sociedad, como sujeto y como forma técnica de una actividad colectiva empresaria -conforme lo señalan Ferri y Polo- se puede llegar a soluciones diversas disociando los conceptos, pues la empresa puede conservarse sin perjuicio de la extinción del sujeto social.

Así las enseñanzas de Houin sobre la necesidad de disociar, en la quiebra, a la empresa de su empresario, conforme recoge la ley francesa del 67 y nuestra ley concursal.

Al referirse a la empresa como sujeto o a los intereses de la empresa, tal como se lo hace con frecuencia en el lenguaje vulgar, es solamente aceptable como metonimia o sinécdoque -como señala Anaya- como una forma elíptica de aludir al empresario o a los intereses individuales que convergen en la empresa.

Pero no advertir la impropiedad de personificar la empresa o adjudicarle intereses propios, puede conducir a conclusiones disvaliosas, tales como suponer que la conservación de la empresa es un dogma o una regla necesaria en todos los casos en que entre en crisis, por requerirlo la preservación de sus intereses autónomos.

Y a veces se la invoca como slogan para preservar el interés de algunos de los sectores afectados dentro del perfil o dimensión interna o personal, como comunidad de personas-que es otra forma de subjetivismo, corrientemente el sector laboral, sin advertir que este sector quedaría mejor protegido con otros medios que no la supervivencia forzada de una empresa obsoleta.

Transportadas estas apreciaciones a la conservación de la empresa dentro del campo del derecho societario, concordamos con la posición de Alegría, Anaya, Cámara y Quintana sobre que esa protección se logra en forma mediata a través de la protección del contrato, o del aseguramiento de la relación societaria, sustrayéndola de la tiranía de la mayoría o de la extorsión de la minoría. Para todos se asegura el cumplimiento de la relación contractual asociativa, defendiendo la autonomía de la voluntad creadora de la organización jurídica.

Conforme tal criterio, el derecho societario debe brindar adecuadas tutelas -y así lo hace- para que la sociedad pueda cumplir su objeto, elemento contractual en cuyo cumplimiento convergen y se subsumen los intereses individuales de los socios y que sirve para objetivar el mal llamado interés de la sociedad.

Esa disociación entre sociedad y empresa, apartando inclusive ésta del patrimonio de aquélla, permite distinguir entre los dirigentes que pueden ser alcanzados por su responsabilidad penal y patrimonial para satisfacer a los acreedores, y la empresa cuyo mantenimiento puede ser útil, conforme se conjuguen las soluciones en el Derecho Concursal.

Dentro de ese deslinde no preciso entre sociedad y empresa, se sostiene que la revolución en la empresa debe hacerse en el derecho societario (Garrigues: participación de los trabajadores, Galgano: dividendos mínimos). No hay duda que uno de los grandes problemas de la empresa argentina es no haber encontrado los medios jurídicos reales y prácticos (no meramente teóricos) de acercar capitales de riesgo a las sociedades y no el crédito bancario como capital de giro permanente, situación que ha llevado a cesación de pagos a un número aún no determinado de sociedades y personas que desarrollan actividad empresaria.

Quedan así dos perfiles, que consideramos vinculados entre sí: el perfil patrimonial y el funcional, que hacen a la relación hacienda o fondo de comercio.

Hemos detectado múltiples posiciones en torno a la relación hacienda y empresa. Mario Ghiron expresa "l'imprenditori sí, l'impresa sí governa, l'azienda sí ha", y Barbero -en otra posición- que la empresa no existe, sino que se la ejerce.

El análisis de la empresa como perfil patrimonial implica una teoría jurídica de los bienes organizados, negándose, en general, la existencia de un derecho real unitario sobre un bien "empresa".

Sin embargo, la fuerza de esa realidad económica constituida por la organización, cuya importancia patrimonial no se confunde con la que corresponde a la suma de los elementos integrantes, ya que su aptitud productiva le adiciona un valor relativamente mensurable (valor empresa en marcha, llave, aviamiento), obliga a su consideración como "bien".

Lo destacable es la denuncia sobre la insuficiencia de las categorías tradicionales para asumir la unidad orgánica de la empresa, siendo necesario pensar en nuevas proposiciones, como sugiere Ferrara sobre "la cosa compuesta funcional" basado en las organizaciones de cosas o de derechos en las universalidades de hecho con destino funcional, que hace a la aptitud productiva en sí de la organización empresaria.

El Código de Comercio de Honduras, siguiendo las conclusiones transmitidas de Ferrara, califica a la empresa como bien mueble, fijando que los bienes inmuebles que lo integren se registrarán por el medio de transferencia de estos bienes, lo que sigue El Salvador, recogiendo la posición del Código Francés que no incluye a los inmuebles entre los elementos constitutivos del establecimiento. Marcelo Rotondi hace jugar una vis atractiva e impone el sistema de los inmuebles a los muebles -cuando ambos bienes integran la empresa o el perfil patrimonial de la misma-.

Nuestra ley 11867 que excluye los inmuebles impone un sistema particular de transferencia para hacer oponible a terceros la transferencia de los bienes muebles e inmateriales -marcas, enseñanzas, emblemas y otros de derechos intelectuales- que nos lleva al concepto funcional, de bienes organizados conforme una función, un fin.

¿Qué bienes son los que integran la hacienda comercial y están sujetos al sistema de transferencia fijado por la ley 11867, cual es el elemento de valoración sobre la validez de las transferencias de bienes vendidos separadamente y que integran un fondo de comercio frente a terceros?

Entendemos que es el carácter funcional del vínculo de dichos bienes, o sea la unidad que integran y de la que no pueden disociarse una actividad organizada de un agrupamiento de bienes y derechos, hacia un fin productivo, de bienes o servicios.

En ese sentido funcional el Código de Colombia del año 1971 en su art. 25 expresa que: "Se entenderá por empresa toda actividad económica organizada para la producción, transformación, circulación, administración o custodia de bienes, o para la prestación de servicios", como la ley de contrato de trabajo argentino, art. 5°.

Ese es el criterio de nuestra ley de concursos que se refiere en los arts. 198 inc. a, y 199 a la empresa en funcionamiento, y en el art. 198 inc. b al conjunto de bienes "en caso de no haberse continuado con la explotación de la empresa".

Y si bien Ghindini afirma "decir que la empresa es actividad, es usar un término jurídico inapreciable, privado de consistencia", debemos advertir que la realidad económica -que tiene siempre un concreto reflejo jurídico- marca otro rumbo basado en la organización de los bienes que ya implica una actividad, y la actividad misma de esa organización de bienes.

Es que este parece un campo todavía insuficientemente elaborado, pues frente a las categorías del derecho civil, la actividad se presenta con una fisonomía desconcertante para la dogmática tradicional.

El derecho suele afrontar los estudios de actos disciplinados en su singularidad, estáticos, por lo que el instrumental tradicional resulta insuficiente o no idóneo para aprehender la fenomenología de la actividad, que constituiría -en todo caso- un hecho complejo.

El problema no resulta simplemente cuantitativo de la acumulación de actos, sino cualitativo del ordenamiento de actos hacia un fin; similar a la disciplina que estudia la existencia de la persona jurídica en orden a agrupamiento de diversos sujetos bajo un único patrimonio con finalidad común. Los elementos causales, de causa fuente y causa fin, deben revalorizarse en el estudio de la actividad como fenómeno jurídico de efectos relevantes para el derecho en su apreciación dinámica e integradora.

Por actividad debe entenderse una serie coordinada de actos (negocios jurídicos) tendientes a una finalidad común, como señala Ascarelli, a lo que debemos agregar que se manifiestan unitariamente en función del sujeto que los realiza y de su propio contenido.

Ese concepto funcional de la agrupación de bienes, permite determinar la finalidad del agrupamiento como elemento integrador de los medios materiales, inmateriales de organización empleados y califica cualitativamente esa organización como útil y tutelable o impropia, obsoleta o deficitaria.

Pero, así como debe potenciarse la conservación de la empresa en el derecho societario o en el derecho privado, permitiendo a la autonomía de la voluntad la creación o utilización de instrumentos de técnica jurídica que aseguren la perdurabilidad e integración del patrimonio, esa situación se colapsa ante el estado de cesación de pagos, que hace confluir múltiples intereses de quienes no necesariamente ejercitan titularidad sobre los derechos o bienes integrados en la empresa.

Ese estado, perfectamente regulado por la ley concursal, por cuanto allí la problemática se torna más compleja: al “no querer” jurídico se une un “no poder” jurídico y económico para cumplir las prestaciones comprometidas, y debe determinarse si el principio de continuación de la empresa es congruente con la finalidad de los concursos.

Cada autor aproxima su propia visión sobre la causa fin de la legislación concursal, como razón económica jurídica que guió al legislador conforme el requerimiento social para el dictado de esas normas, y el catálogo es extenso sobre esas apreciaciones.

Se oscila entre los acreedores y el crédito, sea concebidos individual o generalizadamente en los acreedores concurrentes, o en el crédito en abstracto; o en beneficio del deudor, o en ejercicio del derecho general de pignus sobre el patrimonio del concursado, o basado en el interés general de la colectividad, o en la tutela de la actividad económica sana, en asegurar una liquidación ordenada, o en la repartición del patrimonio bajo principios de universalidad de bienes y de acreedores, en igualdad.

Esa multiplicidad de opiniones conlleva -en cuanto asisten singulares razones a cada autor para sostener su tesis- a buscar un método distinto para encontrar ese valor, y el método puede encontrarse en la teoría de la bipolaridad de los valores. El antivalor en virtud del cual se formula la ley concursal: el estado de insolvencia o de cesación de pagos. El valor: eliminar la cesación de pagos, absolver de este estado pasa a ser un fin, o un efecto jurídico en sí mismo.

Se encuentra vinculada esa finalidad de absolver el estado de cesación de pagos al interés general de impedir que prosigan actividades en cesación de pagos, aumentando geoméricamente los perjuicios y los riesgos en la colectividad en que actúa.

Vivante expresa que todo establecimiento alimentado por el crédito es objetivamente una administración de capitales ajenos, lógico es que los acreedores soporten las pérdidas. ¿Los acreedores estimaron el riesgo? Deben soportar los riesgos.

La satisfacción de los acreedores y de la comunidad en general debe buscarse por un sistema distinto del tradicional: mantener viva la empresa, pues la insolvencia no elimina la empresa sino que mira el patrimonio de su titular, debiendo pretenderse que la empresa elimine la insolvencia en el medio, sea manteniéndola o no en el patrimonio de su original titular.

La crisis patrimonial no debe destruir la empresa, sino que reorganizada y reordenada -libre del peso de la masa pasiva del patrimonio del que formaba parte- haga desaparecer el estado de insolvencia y genere nuevamente riqueza multiplicada.

Por tanto es un valor positivo mantener la actividad económica organizada, productora de riquezas, en cuanto no genere nuevos conflictos, o sea cuando resulte económicamente apta o útil, una vez eliminados los problemas coyunturales que pudieran agobiarla.

Conforme esas conclusiones todo el proceso concursal debe dirigirse a la eliminación del estado de cesación de pagos, aplicando a ello todos sus institutos, en primer término, tratando de mantener la actividad económica generadora de riqueza, en segundo término, eliminándola si la actividad misma es generadora de ese estado de cesación de pagos. De ambas formas se habrá tutelado el evitar la existencia de la cesación de pagos, en un caso en una forma más valiosa: manteniendo la producción de riqueza, en el otro en una forma que no por eso dejará de ser valiosa: evitando la prosecución de una actividad generadora de conflictos en forma geométrica. Evitar lo malsano y extraer lo necrótico (sujetos, organización o bienes).

Por cierta constatación de una realidad, generada por prácticas abusivas o aplicación de viejas normas o principios, pese a los que actualmente campean en la legislación concursal, enfrentados en la aparente insuficiencia de la legislación para afrontar esa crisis de la empresa, los autores hablan en forma sustantiva y no en orden a normas procedimentales: de la "falencia de la falencia" (Cámara), del «Mito y realidad del instituto falencial que sólo sirve para poner en rojo a los acreedores», como sostiene Cotino, de la "Inaturalidad del fallimento" (Bonsignore), de la "La bancarota de la bancarota" (Bolaffio), de la "Esclerotización del procedimiento" (Provinciali).

Frente a ese panorama de desaliento en las soluciones de la ley concursal o sea la que concurre en el momento crítico del disvalor de la empresa, Pajardi sostiene que la empresa pertenece a todos: al empresario, a los trabajadores, a los accionistas, a los accionistas inversores, a los acreedores y a la población en general, por supuesto que con una apreciación sociológica, sin fundamento en la actual dogmática jurídica, señalando a su vez los intereses diversos de esos sujetos. De los tecnócratas la autofinanciación sin política de dividendos, del accionista el dividendo, del inversor, la cotización, de los trabajadores la mayor fuente de trabajo y productividad, y de la población la permanencia y arraigo en el medio de la actividad productiva.

La importancia de estas apreciaciones corporativas o colectivas lleva a conclusiones sobre "saneamiento de la empresa por cualquier remedio" como lo sostiene Lo Cascio a lo que se tiende peligrosamente, como slogan requiriendo desde soluciones jurídicas congruentes con otras posiciones, tales como la presentación de los acreedores pidiendo soluciones preventivas, favorecer las soluciones preventivas y reducir los requisitos formales para el goce de las mismas (como lo hacen las legislaciones de Grecia 56, Noruega 63, Australia 66, Suecia 70, la jurisprudencia italiana y alguna jurisprudencia nacional como la sostenida por la Cám. Com. de la Capital in re Coop. Crédito Centro Almaceneros), o sugiriendo otras soluciones cuestionables como estructurales, aunque puedan tener significación coyuntural, tales como: impidiendo la declaración de quiebra, impidiendo las soluciones preventivas e interviniendo el Estado, actuando siempre como liquidador el Estado.

En general esas soluciones corren hacia la estatización, y a un dejarse estar en largos trámites burocráticos que necrotizan aún más la muerta economía, pues no se advierte una reacción del Estado para obrar -por lo menos- con la diligencia e interés del empresario privado.

En Francia en 1967 se suscita una moratoria y reestructuración controlada, con intervención posible del Comité Interministerial de Arreglos de Estructuras Industriales, y normas del 74 que tratan de hacer compartir esa reestructuración a accionistas y Bancos.

En Holanda se organiza la Cámara de Empresas de la Corte con derecho de intervención y suspensión de resoluciones societarias.

En Italia se crea en 1971 la Sociedad Financiera de Gestión y Participación Industrial; en 1978 con garantía del Tesoro para las sociedades elegidas, sin control judicial y en 1978 otorgando 2 años de moratoria con control judicial a las que demuestren la posibilidad de sanear la empresa. D'Angelo cuestiona la primera por falta de control, arbitrariedad de los supercomisarios, exigiendo ese control contradictorio e impugnativo que otorga la sede judicial. Mossini cuestiona la segunda por la dificultad de la prueba como pronóstico. El Proyecto de 1978 intenta la intervención de Bancos en el financiamiento y recuperación de las empresas. También se solicita la posibilidad que el acreedor solicite medidas concursales, como en Francia en 1967 y el Proyecto Bianchi de Espinosa.

En nuestro país aún no se ha hecho uso a fondo de ciertos institutos concursales, como las integraciones patrimoniales activas y pasivas, no ejercitándose adecuadamente la suspensión de

acciones de contenido patrimonial -particularmente por la interpretación respecto a créditos laborales, prendarios e hipotecarios-, cuando no también en relación a créditos que deben ser declarados, sin comprenderse la revolución procesal que entraña la ley 19551 en búsqueda de un proceso, simple, contradictorio, múltiple en pro de la verdad y cosa juzgada sustancial.

La ineficacia concursal, las acciones de responsabilidad, la extensión de la quiebra, la complicidad, como formas integrantes del sistema de responsabilidad frente a los acreedores y de los mismos acreedores, no han sido aún eficientemente aplicadas. Al decir de Abadesa: la remodelación tiende a salvar la empresa, no a aquellos que deben sufrir la responsabilidad y riesgo de la insolvencia.

Los sistemas de acuerdos concursales y las formas liquidativas, que aseguren la “conservación de la empresa útil” en manos del concursado conforme la finalidad de los concursos o la separación empresa-empresario en las diversas formas liquidativas, la simplificación de procesos y tiempos, y el sistema de continuación transitoria de la empresa por el Síndico mientras tramita la causa, son medios de los fines que venimos exponiendo.

No pretendemos ninguna interpretación libre de la ley frente a la realidad social, en soluciones similares a las sostenidas por Alf Ros entre otros.

Simplemente requerimos de la responsabilidad de jueces y juristas, de abogados y contadores, un real descubrimiento de los principios orientadores de la legislación, que iluminan y tornan congruentes las normas en su globalidad, soslayando la posibilidad de interpretaciones literales aisladas, repudiadas por los mismos defensores de la interpretación objetiva literal de las leyes, para asegurar la conservación o recuperación de la “empresa útil”.

El momento actual, que puede potenciarse en el futuro, obliga a los juristas, interdisciplinariamente, a un cuidadoso enfoque del problema, para eventuales reformas legislativas.

Una apreciación sociológica de la situación puede dar luz a los reales problemas que deban afrontarse.

Una apreciación axiológica deberá determinar los verdaderos valores que, en forma finalística deberán tutelarse, particularmente en determinar que la empresa privada como tal no es un valor en si mismo, que incluso puede autodestruirse en una competencia imposible con factores extranacionales, sino que implica un valor de servicio para la libertad de una comunidad y de sus hombres.

Una apreciación política, como diagnóstico y prospectiva estratégica, de la necesidad de la conservación de la empresa útil y de las razones de Estado que pueden impedir que la empresa realice una actividad eficiente, que normalmente se encuentran ligadas a problemas económicos, financieros y que comprometen a estas disciplinas en el análisis global de la cuestión, el mismo reordenamiento del Estado y sus células como complejo empresario.

Un apoyo del derecho público para que sirviendo las conclusiones políticas asegure la subsistencia de las empresas útiles, o permita que las empresas puedan ser realmente útiles y la organización de las mismas no sea una quimera ante la organización pública del Estado, no en la competencia de las mismas -lo que no es un problema en sí- sino restándoles potencialidad competitiva con sistemas agobiantes de trámites, superposición de los mismos o de impuestos y altísimos tributos.

Esa es la responsabilidad que el momento impone a los juristas, pues no es de descartar próximos hechos que afecten las relaciones jurídico-económicas en forma inusual, obligando a la Nación, en orden directo a la conservación de la empresa, a convocarlos a resolver esa problemática para solucionarla, una vez más a través del derecho, fijando normas de desarrollo y convivencia social, que aseguren los valores de libertad y justicia.

Quizá deba decirse, una vez más con Garrigues -como lo hiciera en el año 1969- “Y si la prudencia debe ser la característica de los hombres de derecho, procuremos nosotros prestar nuestra ayuda a soluciones evolutivas, huyendo de peligrosas improvisaciones”.

ANEXO II:

CONFERENCIA DE APERTURA DEL PRIMER CONGRESO ARGENTINO-ESPAÑOL DE DERECHO MERCANTIL “LAS SOCIEDADES COMERCIALES Y SU ACTUACION EN EL MERCADO” - VALENCIA, ESPAÑA, 19, 20 Y 21 DE SEPTIEMBRE DE 2001 donde también presentó una ponencia sobre sociedades comerciales y personalidad jurídica “Allanamiento, desestimación e inoponibilidad de la personalidad jurídica. Responsabilidad de los integrantes de los órganos de administración. Responsabilidad de los controlantes” (Una propuesta metodológica). Versión desgrabada de la conferencia de apertura del Dr. Efraín Hugo Richard¹³⁴

Señora Secretaria General de la Universidad, Señor Decano y Señor Secretario de la Facultad de Derecho, Señores Directores del Primer Congreso Argentino – Español de Derecho Mercantil.

Mi reconocimiento por el honor conferido al imponérseme esta comunicación de apertura, que sin duda lo es a la Universidad Nacional de Córdoba, con su centenaria tradición nacida de la cultura jesuita.

Lleno de emoción en este imponente e histórico ambiente que llama a las tradiciones, los desilusionaré no leyendo una erudita conferencia como marcan las reglas, sino con las espontáneas meditaciones que me genera el temario tan inteligentemente propuesto para este Congreso ante los acontecimientos que vive el mundo.

Quiero formalizar un recuerdo a un extraordinario jurista, como lo fue Manuel Broseta Pont, con quién me encontré aquí en el mismo otoño de 1991, para arribar a este Congreso Internacional desde el Derecho Interno, haciendo un poco de historia. En 1975 me encargaron la realización de un Congreso de Derecho Societario, que inició una tradición, y que se reeditó nuevamente en Córdoba en el año 92. Para su organización en el año anterior realicé un periplo por España, visitando Madrid, Sevilla y esta Ciudad de Valencia, donde tomé contacto con aquel ilustre Catedrático, junto a otros, El Congreso del 92 se realizó con asistencia de 32 profesores extranjeros, entre ellos Embid Irujo, junto a otros juristas españoles. Broseta Pont me había expresado su decisión de acompañarnos, pero un acto terrorista nos privó definitivamente de su iluminada doctrina, aunque hoy nos preside con el Departamento de Derecho Mercantil de esta Universidad de Valencia que ha organizado el evento académico y que lleva su nombre.

La unión fue intensificándose actuando Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, Rosario y Tucumán como centros.

En el 94 me acerqué con más intensidad a Valencia y Castellón apoyado por Embid, donde me reencontré con Profesores hoy presentes. La gente joven fue uniéndose a esos grupos y tomando roles protagónicos.

Las vinculaciones en sucesivos Congresos y Cursos se reforzaron a través de la Revista de Derecho Comercial y de las Obligaciones, cuya subdirección comparto con Luis Velasco San Pedro; en el Congreso Iberoamericano de Academias de Derecho que organicé en Córdoba en el año 1999, con la vinculación a las mismas y a la propia de Córdoba de numerosísimos españoles como Correspondientes o Miembros de sus Institutos, muchos hoy aquí presentes.

¹³⁴ Profesor Emérito de la Universidad Nacional de Córdoba (Argentina), Abogado y Doctor en Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Nacional del Litoral, Doctor Honoris Causa por la Universidad Nacional de Tucumán, Doctor Honoris Causa por la Universidad Católica de Salta, Académico de Número de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, de la que es Director de su Instituto de la Empresa.

A mi entender una conferencia de apertura debe tratar de escudriñar aspectos en los temas sobre los que se ha convocado en este Primer Congreso Argentino-Español de Derecho Mercantil, o sea sobre “Las sociedades comerciales y su actuación en el mercado”, aspecto que tiende al análisis del delicado equilibrio que debe tener –como recurso técnico jurídico- el nacimiento de un centro imputativo autogestante cual es una sociedad, sea que se le reconozca personalidad jurídica o cierta subjetividad.

Ese centro imputativo, formidable herramienta jurídica del hombre para actuar en el mercado con simplificación de relaciones jurídicas, concentración de capitales y organización empresaria, está sujeto a ciertos equilibrios que son los que motivan las temáticas de tres días de trabajo.

Previamente a referirme a ellas, dos líneas de reflexión en torno a aspectos metodológicos o sistemáticos del derecho en general y particularmente del de sociedades:

En primer lugar, lo genérico en torno a Economía y Derecho, constituyendo éste el orden del orden social, a lo que se debería unir la técnica, las Ciencias Económicas para generar y distribuir la riqueza, devolviendo lo financiero a su posición accesoria ante la economía. La seguridad jurídica está determinada por la estabilidad de las normas y su simplicidad para disminuir los costos de la mediación jurídica. Propugno una Economía del Derecho, al decir de Santini: un sistema con menos leyes, pero más efectivas, apartándonos de las insidias del método del análisis económico del derecho como señala José María Gondra, introduciendo en el derecho privado, creado para reglar las relaciones de cambio, aquellas que correspondan a las de las relaciones de organización, para estimular la creación de riqueza y no la mera especulación financiera. No se trata de cambiar el sistema, sino de encuadrarlo ante el descrédito actual. Aspiramos acotar la acción de los tecnócratas economicistas para apuntalar la democracia, no delegando el poder a la economía.

En segundo lugar, lo específico: afrontar la sistemática de las relaciones de organización para configurar técnicamente esa parte del orden del orden social, bajo la reiterada advertencia de que los grandes sistemas del derecho privado han sido construidos desde las relaciones de cambio, y las normas en torno a aquellas relaciones aparecen asistemáticamente introducidas desde el derecho de las sociedades por acciones.

Por ello la necesidad de construir sistemáticamente el orden de los centros de imputación de derechos y obligaciones, gestantes y autogestantes, como las sociedades y los fideicomisos, desde la personalidad o la patrimonialización como técnicas de imputación; una teoría del acto colegial colectivo y del fenómeno grupal.

Justamente desde el fenómeno grupal se advierte la globalización jurídica y económica, donde sociedades escapan a las regulaciones del derecho interno, entrelazándose y participando desde nuevos sujetos de derecho creados por la autonomía de la voluntad.

Esa globalización del grupo lleva a afrontar la concurrencia a través de leyes de competencia, permitiendo observar la limitada soberanía y aplicación del derecho interno, que tornan fútiles las discusiones sobre la construcción tipológica local, sobre el accionar de las sociedades extranjeras, particularmente al producirse problemas que tornan aplicable las teorías sobre la extensión de la imputación o de la responsabilidad, sea que exista o no concurso del deudor local.

Específicamente en relación a los tres temas que nos convocan, el tercero es el que primero aparece en la historia de las sociedades: los conflictos societarios, que tienden a asegurar el equilibrio interno, recomponiendo su funcionalidad y limitando la judicialidad.

El segundo tema, el de la limitación de responsabilidad o acotamiento de la imputabilidad, resguardando el uso funcional del recurso técnico. No es otra cosa que aspectos del control

societario, de la “corporate governance”, de los códigos de ética y del análisis de normas penales en torno a las falsas comunicaciones sociales, a la distracción de fondos sociales en beneficio de terceros, el ocultamiento de fondos extrabalance, a la información a minoría e inversores, o a la falta de convocatoria a asamblea por pérdida de parte del capital social que hace a una adecuada dotación, u otra causal de disolución.

El tema no es extraño a la existencia del “shadow director” como las personas que habitualmente imparten instrucciones o directivas a los administradores, en todas o algún área específica de la actuación de la sociedad, con la caracterización que se ha profundizado en la sentencia del 21 de diciembre de 1999 de la Corte de Apelaciones de Londres por el Juez Morrit.

Sin duda en los próximos tiempos la figura de la “inoponibilidad” podría extenderse a otros sistemas de limitación de responsabilidad como es la técnica de patrimonialización a través del fideicomiso, cuando encierra fines de abuso de derecho o de fraude a terceros. No será extraño a ello, y vinculado al punto siguiente la responsabilidad del administrador de fondos fiduciarios o de inversión, y ya no en el aspecto interno frente a los inversores, sino frente a las sociedades participadas. Se extiende también a los grupos institucionales particularmente en torno a la responsabilidad y rol de los gestores. En Estados Unidos la Court of Chancery de Delaware el 17 octubre 2000 en tema de “class actions”, decidió poner la unidad del caso en manos de los dos máximos inversores institucionales convocados al juicio, lo que califica su influencia.

El fenómeno grupal, de la concentración empresaria, de las O.P.A. genera la actividad contigua, configurando lo que me permitiría describir como el escenario de la guerra moderna, de carácter eminentemente financiero.

Respecto a los acuerdos externos entre sociedades, o sus reorganizaciones, en cuanto puedan afectar al derecho de la competencia, a otras sociedades o a terceros genéricos, Argentina tiene una ley sobre concentración económica, y el Poder Ejecutivo ha normado el Régimen de transparencia de la Oferta pública por Decreto 677/01, que soslayó el sistema legislativo, introduciendo previsiones de “transparencia de la oferta pública” a través de preceptos que sugieren conductas, y el otorgamiento de acciones derivadas, como así la adquisición-venta recíproca de participaciones minoritarias, habilitándose la información electrónica, a la que pueden acceder todos los accionistas.

En Italia, en materia de competencia en la concentración Telecom Italia/Sean Pagine Gialle, el 27 de julio de 2000 y para asegurar la transparencia en el mercado de las telecomunicaciones a través de Telecom Italia, se condicionó la fusión al cumplimiento de severos requisitos, que supuestamente se cumplieron, para despertar en julio del corriente año con el conocimiento de cuestionables aspectos que han dado a intervenir a la justicia del crimen.

En todos los casos se trata de asegurar una ética de la genética y funcionalidad societaria. La libertad de creación de nuevos entes debe estar sujeto a reglas de eticidad y de responsabilidad. Esa ética, como anticipábamos, ha de dirigirse también hacia los administradores de fondos de inversión, tanto en la forma de realizar la inversión misma, como en la conducta en las asambleas posteriores, apoyando a los grupos de control.

Así, en Inglaterra desde 1999, a partir de los informes Cardbury y Bradbury, una Comisión trabaja en Inglaterra creada por el Department of trade and industry, que ha presentado “Modern Company Law for a competitive economy. The strategic framework: General Meeting and Shareholders communication, Company Formation and Capital Maintenance Reforming the Law Concerning Overseas Companies”. Un nuevo documento publicado en marzo del 2000 sobre el “Corporate governance” atiende a los deberes y responsabilidad de los administradores, y a los poderes de la minoría, balances y derechos de información. También atiende a las pequeñas y

privadas compañías. Otro publicado en noviembre del 2000, una segunda parte: grupos de sociedades, reorganización societaria, reformas y disciplina de las sanciones.

Quizá el desafío frente a la globalización –en gran parte limitado a lo económico- es tener presente que la “sociedad” es un instrumento económico, y que no afecta su desarrollo asegurar la publicidad para los terceros, permitiendo que puedan conocer quiénes son los verdaderos titulares o responsables de las sociedades constituidas en el extranjero, particularmente en paraísos fiscales, para que las mismas no sean los instrumentos anti éticos, mientras se limita a asegurar la ética de las compañías nacionales.

Los cambios son continuos, pero las estrategias para el control innovan continuamente.

Finalizo, quizá fuera de contexto, no pudiendo dejar de referirme conforme el compromiso con la realidad, que hoy nos encontramos reunidos en este Congreso profesores de universidades españolas y argentinas, con la misma vocación, mientras en nuestro país se genera cierta xenofobia a lo español. El “leverage by out”, una de esas formas de ingeniería financiera para adquirir control, se aplicó ilegalmente en el caso de Aerolíneas Argentinas, que se encuentra en cesación de pagos desde julio de 1992 merced a ello, perjudicando notoriamente la participación de los trabajadores y del Estado argentino, y de la empresa misma, en beneficio de inversores privados, obligando luego a ayudas económicas a los Gobiernos de ambos países, y a un estado de desconfianza a nacionalidades y a otras inversiones.

Tengo muy claro en torno a esa xenofobia, que porto de segundo apellido Ferrer, que ningún cuestionamiento hay a personas o a instituciones, y que el conflicto es justamente por el abandono del derecho, por la corrupción que se generó por parte de operadores internacionales –incluso argentinos- apoyados por la incapacidad o corrupción de los políticos en la entrega de bienes y servicios. No se podrá superar ese estado de desconfianza mientras no se apliquen los instrumentos que brinda el derecho para la investigación profunda de lo acaecido. Sólo así se podrá restablecer el respeto a las inversiones serias.

Y ese escenario de la guerra moderna, donde lo financiero de accesorio de lo económico ha ocupado un papel principal que desequilibra, se advierte particularmente ante el terrible ataque terrorista a la población civil de Nueva York, que sin duda tuvo apoyos de empresas o de fondos amparados en el anonimato, que financiaron desde las sombras ese atentado a la humanidad.

Venimos hablado de códigos de ética en torno al gobierno de las empresas, y contemplamos anonadados en el mundo la total falta de eticidad por las maniobras de lavado de dinero, ruptura desleal de la competencia a través de la corrupción por parte de empresas privadas a funcionarios gubernamentales, aumentando la sectorización económica que ha llevado a Henry Kissinger a prevenir sobre la inexistencia de fronteras para masas hambrientas, sugiriendo junto a George Soros la aceptación de la tasa Tobin (Premio Nobel de Economía) para paliar los daños generados por los capitales golondrinas.

No hay duda que se ha producido una globalización informativa, inclusive secreta, como la que publicita Estados Unidos como ley de guerra sobre la posibilidad de conocimiento de todas las comunicaciones, al mismo tiempo que sus Comisiones del Congreso informan en el mundo de las conclusiones sobre lavado de dinero con participación de bancos locales. Pero también conocemos, paradójicamente, la oposición el pasado año –particularmente del senador Phil Gramm con el apoyo de la industria financiera- al dictado de una ley que impidiera el acceso al mercado financiero estadounidense a los países y bancos extranjeros que no cooperaran en las investigaciones sobre lavado de dinero.

Ante ello y para combatir el terrorismo, y también otras formas de delincuencia, la globalización informativa debe permitir terminar con el mito del secreto bancario o del secreto accionario, para acotarlo a una mera reserva financiera, que permita globalmente a las autoridades conocer quienes aplican fondos a fines indebidos u obtienen financiación ilícita a través del sistema globalizado del “back to back”.

Pero no podría terminar sin señalar cual debería ser el rol del derecho mercantil ante el actual estado de cosas. El mensaje, a mi entender es volver al viejo corazón del Derecho Mercantil: a la justicia rápida para recomponer los repartos, y a la aplicación de los usos y costumbres como lo que es debido y justo. Volver a la eticidad de las relaciones contando con toda la información necesaria y en resolución rápida, para no hacer del derecho una fachada formal en la que se encubran los poderosos que actúan ilegítimamente, rompiendo la competencia y corrompiendo, con aumento de la sectorización social que atenta contra la seguridad global.

Invito a los asistentes a este Congreso a trabajar en ese orden de ideas dentro de los temas específicos de la convocatoria, en ánimo de colaborar, desde estos recursos técnico jurídicos a alcanzar el orden social que todos anhelamos.

ANEXO III:

CONGRESO IBEROAMERICANO DE ACADEMIAS DE DERECHO - Zaragoza 2005 - PROBLEMÁTICA DE LA DEUDA EXTERNA Y LA MUNDIALIZACIÓN FINANCIERA - Efraín Hugo RICHARD¹³⁵

*“... la realidad no es así, la realidad esta así.
Y está así no porque ella quiera.
Ninguna realidad es dueña de sí misma...
nuestra lucha es por cambiarla y no acomodarnos a ella...”*
FREIRE, Paulo - *El grito manso*.

I – PRÓLOGO. La comunicación del Presidente de la Academia que integramos, resulta una magnífica introducción de la elemental que formalizamos de seguido, configurando una visión socio económica del fenómeno que asola a la humanidad y que destacó Joaquín Estefanía, ex director del diario El País de la Nación anfitriona: *“Un fantasma recorre el mundo: el de la enfermedad moral del capitalismo, que arrasa su legitimidad. Los ciudadanos han visto desnudar la codicia, la avaricia, la desigualdad, la exclusión, sin velos de ningún tipo”*

Los aspectos dkelógico o axiológico, como el sociológico o político social, quedan así cubiertos, por lo que centraremos nuestra atención en algunos aspectos económicos o normológicos.

Esbozada la teoría del conflicto, no aparece la posibilidad cercana de una cíclica alteración de los roles –como sería natural-, por lo menos en relación a países de África Asia e Iberoamérica. Aunque quizá se cierne sobre la Tierra los riesgos de una debacle generada por la extrema marginación y sectorización económica, como así también por los excedentes financieros.

Desde el año 1994 nos preocupan estos temas¹³⁶, anticipando el desastre en los sistemas productivos nacionales generados por la mundialización financiera y una política interna exclusivamente monetaristas. Mientras denunciemos esa situación, incluso respecto a la imposibilidad de pago de la deuda externa, nuestros gobernantes seguían endeudándose alegremente transfiriendo el problema a futuros mandatos, y los intermediarios financieros que cobraban jugosos honorarios seguían acercando a incautos inversionistas engolosinados por los altos intereses. No obstante ello, la crisis continúa en nuestro país, al igual que otros, pues se intenta regular la economía en función de normas de los países del primer mundo –aplicadas por organizaciones o jueces del mismo-, que no atienden a las situaciones locales, agudizando la marginación, imponiendo soluciones coyunturales de tutela social y cuestionando cualquier vía a favor de los excluidos o marginados en torno a una mejor distribución de los repartos.

Desde el 2001 avizoramos una crisis del sistema financiero mundial¹³⁷, y las Academias tienen la obligación de advertirla y lanzar soluciones, por lo menos para acotar los efectos nefastos.

La mundialización centra la atención en lo financiero, reservando lo productivo para los países del primer mundo, conscientes que la pérdida de trabajo destruye el orden social. El hambre y la

¹³⁵ Académico de Número y Tesorero de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, Presidente de la Comisión Organizadora del Congreso de Academias Iberoamericanas de Derecho realizado en Córdoba, República Argentina, en 1998.

¹³⁶ En los trabajos que reseñamos en nota 6 y las anteriores comunicaciones en Reuniones Conjuntas de Academias.

¹³⁷ Nto. *Realidad, Economía y Derecho* en libro colectivo “Política, Economía y Derecho” de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, Córdoba 2005.

desesperanza parecen la contracara de obligaciones del Estado moderno: buena alimentación, buena salud y buena educación para el desarrollo de los pueblos, que de no quedan condenados de antemano a la pérdida de su libertad.

Pero la falta de normas de aplicación mundial, en beneficio de todos los habitantes del planeta, hace confundir sobre la validez de las normas que se pretenden aplicar, aceptándolas por si mismas y no por los fines que realmente tutelan.

Lo expresado pone en duda a la economía como ciencia. Ello por cuanto aparece en la vida social con pragmatismo acientífico y anti ético, en la idea de lo utilitario como desviación economicista, y no de la creación de riqueza para atender al solidarismo social. La economía es considerada como una actividad humana destinada a la producción de ciertos valores de utilidad. Por eso la ontología de la economía es una de las llamadas ontologías regionales. Como lo producido son valores, la ontología en cuestión se yuxtapone a una axiología o teoría de los valores útiles, y en ocasiones a ciertas partes de la antropología filosófica. En tanto como objeto de una epistemología de las ciencias naturales, la economía es considerada como una actividad humana sometida a ciertas leyes de acuerdo con las cuales tiene lugar la producción de bienes, su distribución y su consumo. Tal epistemología alcanza sus mayores triunfos cuando prescinde, en la medida de lo posible, de factores históricos, o históricos psicológicos, y se refiere a la actividad económica que tiene lugar en sociedades cuantitativamente importantes y relativamente niveladas.

No pretendamos ser revolucionarios ni conservadores, sólo abogados. La teoría neoliberal predica el equilibrio fiscal, pero la práctica neoliberal produce un desequilibrio colosal. Es una ideología totalmente falsa que tiene su origen en el siglo XVIII del hombre posesivo que lucha por su felicidad a través de la racionalidad. Cuando la gente vota contra el esquema, se dice que la gente vota a “demagogos y populistas”. Referido al proceso argentino en los últimos años, se sostiene que “Tuvo sus características propias, pero formó parte de un movimiento más amplio que practicó formas criminales de la economía basadas en las armas, la droga y los procesos de privatización extremadamente dudosos”¹³⁸.

II - SÍNTESIS.

1. El sojuzgamiento entre países genera un efecto pernicioso, quizá no deseado, la destrucción del sistema productivo, un endiosamiento de lo financiero, que de accesorio se considera antinaturalmente principal, y un ahondamiento de la sectorización económica, con desocupación y devaluación del valor del trabajo, en neta evolución anticapitalista, que supone el mercado con plena ocupación y salarios dignos.

Pretendemos poner la atención de los juristas en ciertos abusos de la mundialización financiera y las técnicas jurídicas que podrían paliarlas, particularmente poniendo al hombre común, al ciudadano del país endeudado, víctima de conductas abusivas, como un protagonista.

Se impone a nuestro entender una mirada a la realidad dolorosa que se observa, los desequilibrios, sectorización o marginación económica y jurídica que atenta contra los derechos humanos, contra la visión humanista de los que vemos en el derecho un elemento para la convivencia y no para la dominación.

¹³⁸ DOS SANTOS, Thetónio, sociólogo brasileño autor del libro “La teoría de la dependencia”, en entrevista publicada a pág. 98 de la Revista Noticias del 26 de julio de 2003.

La mundialización financiera existente permite determinar que hay demasiados capitales disponibles en el Mundo, pero quizá no las suficientes inversiones productivas.

Con las reflexiones que formalizamos no queremos referirnos a la deuda externa argentina, y menos aún al proceso de canje de títulos o los avatares de recursos de acreedores, sino a la proyección de esa deuda para el desarrollo de los pueblos, y particularmente a auspiciar la formulación de una recomendación.

2. La futura deuda externa se debería plantear como negocio en participación, o sea como capital de riesgo, pero participando en los resultados positivos del negocio. El riesgo del inversionista es el capital que arriesga y no más. De esa forma se financiaría seriamente y no simples aventuras políticas o déficit fiscal como hasta ahora. Incluso se ayudaría a determinar la existencia de inversiones productivas, o el perfeccionamiento y desarrollo de las mismas.

Así se justificaría el rédito de la inversión financiera, pues la actividad financiera no produce réditos en sí misma sino cuando acompaña como accesorio que es a la actividad productiva, única generadora real de riqueza, aunque nos haya hecho creer lo contrario, y así estemos.

III - DEUDA EXTERNA Y DESARROLLO HUMANO

1. Comenzamos el tercer milenio con una victoria, un triunfo absoluto en todo el mundo del capitalismo como forma posible de organización económica, fundamentado siempre sobre el mismo sistema institucional, la libre fijación de los precios en el mercado y la libre propiedad de los medios de producción; los derechos humanos, y en primer lugar la libertad de conciencia; la evolución progresiva hacia la separación de poderes y la democracia. Permitiendo así la consolidación del tan mentado proceso de globalización económica.

Pero lejos ello de generar el crecimiento económico o el desarrollo global de la humanidad saneando las diferencias existentes entre países pobres y países ricos, solo ha contribuido a profundizarlas aún más, llevando a una cada vez mayor parte del planeta, tal el caso de América Latina, gran parte de África y en algunas zonas de Asia, a condiciones de vida en constante deterioro, donde el crecimiento económico (uno de los paradigmas del capitalismo), es inexistente o nos atreveríamos a decir inalcanzable por sus altos niveles de endeudamiento y por las cuentas de sus balanzas de pagos permanentemente negativas.

Para afrontar el pago de los intereses o servicios de la deuda pública externa, los gobiernos suelen declarar la emergencia económica, con una cuestionable "ética de la restricción" que impone límites al financiamiento de la educación, salud y seguridad social.

No dudamos que un cambio pasa por lo ético, intentando eliminar toda manifestación de corrupción e ilegalidad, como así también en la valoración axiológica de lo afectado por las restricciones, cuestionando los intentos de los Poderes Ejecutivo o Legislativo de eliminar el control de los afectados unilateralmente en sus derechos, con medidas que no alcanzan a todos los sectores equitativamente, lo que debe ser judicialmente asegurado¹³⁹. Los gobernantes deben dar ejemplo en la restricción que se intenta transferir a las retribuciones alimentarias.

¹³⁹ Suprema Corte de Justicia de la Provincia de Mendoza (R. Argentina) voto de la Profesora Dra. Aida Kammelmajer apuntando: "La emergencia debe ser grave, porque no cualquier crisis es una emergencia, pero no se exige que la situación se presente como repentina o imprevisible... La emergencia que puede legítimamente pretender ser oída y atendida es aquella que lo es de la sociedad; no ha de confundírsela con la que puede haberse producido por acción o por omisión, por error, por incapacidad o por mala fe de quienes gobiernan... La utilización de emergencia no aleja sino que acentúa el

2. El contexto de la economía internacional, con países ricos, acreedores (o con población acreedora) y países pobres, deudores, viene a agudizar las situaciones de crisis de los países pobres, perdiendo así la capacidad de dar solución, ni tan siquiera a los problemas coyunturales que se les plantean en lo económico, lo social y lo político. Son cuantiosos los esfuerzos y los estudios realizados al respecto, fundamentalmente el trabajo de la CEISAL, tratando de mostrar las causas, los efectos, las posibles defensas de los países deudores y proposiciones de solución con resultados, por lo general, muy poco productivos.

Ello nos lleva a insistir¹⁴⁰ sobre que la deuda externa es un problema preeminentemente económico, pero fundamentalmente es un hecho social sumamente complejo que, como tal, presenta distintos aspectos de una misma realidad, exigiendo, al ser tomado como objeto de estudio un análisis interdisciplinario por parte de las ciencias sociales, realizando de esta manera una apreciación integral del mismo.

La ciencia jurídica, generalmente, realiza el análisis desde una perspectiva normativa pura y exclusivamente jurídica, las más de las veces abordando aspectos normativos restringidos, limitándose a lo formal, contingente o dogmático del Derecho Positivo -derechos del acreedor y límites de su pretensión-, olvidando incorporar al análisis la relación existente entre la norma jurídica y la realidad social (hecho social). A ese mismo hecho social que normará, regulará y encausará en pos de un determinado objetivo teleológico, sólo lograble con una adecuada interrelación con el resto de las ciencias sociales. Así, la ciencia jurídica al estudiar el fenómeno económico, o sea su base fáctica, no solo ampliará su sustento epistemológico sino que también le permitirá contribuir a cumplir con el fin axiológico que les da vida: el bienestar común y la distribución de la riqueza¹⁴¹. Más en el tratamiento de la deuda externa donde una de las partes es un país subdesarrollado o en vías de desarrollo con complicados problemas sociales, donde las soluciones son coyunturales y se limitan a diferir pagos mientras agravan el conflicto y la deuda.

No hay crecimiento sin crecimiento social y se da la paradoja de que mientras se festejaba el cincuentenario de la Declaración de los Derechos Humanos, se afecta también el factor cultural que aparece ligado, al igual que otros, a la "globalización económica", que tiende a generar situaciones más complejas, pues mientras se declaman derechos de tercera generación¹⁴², se hace cada vez más difícil el acceso a la justicia y dudosamente se respetan los de primera generación para quienes no

control de constitucionalidad...La ley de emergencia no podría frustrar un derecho constitucional, pero sí podría suspender su goce, de modo razonable....*La ley de Consolidación distingue, sin razón valedera, deudas internas y externas*, deudas en la que medió controversia y aquéllas en las que no existió; deudas corrientes y no corrientes, etcétera..." (in re: Merga, Fernando c/ Municipalidad de las Heras, Sala 1º 15.2.94) JA 1994-II-486.

¹⁴⁰ Ntos. *DEUDA EXTERNA Y MERCADO* –también con Emma Mini de Muiño- que fueran presentados: al II Encuentro Internacional de Economía, libro *La Argentina Contemporánea*, Ediciones C.I.E.C., año 1995, Córdoba, Argentina. - *CRECIMIENTO ECONÓMICO, DEUDA EXTERNA Y CRECIMIENTO SOCIAL*, Revista de la Facultad, de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la U.N.C. –*DEUDA EXTERNA Y MERCADO*, IL Debito Internazionale Tai del II Convegno, 25-27 Maggio 1995. – *CONTRATOS DE COLABORACIÓN Y BALANZA DE PAGOS*, III Forum Universitario sobre MERCOSUR, Campo Grande-Brasil, septiembre de 1995, Universidad Federal de Mato Grosso Do Sul. –*DEUDA EXTERNA, INVERSIONES Y DESARROLLO*, IV. Coloquio América Latina – Europa, Madrid, España, 24 y 25 de junio de 1996. –*DEUDA EXTERNA Y SUBDESARROLLO*, I Congreso Europeo de Latinoamericanistas - Deuda Externa y Derechos Humanos, Salamanca, España, 26 y 29 de junio de 1996. –*DEUDA EXTERNA, POBREZA Y DERECHOS HUMANOS*, II Congreso Nacional y I Congreso Latino Americano de Derechos Humanos, 15,16 y 17 de agosto de 1996.

¹⁴¹ "El objeto de la Ciencia Jurídica debe ser el estudio del sistema normativo objetivado, interactuando dinámicamente con la realidad social" LOPEZ GODARACENA, Oscar A. *Deuda Externa (Análisis Jurídico)*, Ed. Depalma, Bs. As. 1994.

¹⁴² Clasificación realizada por Karel Vasak en los años setenta, en su *Teoría de derechos del hombre de la solidaridad*. Lo exponemos más ampliamente en nro. trabajo con Mini de Muiño *Deuda externa y subdesarrollo*, cit.

integran los grupos económicos que predisponen los contratos y la legislación misma¹⁴³. Un admirador del sistema capitalista¹⁴⁴ señala que sólo unos pocos negarían que el capitalismo es el sistema económico más productivo y eficiente, especialmente luego del colapso del comunismo soviético, pero reconoce que aún algunos críticos afirman que el capitalismo no es un sistema ético. Basado exclusivamente en el planteo de la libertad moral, afirma que la ética sólo puede ser posible en ese sistema que asegura la libertad de elección, pero subrayando que se tiene la obligación moral, ética, de respetar los derechos de los otros. Los derechos naturales señalan que es moralmente legítimo utilizar la coerción en contra de alguien que desde un principio abusa del poder, enfatizando que el rol de los gobiernos es el de proteger los derechos naturales del hombre.

Es fundamental reconocer en el derecho internacional que la obligación de pago, originada en un contrato de derecho internacional, es de cumplimiento ilimitado. Pero al mismo tiempo el ordenamiento internacional, desde sus orígenes, se sustenta y encuentra legitimación en el principio de preservación de la existencia de cada uno de los miembros de la comunidad internacional. Cuando ese cumplimiento ilimitado de pago impida al país deudor garantizar el estándar mínimo de derechos humanos y la seguridad interna, es decir le genere problemas de carácter existencial, es pertinente invocar el estado de necesidad, siempre y cuando, éste no haya sido ocasionado por el estado mismo en forma reprochable.

3. Una comisión mixta de arbitramento, instalada por Francia y Venezuela, a comienzos siglo XX, se pronunció sobre la invocación de Venezuela a su incapacidad de pago, de la siguiente manera: “(The Government) cannot be charged with responsibility for the conditions which existed in 1899, prostrating business, perishing trade and commerce, and annihilating the products of agriculture; nor for the exhaustion and paralysis which followed: nor for its inability to pay its just debts; nor for the inability of the company to obtain money otherwise and elsewhere. All these are misfortune incidents to government, to business, and to human life. They do not beget claims for damages”¹⁴⁵.

4. La Decisión de la Corte Internacional Permanente de La Haya en el caso Socobel (Bélgica v. Grecia) sobre la consideración necesaria de la incapacidad de pago de un Estado bajo el fundamento de derecho internacional que valora el fundamento de legitimación cuando coloca de manera absoluta sobre la confianza contractual y el cumplimiento ilimitado de las obligaciones de pago, la capacidad de cumplimiento de las funciones estatales elementales internas y externas. Se trata del fallo de la Corte en el Caso SOCIEDAD COMERCIAL DE BELGICA (SCB) –caso Socobel¹⁴⁶- con fecha 15 de junio de 1939, en fallo adoptado por 13 votos contra 2.

¹⁴³ Imponiendo la flexibilización laboral; regulando las tarifas monopólicas en perjuicio de sectores sin representación estable, generando disposiciones societarias que resguardan a los grupos de poder o de regulaciones concursales que favorecen la actuación de administraciones sin previsión patrimonial suficiente.

¹⁴⁴ Nos estamos refiriendo a YOUNKINS, Edward W., profesor en la Universidad de Wheeling, Virginia, U.S.A. y a su artículo *Negocios y ética en una sociedad libre* en La Voz del Interior, Córdoba 17 de diciembre de 1997, pág. 16 A.

¹⁴⁵ RIAA, T. X, pág. 9 353, citado por HERDEGEN, Matthias *Derecho económico internacional*, 2ª edición 1998, Ed. Dike Biblioteca Jurídica, Colombia. Lo traducimos libremente de la siguiente manera: No se puede responsabilizar (al Gobierno) por las condiciones que existían en 1899, postrando a los negocios, afectando la industria y el comercio, y aniquilando los productos de agricultura; tampoco por el agotamiento y la parálisis que siguieron: no por su incapacidad para pagar sus justas deudas; no por la inhabilidad de la compañía para obtener dinero de otro modo y en otra parte. Todas esos son desafortunados incidentes para gobernar, para hacer negocios y para la vida humana. Ellos no engendran demandas por perjuicios.

¹⁴⁶ PCIJ series A/B, núm. 78, pág. 21, citado por Herdegen, libro cit., a pág. 377, en versión inglesa. La traducción libre que formalizamos al español se encuentra en la página electrónica de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales www.acader.unc.edu.ar, donde puede consultarse otros trabajos sobre deuda externa, mundialización financiera y actividad bancaria *off shore* e *indirect doing business*

El gobierno griego reconoció a la postre el reclamo del gobierno de Bélgica en cuanto que el fallo arbitral, dictado con anterioridad a la intervención de la Corte, tiene la fuerza de *res judicata* sujeta a la expresa reserva de que es incapaz de ejecutarlos como se formuló, como de que está listo para discutir y concluir con la SCB un acuerdo para la ejecución de estos fallos siempre que su capacidad presupuestaria y monetaria lo permitan; y que, en principio, la justa y equitativa base para dicho acuerdo se debe encontrar en los acuerdos concluidos o a ser concluidos por el gobierno griego con los obligacionistas de su deuda publica externa.

La Corte ingresó en las consideraciones con respecto a que si sería justo y equitativo, como opuesto a la ley estricta, conforme a lo peticionado que debido a su situación presupuestaria y monetaria es materialmente imposible para el gobierno griego ejecutar los fallos como están formulados; el gobierno griego y la SCB deben llegar a un acuerdo para la ejecución de estos fallos que corresponda con la capacidad presupuestaria y monetaria del deudor; y que, en principio, la base justa y equitativa para dicho acuerdo se debe encontrar en los acuerdos concluidos o a ser concluidos por el gobierno griego con los obligacionistas de su deuda publica externa. Entendiendo que, aunque la Corte no puede admitir los reclamos del gobierno griego, puede colocar en los registros una declaración que si bien el gobierno griego deberá ocuparse del tema de los pagos, teniendo en cuenta los legítimos intereses de la empresa, la habilidad del gobierno griego de pagar, y la tradicional amistad entre los dos países, habilitan a la Corte a declarar que los dos gobiernos están, en principio, de acuerdo en contemplar la posibilidad de negociaciones en vista a un arreglo amistoso en el que se tenga en cuenta, entre otras cosas, la capacidad de pago de Grecia, o sea la capacidad monetaria y presupuestaria del deudor.

Claramente la Corte consideró que mas allá de lo estrictamente legal o de su competencia, cabía valorar la equidad como principio rector de las relaciones entre los estados y en especial cuando hay un conflicto de intereses. Equidad fundada en la posibilidad de pago y cumplimiento de los fines del Estado (presupuesto).

5. En años posteriores y por distintas causas la Corte Internacional de Justicia ha seguido haciendo referencia a la relación que debe existir entre la ley y la equidad, un ejemplo de ello es cuando sostuvo que “la aplicación de la equidad es un problema abstracto de la Justicia, pero la aplicación de las reglas de derecho requiere la aplicación del principio de equidad”¹⁴⁷, pues el Juez no puede sino juzgar sino a través del prisma de la equidad que, según clásica definición, es aquella parte de la justicia legal que nos induce a la no aplicación de aquellas normas que implican consagrar una injusticia grave y evidente (nota a los arts. 2567 a 2570 del Cód. Civ.). Las leyes predeterminan qué debe considerarse justo o injusto, y que para su aplicación debe seguirse un camino deductivo, mientras que cuando se trata de resolver aplicando un criterio de equidad la solución se busca por un camino inductivo, puesto que se parte de la premisa que la aplicación de ley en forma estricta, sopesando las circunstancias del caso concreto, resulta a priori, injusta. Y lo que no puede soslayarse es la necesidad de satisfacer la necesidad de justicia en las relaciones humanas, así como también los requerimientos del orden social¹⁴⁸.

6. El derecho internacional valora su propio fundamento de legitimación cuando coloca de manera absoluta sobre la confianza contractual y el cumplimiento ilimitado de las obligaciones de pago, la capacidad de cumplimiento de las funciones estatales elementales internas y externas. En caso de dificultades de pago de carácter “existencial”, es pertinente invocar el estado de necesidad

¹⁴⁷ I.C.I., Reports 1969, par. 85, pag. 47.

¹⁴⁸ PEYRANO, Jorge W. y CHIAPPINI, Julio O. *La jurisdicción de equidad o la vuelta del pretor*, LL-1980-B-937; CNCiv., Sala "G", 8/7/809, ED 90-228)

(necessity), siempre y cuando, éste no haya sido ocasionado por el estado mismo en forma reprochable. Hemos visto que en la jurisprudencia de las cortes internacionales y los tribunales de arbitramento encuentra cabida la idea de consideración necesaria de la incapacidad de pago de un estado

Es fundamental permitir que los Estados, que por su existencia justifican las organizaciones internacionales a las que han dado origen, aseguren los derechos humanos mínimos de sus habitantes, y ello debe ser reconocido por la comunidad internacional.

7. Pasamos por alto, por indiscutible, el derecho a la alimentación, que genera la capacidad de vivir y aprender, para recalcar en el derecho a la salud e integridad física¹⁴⁹, en cuanto uno de los derechos humanos básicos que tiene el hombre por su condición de tal. Se encuentra contemplado indirectamente en los tratados de derechos humanos, en las recomendaciones de los organismos comunitarios y directamente en algunas constituciones y Códigos Civiles. Como ejemplo: La Asamblea del Consejo de Europa bajo el nº 779/76 recomendó a los Estados la adopción de medidas tendientes a garantizar los derechos de los pacientes, en especial el de información. La Constitución de Brasil de 1998 en su art. 196 establece que "La salud es un derecho" de todos y un deber del Estado, que debe ser "garantizado por éste, sobre la base de un acceso universal y unitario". En igual sentido se orienta la Constitución de Perú de 1993 que dispone que "todos tienen derecho a la protección de su salud". Sin una norma tan expresa como las establecidas en las Constituciones de México y Perú, los derechos a la salud y a la integridad física son objeto de reconocimiento en la Carta Magna Argentina, y en los diversos tratados a los cuales nuestro ordenamiento jurídico ha acordado jerarquía constitucional a partir de la reforma operada en el año 1994 (art. 75, n. 22). Por otra parte la salud como valor y derecho humano fundamental es reconocido y protegido en diversos instrumentos comunitarios e internacionales en materia de Derechos Humanos, que hoy gozan de jerarquía constitucional, a saber: Declaración Universal de Derechos Humanos de la ONU de 1948, arts. 3 y 8; Pacto Internacional sobre derechos económicos, sociales y culturales, art. 12 n. 1 y 2 ap. D; Convención Americana sobre derechos humanos, arts. 4 a, 5 n. 1 y 26; Convención sobre los derechos del niño, art. 24 inc. 2°. En suma, dentro de los derechos humanos fundamentales reconocidos y que tienen aplicación en el ámbito interno de la mayoría de los Estados, se encuentra el derecho a la salud física y mental. Es dable recordar la clásica definición del concepto de salud dada por la OMS, interpretando por tal no la simple ausencia de enfermedad, sino ya el "equilibrio físico-psíquico y emocional". En el preámbulo de la Organización Mundial de la Salud (OMS) se afirma que "el beneficio de gozar de elevados niveles de salud "es uno de los derechos fundamentales de cada ser "humano, sin distinción de raza, religión, credo político, condición social o económica"¹⁵⁰.-

Se encuentran en juego derechos humanos, "aquellas facultades que los "sujetos adquieren no por el hecho de su "establecimiento por una norma estatal, sino en "virtud de un principio que trasciende al derecho positivo", y "son todos aquellos derechos "subjetivos cuyo título radica en la personalidad "de su sujeto o en algunas de las dimensiones "básicas del desenvolvimiento de esa

¹⁴⁹ Este derecho generó una resolución de excepción al sistema normativo en la Causa 95754 Reg. 288 - "Gonzalez Feliciano c/ Microomnibus Gral. San Martín s/ incidente de Verificación tardía" - CAMARA PRIMERA DE APELACIONES EN LO CIVIL Y COMERCIAL DE SAN ISIDRO (Buenos Aires) - SALA I - 18/05/2004.

¹⁵⁰ GIOVANNI BERLIGNER *Ética de la Salud*, Edit. Lugar, Consejo de Médicos de la Pcia. de Córdoba, 1996, p. 31, citado por HOOFT, Pedro F., in re "Navas, Leandro v. Instituto de Obra Médico Asistencial", LL-1991-D-77 y E.D. 144-225, citado en el fallo indicado en la nota anterior que venimos reproduciendo en el voto de Graciela Medina.

personalidad "y de los que se es titular, los reconozca o no el "ordenamiento jurídico y aun cuando éste los niegue"¹⁵¹, y que la comunidad nacional e internacional debe resguardar..

8. Falacia de supuestas leyes del mercado. Para profundizar en nuestra línea de pensamiento sobre la finalidad de los Estados y su preservación, deben hacerse algunas reflexiones en torno al mercado.

La facilidad de circulación de los capitales, la sensibilidad (incluso psicológica) de los inversores genera que las leyes de mercado no funcionen adecuadamente y que un mayor interés como "seguro" por el riesgo de incobrabilidad, no sea suficiente para mantener la estabilidad de ciertos financiadores. Los capitales de ahorro para préstamos tienden a concentrarse en ciertos paraísos fiscales o naciones que ofrecen "confiabilidad", y la impresión es que mientras exista tal universalización se intensificará esa concentración. Pero las zonas pauperizadas no podrán subsistir ante la continua erosión de su producto bruto nacional (ya menguado por sus problemas de desarrollo) por la transferencia de utilidades y pago de servicios de intereses cada vez más altos por ser más alta la tasa de "riesgo"¹⁵². Se impone una política organizada colectivamente para lograr la reducción de esos intereses¹⁵³. En trabajos de doctrina se considera la posibilidad de aplicar los principios de revisión contractual de cláusulas abusivas¹⁵⁴ o alteración de las circunstancias¹⁵⁵.

Advertíamos¹⁵⁶ sobre la declamación del mercado, que es abandonado por los grandes grupos económicos que influyeron en los Gobiernos para recibir, en cuestionables privatizaciones¹⁵⁷, los grandes servicios públicos, verdaderos monopolios de hecho que aseguran el consumo y ningún riesgo para esos grandes grupos de interés, resguardados en sus ganancias por disposiciones "contractuales" impuestas a través del Estado a sus ciudadanos-consumidores. Esto es una muestra de la cuestión. A la par, las técnicas de comercialización otorgando derechos de uso de patentes, franquicias, marcas, licencias, know how, etc., importan asegurarse ingresos al margen de las vicisitudes del mercado que quedan a cargo de las medianas y pequeñas empresas que "gozan" del

¹⁵¹ MASSINI CORREA, Carlos I. *Filosofía del derecho. El derecho y los derechos humanos*, Abeledo Perrot, B.As.,1994, p. 140.

¹⁵² Sobre las altas tasas de interés, de usura (aunque sea en términos éticos, que deben afrontarse en forma general y no en la discusión entre deudor y acreedor, es aportada por FORTE, Francesco *Debito Internazionale dell'America Latina. Origen y Desarrollo* pág.17 obra "IL DEBITO INTERNAZIONALE", cit..En similar sentido: Se ha sostenido que estos países se caracterizan por una demanda baja, que no es acompañada de ahorro ocioso, extremo indicador de una depresión estructural, y no cíclica; en consecuencia, las políticas de deuda pública son insostenibles a largo plazo, cfme. PEREZ AYALA, José Luis *La economía financiera pública*, Edit. de Derecho Reunidas, Madrid, 1990.

¹⁵³ Cfme. GARAVELLO, Oscar *Dell'economia alla politica economica del debito estero del P.V.S. L'efficacia della strategia di riduzione* pág. 59 libro "IL DEBITO INTERNAZIONALE" citado.

¹⁵⁴ Cfr. SANTARELLI, Umberto *Qualche considerazione sull'impraticabilita di clause normativa generali di favor debitoris e di divieto delle usure*", pág. 209 libro "IL DEBITO INTERNAZIONALE" citado.

¹⁵⁵ Cfme. DE LOS MOZOS, José Luis *La revisión contractual por alteración de las circunstancias en la doctrina y en la jurisprudencia españolas a la luz de los principios generales en derecho contractual*, pág. 165 "IL DEBITO INTERNAZIONALE", cit.. GANDOLFI, Alain *Réflexion sur la dette extérieure su tiers monde et le principe "pacta sun servanda"*, pag.181 libro "IL DEBITO INTERNAZIONALE" cit.; QUADRI, Enrico *Riferimento ad una moneta straniera. Mutamento delle circostanze e controllo dell'autonomia contrattuale in rapporti creditizi inessanti y paesi in via di sviluppo*" p. 197 en "IL DEBITO INTERNAZIONALE" cit.

¹⁵⁶ Trabajos citados en nota 6*.

¹⁵⁷ Parte de las relaciones espúreas sobre deuda externa se practicó con la aparente rebaja de precios, dependiendo de la capacidad de pago del país deudor, para que el inversionista que revirtiera de nuevo la obligación de pago al estado deudor mediante la participación en una empresa estatal o, adquiriendo divisas del mismo estado y utilizara los ingresos en inversiones (debt-equity-swaps). El sistema fue indebidamente empleado en el sistema de "privatizaciones" en la República Argentina, no significando ningún desarrollo económico, ni social, ni amortización de la deuda externa. En nto. *Realidad, Economía y Derecho* citado, pueden verse específicas referencias a estas situaciones.

beneficio del otorgamiento de esos derechos, y aún cuando esas empresas obtengan beneficios -no siempre-, la comunidad en donde operan se verá empobrecida por la salida de su circuito de los pagos de esas licencias por parte del concedido, franquiciado, licenciado, etc..

9. Sancionar a los gobernantes. No podemos pensar en que las comunidades internacionales atiendan las necesidades de pueblos carecientes si ellos mismos no juzgan a sus gobernantes por la forma y condiciones en que contrajeron los empréstitos.

Los Gobiernos intentan salvar al Estado (su Gobierno) y no a la Nación (el conjunto de ciudadanos), tratando de transferir los riesgos a los grupos con menos poder de oposición, a los que carecen de posibilidad de organizar grupos de presión (desde las sombras muchas veces¹⁵⁸), para influir sobre el dictado de esas normas¹⁵⁹. En ese esquema chocan o compiten dos fuerzas: la del Estado y las Empresas poderosas por una parte, y por la otra la de las pequeñas y medianas empresas, próxima a los ciudadanos sin poder¹⁶⁰. El crecimiento de los primeros grupos afecta la subsistencia de los segundos, pese a todos componer la Nación. Y si no hay una visión integral de la Nación como "empresa", el éxito del primer grupo puede ser efímero ante la destrucción del segundo, pues se comprometerá la existencia de la Nación misma, que afectará inmediatamente la subsistencia de ese primer grupo, particularmente en la macroempresa mundial.

Atendiendo a la causa de la deuda, en beneficio de un gobierno, en el llamado caso Tinoco, se falló que "...el banco sabía que ese dinero sería utilizado por el presidente saliente Tinoco, para su mantenimiento personal una vez refugiada en un país extranjero. No podía, por consiguiente, hacer responsable al Estado de Costa Rica por dinero entregado a Tinoco con esa finalidad. El dinero pagado al hermano, Secretario de Defensa y nombrado Embajador en Italia es el mismo caso; pagar salarios con cuatro años de adelanto es absurdo y extraordinario. Todas las circunstancias debían haber advertido al banco que también esta orden era por razones personales y no para fines legítimos de carácter oficial". El árbitro Taft rechazó la reclamación interpuesta, no admitiendo la responsabilidad del Estado.

El endeudamiento externo por encima de lo racional es parte de la expansión de la mundialización financiera para la colocación de los excesos prestables, ante la cada vez menor actividad productiva que acepte tasas depredadoras. Los gobiernos aceptan esas tasas para su propia subsistencia, sin pensar en la salud de la nación que administran. No se estructura un orden social, sólo se promete. Y la falta de recursos aparece generada, o por lo menos profundizada, por contraer deuda externa. Este parece ser el obstáculo para proyectar un orden social interno, que aparece impuesto por organismos internacionales sin atender a hechos sociales. Pero el razonamiento es falaz, sin orden social sustentable, sin Nación, sin comunidad unida por un plan, no hay posibilidad de pagar la deuda, permitiendo, sólo amortizaciones esporádicas, violentas sangrías que no palian el problema, sólo lo alargan.

Un argumento que recogemos del Prof. Mahlen de la Universidad Pompeu Fabra señala que "las empresas económicamente más poderosas utilicen el ardid del soborno transnacional sacrificando inclusive buena parte o la totalidad de sus beneficios esperados actuales con el fin de expulsar del

¹⁵⁸ Ntos. *La Economía del Derecho* en Revista LA LEY, Sección Actualidad p.2 y ss., Buenos Aires 18 de abril de 1989; *La Economía del Derecho, la realidad y la empresa bancaria* Anales de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires, Serie II obras, No. 22 p.205 y ss.

¹⁵⁹ Cfr. AARON, Raymond citado por Anthony Lanyi, Jefe de la División de estudios sobre Países en desarrollo del F.M.I., en conferencia dictada en Bs. As., octubre de 1986; en referencia a los países endeudados y sus problemas sociales, al afirmar: "Son países donde el Estado construye a la Nación y no la Nación al Estado". -

¹⁶⁰ Sobre lo que abunda la comunicación de Olsen Ghirardi.

mercado a sus competidores y así obtener en el futuro una posición dominante o preferente”. Ello llevaría a considerar la necesidad de revisar el marco de legitimidad en que una determinada deuda externa fue contratada¹⁶¹.

En la crisis actual del endeudamiento externo existen responsabilidades compartidas de acreedores y deudores, respecto del cuantioso endeudamiento de los países en desarrollo.

Los estados deudores para tratar de no comprometer sus futuras posibilidades de nuevos y mayores compromisos financieros aceptan condiciones gravosas:

- Suelen aceptar que se les incluyera en la deuda externa, no solo la deuda pública sino también pasivos de personas privadas, físicas o ideales.

- Determinación unilateral de la elevación de las tasas de interés.

- Imposición de tratados que desnaturalizan hasta las leyes de mercado, creando economías cautivas, a las que se asignan los créditos bajo la única alternativa de utilizarlos tan solo para aquellos fines que conduzcan al rédito y ventajas más significativas para el inversionista concesionario de obra pública,

- Se genera una diferencia en los intercambios, con valor y fluencia fijados por los dominantes, que a su vez intentan determinar las reglas internas de cada país, a partir de las dominantes¹⁶².

- Se postula una internacionalización de normas y tribunales, con pérdida de la soberanía de los Estados, con evidente pérdida de libertad que no se configura en el caso de los países dominantes, que actúan a través de organizaciones que dominan en su beneficio y de las corporaciones que apoyan.

- Frecuente adopción de medidas proteccionistas—arancelarias y no arancelarias—, por los países industrializados, para preservar las producciones nacionales y la necesidad de equilibrar las balanzas de pagos, debido al desestímulo a la inversión productiva por la suba de las tasas de interés, en desmedro del comercio mundial.

Las causas del alto endeudamiento de los países en desarrollo, constituyen un claro ejemplo del abuso de posición dominante por parte de los acreedores, en unas imponiendo contratos leoninos, en otras condicionando las operaciones de crédito y en otras manejando arbitrariamente los términos de las operaciones, lo que constituye una grave infracción a la buena fe internacional, sancionada por la comunidad internacional y en especial por los países anglosajones.

IV - ¿QUÉ PUEDE OFRECER UN JURISTA?: desde su visión sólo señalar los antecedentes reseñados y formular algunas apreciaciones.

Dentro del marco que venimos desarrollando, ante el “default” de un país, debería permitir la posibilidad de *crear un tribunal internacional* para que resuelva el diferendo entre deudores y acreedores, a la manera de un proceso concursal. Aquí resulta apropiado profundizar en propuestas que se han hecho, hasta el momento muy genéricas; tales como que, ante la inexistencia de reglas internacionales en la materia, se ha propuesto aplicar el Título 11 (*Bankruptcy*), Capítulo 9

¹⁶¹ Recordamos considerar la sentencia dictada en la causa “Olmos, Alejandro s/denuncia”, Juz. Nac. Crim. y Corr. Fed. Nº 2, del 13/7/2000—, seguido por la crisis de la deuda ocurrida durante la presidencia de Raúl Alfonsín; lo acaecido en el período 1991/2001: renegociación (*securitization* y *collateralization*) de la deuda pública externa a través del llamado “Plan Brady”.

¹⁶² Conforme la tesis de Ghirardi en la comunicación precedente, y las actitudes del FMI y laudos del CIADI.

(*Adjustment of debts of a municipality*), del derecho federal norteamericano, que prevé la bancarrota de las municipalidades. El propio Fondo Monetario Internacional se encuentra estudiando la posibilidad, alternativa, de aplicar directamente el régimen de bancarrotas privadas (el referido Título 11, en su parte general).

Claro que la intervención de todo organismo o tribunal judicial o arbitral internacional no puede hacerlo sobre la base de las relaciones externas, sin conocer y atender los efectos que la resolución genera sobre el mismo Estado y particularmente sobre sus habitantes, o sea el *casus*.

De producirse la cesación de pago por parte de países deudores, podría producirse un efecto en cadena de los restantes, provocando una crisis global comparable a las peores ya conocidas por la historia de la economía mundial, Es por eso que propiciamos un *aggiornamento* del derecho público internacional e interno de los países miembros de la comunidad internacional, proporcionando instrumentos, instituciones, mecanismos de arbitraje o mediación por parte de la Corte Internacional de Justicia de La Haya, que permitan una solución acordada con responsabilidades y riesgos compartidos por deudores y acreedores. Se anticiparía así a la crisis, menguando efectos que pueden ser catastróficos.

“Los hombres -son palabras de Santo Tomás¹⁶³- no podrían vivir juntos si no tuvieran confianza recíproca, es decir, si no manifestasen la verdad. La virtud de la veracidad da justamente al prójimo lo que es debido; observar un justo medio ente lo que debe ser expresado y el secreto que debe ser guardado, implica la honradez y la discreción. En justicia un hombre debe honestamente a otro la manifestación de la verdad”, y creemos que se nos escamotea la verdad.

Señala otro Académico argentino, el Dr. Augusto Mario Morello al hacer referencia al documento elaborado por el Consejo Permanente de Decanos de las Facultades de Derecho de Universidades Nacionales, “el análisis profundo de esos perfiles jurídicos los centraron los decanos respecto a: las prácticas utilizadas en la negociación y cálculo del monto de la deuda en coherencia con los principios generales del Derecho y los Derechos fundamentales de los pueblos; la posible contradicción de esas negociaciones con el bien común y las normas, criterios y estándares que condenan la usura, el enriquecimiento sin causa, el abuso del derecho y la onerosidad sobreviniente, la ruptura de la equivalencia de las prestaciones, el principio de la buena fe, la finalidad objetiva del contrato, la lesión, la equidad, la falta de causa, el favor *debitoris* (en resguardo del deudor en los límites de la obligación legítima y justa), el beneficio de competencia y la solución jurídica de la cuestión.” Todos ellos demuestran la falta de solidaridad y equidad en la relación crediticia, atentando fundamentalmente contra el Derecho al desarrollo de las Naciones¹⁶⁴.

1. Economía global y mundialización financiera.

¿Cuales son las reglas de una economía global?: La de fomentar la economía productiva también en los países periféricos, para su propio mercado y la exportación No es advertible que ello sea sustentado por las grandes potencias, a veces ni por los propios gobernantes de esos países periféricos.

Los países del primer mundo tratan de salvarse del desastre que crearon, pero no lo hacen solidariamente al imponer leyes en los países subdesarrollados que facilitan la transferencia de *royalties*, utilidades, aumento de tasas de interés.

¹⁶³ *Suma Teológica*, 2-2,109.

¹⁶⁴ Este autor formaliza otras consideraciones en *La deuda pública externa*, Rubinzal Culzoni Editores, Santa Fe 2002.

La liberalización financiera “ha contribuido significativamente a la polarización social que la marcado a la Centro América de los años 90... se ha reducido el acceso al crédito de muchos pequeños productores... muestra un cambio muy notable en los 90, con un desplazamiento desde la producción hacia el comercio... y con la necesidad de conseguir financiamiento externo”¹⁶⁵.

Para imponer el estado de cosas que resultan del “pensamiento único” que imperó en nuestro país en la década de los 90, pero que sigue afectando otros países que recién ahora inician ese proceso –República Dominicana y otros países de Centro América, India-, “las empresas transnacionales y los gobiernos de los países centrales han creado un marco de regulación: el Acuerdo Multilateral de Inversiones (AMI)”¹⁶⁶. Esa organización persigue como objetivo asegurar los derechos de los capitales internacionales en cualquier país, y sin ser aprobado formalmente protege veladamente la circulación financiera mundial, derribando barreras a la inversión, en procura de un mercado financiero mundial, cuestionando las formas soberanas de controlar ese flujo, constituyendo un “acuerdo sobre los derechos de los inversores” dentro de las pautas que venimos refiriendo. Ha sido definido como un acuerdo para “sellar a los países en acuerdos que con el tiempo estrecharán cada vez más la esfera pública, transfiriendo poder a las estructuras internacionales. Potenciará las alianzas entre corporaciones para administrar la producción y el comercio, confiando a los Estados poderosos que se encarguen de mantener el sistema a la vez que socializan los costos y riesgos de las corporaciones transnacionales radicadas en sus países”¹⁶⁷. Ese efecto ha sido claramente advertido en como las compañías petroleras y gasíferas enfrentaron al gobierno argentino en la crisis energética advertida públicamente en el 2003 y destinada al aumento tarifario, como el de otros servicios públicos, sin preocupación alguna por la profundización de la sectorización social, que rompe incluso con toda política capitalista nacional.

Para entender nuestro razonamiento debe admitirse que no existe una globalización económica, sino una globalización financiera que intenta hacer pensar que lo financiero es capaz de generar riqueza por sí misma, destruyendo expectativas en mercados bursátiles (World Com, Emron, son ejemplos) y destruyendo puestos de trabajos. Se entiende falsamente que la actividad productiva es de riesgo y la inversión financiera es segura, permitiéndonos apuntar que en este momento es la actividad de más riesgo el abandonar a la actividad productiva, única que puede generar riqueza y justificar la ganancia que puede tomar el apoyo financiero a aquella actividad.

La política financiera de un país esta indisolublemente ligada a la deuda externa. La “globalización financiera” reclama dos bases: una la inconvertibilidad de la moneda en que había sido contraída la deuda y la otra la libre traslación de capitales, claro que la libre traslación de capitales de por sí ya genera un daño Debe recordarse que Soros pidió que se aplicara la tasa Tobin -recomendada por el premio Nobel de la Paz el economista Tobin- como un impuesto mundial a los capitales golondrinas para atender los daños que el traslado de esos capitales generaba normalmente en las economías emergentes. Keynes¹⁶⁸ ya había sugerido en 1936 que un impuesto sobre las transacciones financieras daría un peso creciente a los operadores “fundamentalistas” y reduciría la importancia de la especulación. Si se considera que los mercados no pueden autorregularse –como lo creemos mientras opere una mundialización financiera y no económica-, parece necesario implementar control y una reglamentación prudentemente restrictiva.

¹⁶⁵ EVANS, Trevor: *Liberalización financiera y capital bancario en Centro América* Ed. Crica, 1998, Managua, págs. 100/101.

¹⁶⁶ GIRARDI, Enzo *Golpe de mercado en la India* Editorial de La Voz del Interior 5 junio de 2004, Córdoba, Sec. A p.12.

¹⁶⁷ GIRARDI, publ. cit. y CHOMSKY, Noam *El beneficio es lo que cuenta* Ed. Crítica, Barcelona 2000, pág. 33.

¹⁶⁸ CHESNAIS, Francois *Mundialización financiera*, Editorial Losada, Buenos Aires 1999, señalada como 1ª. Edición agosto 2001. 346 páginas en 8 capítulos. Traducción al castellano de la edición francesa de Mabel Campagnoli y Lucía Vera. Con primera edición en francés en 1995 e introducción para edición citada, del año 1998 del mismo Director, p. 157

En torno a ello explica Chesnais¹⁶⁹ que la extensión internacional de una situación de recesión profunda desde un polo hasta el resto del mundo, y la transformación progresiva de una crisis regional en crisis mundial, proceden de los tres grandes mecanismos de propagación internacional. El primer mecanismo se sitúa en el nivel de la caída de la producción y de los intercambios, y la caída del nivel de actividad industrial y comercial... El segundo mecanismo de contagio mundial pasa por las largas y complicadas cadenas de créditos y deudas bancarias, resultantes de préstamos otorgados por los bancos internacionales. Por último, la liberalización y la desregulación financiera, las incesantes innovaciones financieras y el crecimiento de la todopoderosa ideología del "mercado que siempre tiene razón", han dado a la "economía del endeudamiento" un auge sin igual, al mismo tiempo que hacen prácticamente imposible el seguimiento y evaluación de las autoridades monetarias.

Supone la destrucción no sólo de millones de empleos, sino de sistemas sociales de producción enteros¹⁷⁰: "Destrucción permitida por la sumisión del progreso técnico a las señales más acotadas de la ganancia, por la total libertad de movimiento otorgada al capital y por la puesta en competencia de formas de producción social que no tienen la misma finalidad: maximizar la ganancia, por un lado; asegurar las condiciones de la reproducción social de comunidades de campesinos, de pescadores o de artesanos por otro.- Entre los apologistas de la "mundialización feliz" ha sido de buen tono celebrar la "victoria del consumidor sobre el productor", así como la "revancha de los prestamistas".

Es un error, sostenido durante años, tomar como variante de ajuste el valor del trabajo como variable económica, sin pensar en los costos de los servicios y en la afectación que una pauperización del salario y la desocupación traerán sobre el mercado interno, a la postre sobre la producción y la devastación interna del país, aunque se produzca un alza en ciertos indicadores económicos, que a la postre generarán la inseguridad jurídica y física interna, la emigración de los capitales externos e internos a paraísos fiscales, como producto de la globalización financiera.

De persistir esta situación, se podrán distinguir en el mundo, desde la perspectiva económica, dos zonas perfectamente diferenciadas: una, la zona capitalizada, rica, afectada por la imposibilidad de recuperar los capitales prestados (con posible riesgo para su estabilidad financiera) o directamente por no poder prestarlos. Otra, "extra zona" no podrá subsistir ante la continua erosión de su producto bruto nacional (ya menguado por sus problemas de desarrollo) por la: transferencia de utilidades (por falta de inversión interna en investigación científica y tecnológica) y pago de servicios de intereses cada vez más altos por ser más alta la tasa de "riesgo"¹⁷¹, y evasión de capitales internos.

La agresión económica deberá ser considerada como una ruptura del pacto social, como una falta ética para recomponer un método de mercado por un método de empresa, donde todos los componentes son valorados y, en particular, el elemento personal, con el correlativo ético de actuar de buena fe en la administración de cada "empresa", privada o pública, grupal como nación¹⁷².

¹⁶⁹ En *La Mundialización* cit. en la Introducción para la edición argentina por el Director Francois Chesnais.

¹⁷⁰ En la referida introducción a la edición en castellano.

¹⁷¹ Se ha sostenido que estos países se caracterizan por una demanda baja, que no es acompañada de ahorro ocioso, extremo indicador de una depresión estructural, y no cíclica; en consecuencia, las políticas de deuda pública son insostenibles a largo plazo: PEREZ AYALA, José Luis *La economía financiera pública*, Edit. de Derecho Reunidas, Madrid, 1990.

¹⁷² Nto. *El "Buen Hombre de Negocios" y El "Plan de Empresa en Doctrina Societaria y Concursal*, Ed. Errepar, t. V p. 337.

2. El complot. El voto del Ministro Zaffaroni en el caso Bustos, donde a fines del año 2004 la CSJN de la República Argentina considero constitucional la pesificación de los depósitos bancarios, en moneda extranjera, es consciente de la posible existencia de un complot y ante ello ordena una investigación: “En efecto, una ley que asegura esa intangibilidad casi en vísperas del agotamiento de un proceso traducido en insolvencia y cuya situación no podía ser desconocida para los técnicos que intervenían, aunque la desconocieran los legos en materia económica, se aproxima mucho a la preparación de una defraudación de proporciones colosales.... Algunos observadores importantes de la economía mundial, como Joseph Stiglitz, señalan maniobras financieras internacionales en perjuicio de otros países que presentan características que parecen bastante similares. Por cierto, que esta circunstancia, de cuyas consecuencias en parte debe hacerse cargo la presente sentencia, no puede pasar por alto a la atención de esta Corte. Por ello, corresponde extraer testimonio de la presente sentencia y remitirlo al Sr. Procurador General, para que en su ámbito y con el equipo técnico idóneo, proceda a investigar la eventual responsabilidad penal de los técnicos que intervinieron en el proceso productor del estado de necesidad mencionado y en especial en la citada ley, quienes no podían ignorar la situación y contexto en que la misma se sancionaba. Sería inadmisibles que los tribunales sometiesen a juicio al estafador que vende al incauto una máquina de fabricar dólares y que no se pusiese en movimiento frente a quienes pretendieron venderle el ingenio a toda la sociedad argentina”.

En el marco de los efectos jurídicos de la deuda externa, o de su incumplimiento, los catastróficos sucesos de fines del año 2001 en la República Argentina a que hace referencia el voto precedente, nos llevan a recordar lo acaecido en el decenio anterior y los estudios de Juan Bautista Alberdi, advirtiendo que el fenómeno se repite. El padre de la Constitución marcaba el período decenal que empieza con euforia y termina con espanto a partir de contraer empréstitos soberanos¹⁷³: “...no puede dejar de ser causa de crisis, es decir, de empobrecimiento para el país. Pero este efecto es lo que más dista de producirse el día que el empréstito se realiza. Todo lo contrario. Ese día rebosa el oro ajeno por todas partes en el país. Todo respira abundancia, bienestar, felicidad, mientras se gasta ese dinero, desde luego en el pago anticipado de algunos años de intereses, lo cual levanta el valor de los títulos en la Bolsa de Londres, y estimula al comercio a enviar manufacturas para comprar ese mismo dinero en el país deudor; a los trabajadores, a emigrar para tal país en busca de los altos salarios que allí paga el dinero ajeno. Todo es fiesta y lujo y opulencia, mientras se gasta de tal modo el dinero del extranjero, tomado a préstamo. Sin embargo, son los momentos en que se está labrando la pobreza o destrucción del capital ajeno, que sólo se hace sentir años después que ha desaparecido el capital....¿Quién es el que piensa que en esos momentos cabalmente se está elaborando la pobreza general llamada crisis, que hará su aparición fatal, lógica, inevitable, algunos años más tarde; es decir cuando se haya consumido del todo el caudal tomado a préstamo y sólo quede, del empréstito, la obligación de pagar sus intereses con la mitad del rédito anual del Erario público? – Y, sin embargo, ese es el hecho de que nadie se acuerda cuando llega el día en que sus efectos naturales cubren de luto, de ruina y de lagrimas al país entero...”.

Casi 150 años después, en *La Mundialización Financiera. Génesis, costo y desafíos*¹⁷⁴ se sostiene en la *Introducción para la edición argentina* por su Director Francois Chesnais, profesor de París XIII, refiriéndose a la crisis de los tigres de Malasia en el 1997: “Son crisis que nos colocan en un tipo de situación potencialmente amenazadora para muchas otras economías, incluso la Argentina. En cada

¹⁷³ ALBERDI, Juan Bautista en “ESTUDIOS ECONOMICOS” t. X p. 121 Ed. Viracocha, Bs. Aires 1954.

¹⁷⁴ Conf. CHESNAIS, ob. cit. y ntos. *La Mundialización financiera; Globalización económica y lex mercatoria; El humanismo económico, la crisis argentina y la mundialización financiera*, en la página electrónica de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba.

uno de los países involucrados, entre julio y setiembre de 1998, las crisis se desarrollaron de acuerdo con un guión casi idéntico. Comenzaron con una devaluación de la moneda local, que se había tornado inevitable a causa del déficit comercial cada vez más elevado, pero cuya gravedad se debe al hecho de que supone una ruptura de su anclaje con el dólar. Esa decisión, inevitable por la amplitud del déficit externo, provocó, como elemento de un solo y único proceso, la caída libre del tipo de cambio, la huida de los capitales a corto plazo y el derrumbe del muy débil mercado financiero.

Se ha producido en los últimos años, aquello de lo que prevenía Alberdi en el Siglo XIX respecto a la toma de empréstitos externos: la destrucción de la economía, de la producción y el advenimiento del desempleo y la pobreza¹⁷⁵.

De continuar las partes involucradas con esta actitud, anticipamos resultados apocalípticos y paradójicos, desde el punto de vista político-económico, las soluciones, siempre coyunturales y urgentes, continuarán con las transferencias de recursos de los países endeudados y pobres a los más ricos y capitalizados, todo en pos de una solución económico política-eficiente; los gobiernos de los países deudores solo se ocuparán de salvar obstáculos económicos inmediatos, a partir de la creación de un sin número de leyes, muchas de ellas respondiendo a grupos de presión o a meras necesidades electorales y no a las necesidades de la realidad social, que lejos de permitir el crecimiento económico y el consiguiente desarrollo económico-social, solo crean una gran inseguridad jurídica, que detendrá la inversión, y el mismo desarrollo que se pretende lograr.

¿Pretendemos grandes acumulaciones enfrentando masas empobrecidas y hambrientas? Si no se hace por solidaridad debe afrontarse por seguridad. No hay duda que aquí se desenvuelve la hipótesis de un complot, de personas que “intervinieron en el proceso productor del estado de necesidad mencionado”¹⁷⁶. Recordemos una carta de nuestro Libertador Dn. José de San Martín “¿qué relaciones podremos emprender, cuando estamos a pupilo? ... Ánimo, que para los hombres de coraje se han hecho las empresas... ¿ Se podrán realizar o no contrastando el egoísmo de los más pudientes?”¹⁷⁷.

El terrorismo encuentra su caldo de cultivo en la miseria. Con sólo 60 mil millones de dólares se podría proveer de alimentación, salud y educación básica a todos los menesterosos del mundo (los que viven con menos de un dólar por día¹⁷⁸). Y justamente eso es lo que tenemos que asegurar que cada Estado cumpla con sus habitantes.

3. Actitud de los países en dificultades. Ante los antecedentes referidos parecería conveniente que los países que se encuentren impedidos de cumplir sus fines y funciones, con riesgo para su población frente a la deuda externa, deberían instruir a sus órganos ante la Asamblea General de

¹⁷⁵ Sobre el punto puede verse TOUSSAINT, Eric *La bolsa o la vida. Las finanzas contra los pueblos*, Ed. Clacso, Buenos Aires noviembre 2003, traducción de Miguel Angel Djanikian; LOZADA, Salvador María *La deuda externa y el desguace del Estado nacional*, Ediciones Jurídicas Cuyo, Mendoza, 2002.

¹⁷⁶ Nto. *Pesificación de los depósitos bancarios: ¿responsabilidad de los bancos? (la denuncia de Zaffaroni y su relación con tía Rosa y su amigo Pedro* en El Derecho diario del 7 de marzo de 2005, pág. 1 y ss. Sobre la previsibilidad de los resultados catastróficos puede verse SALBUCHI, Adrián *Argentina ¿Colonia financiera?* Ediciones del Copista, Córdoba 2000; GALASSO, Norberto *De la Banca Baring al FMI. Historia de la deuda externa Argentina* Ed. Colihue, Buenos Aires diciembre 2002; libro colectivo *La memoria de la deuda. Una deuda con la memoria*, Director Carlos Juliá, Ed. Biblos.

¹⁷⁷ PIGNA, Felipe *Las vicisitudes de la independencia política* en La Voz del Interior, Córdoba 4 de julio de 2004, sección Temas pág. 1 y ss., específicamente pág. 2 tercera columna, para seguir en pág. 3, 4ª columna: “El nuevo Estado, dominado desde estos momentos fundacionales por una clase propietaria parasitaria, dificultará el progreso de una de las nacionales potencialmente más ricas del mundo”.

¹⁷⁸ Esta sería para Kurgman la mejor vía de solución: TREBER, Salvador *Paul Krugman, premio Príncipe de Asturias* en La Voz del Interior, Córdoba 3 de julio de 2004, editorial pág. A 12.

las Naciones Unidas (conjuntamente con otros países miembros, generalizando el problema, involucrando a países de América Latina, África y Asia) a fin de que a través de un Proyecto de Resolución se pida a la Corte Internacional de Justicia de La Haya una opinión consultiva sobre los aspectos jurídicos internacionales de la deuda externa (art. 96 de la Carta de la ONU y arts. 38, 65 y 68 del Estatuto de la Corte Internacional de Justicia)¹⁷⁹.

De producirse tal petición, es posible que las potencias acreedoras sostengan que la Corte no tiene competencia para formular su dictamen por tratarse de una controversia entre Estados acreedores y Estados deudores, señalando que los Estados acreedores no habrían dado su consentimiento a que la Corte se expida. Se aduciría seguramente que el procedimiento consultivo no puede ser utilizado como medio para eludir ese requisito del consentimiento de los Estados demandados que constituye la base de la jurisdicción de la Corte.

Ante tal posibilidad, recordamos que existe un dictamen que emitió la Corte, a raíz de la prisión del cardenal Mindsenty que suponía la negación de derechos humanos en Rumania, Hungría y Bulgaria. Los Estados se negaron a presentarse ante la Corte y suministrarle información. Ante esa actitud, sostuvieron los países firmantes del tratado de paz, las grandes potencias, que la divergencia existente no debe ser obstáculo a un pronunciamiento de la Corte. La Corte recurrió en ese caso al método de las distinciones, característico de la jurisprudencia anglosajona para eludir precedentes que no se desea seguir, dictaminando “el consentimiento de los Estados partes de la disputa es la base de la jurisdicción de la Corte en los casos contenciosos. La situación es diferente con respecto a los procedimientos consultivos aun cuando la petición de opinión se relacione con una cuestión jurídica actualmente pendiente entre Estados. La respuesta de la Corte tiene sólo carácter asesor y como tal no tiene fuerza obligatoria, de aquí se sigue que ningún Estado, sea o no miembro de las naciones Unidas, puede impedir que se emita una opinión consultiva que las Naciones Unidas consideran deseable a fin de ilustrarse sobre el curso de las acciones que hay que emprender. La opinión de la Corte no se da a los Estados, sino al que tiene derecho a solicitarlo.

La Corte fue categórica al afirmar su competencia para ejercer su jurisdicción consultiva, proclamando que ella no depende del consentimiento de los Estados interesados. Sostuvo inequívocamente que aunque el pedido se relacione con una controversia de orden jurídico todavía pendiente, ningún Estado puede, al rehusar su consentimiento, tornar a la Corte incompetente para ejercer su jurisdicción consultiva¹⁸⁰.

Ello debería servir a fin de invocar, al margen de otros aspectos de la relación crediticia, la violación de los derechos humanos, ya no tan solo los de tercera generación o de la solidaridad – derecho del desarrollo, derecho al medio ambiente, derecho de la propiedad sobre el patrimonio común de la humanidad, el derecho a comunicarse y el derecho a la paz– también los de segunda generación– económicos, culturales y sociales y los de primera generación –derechos políticos y civiles-, el derecho a la salud, a la alimentación, a la educación, a la seguridad social. Estos han sido difundidos por la ONU, UNESCO y organizaciones no gubernamentales a través de seminarios internacionales y sido reconocidos en las resoluciones de la Comisión de Derechos Humanos, del Consejo Económico y Social y de la Asamblea General de la ONU.

La comisión de los Derechos Humanos de las Naciones Unidas ha reconocido “que la deuda externa constituye uno de los obstáculos principales que impiden, a los países en crecimiento, el goce efectivo de su derecho al desarrollo, alertando al respecto, que las políticas de ajuste

¹⁷⁹ En el caso de la República Argentina Proyecto de ley presentado por el diputado Allende, en 1999, sobre la base de resolución aprobada por unanimidad en 1996 por la Cámara de Diputados de la Nación.

¹⁸⁰ Eduardo Jiménez de Aréchaga – Solicitud de un dictamen consultivo.

estructural tienen graves repercusiones para la capacidad de los países en desarrollo”, ateniéndose a “la Declaración sobre el Desarrollo y de formular los derechos económicos, sociales y culturales de sus ciudadanos”. “...la solución definitiva al problema de la deuda externa se encuentra en el establecimiento de un orden económico internacional justo y equitativo, que garantice a los países en desarrollo, entre otras cosas, unas mejores condiciones de mercado y precios a los productos básicos, la estabilización de los tipos de cambio y de interés y un acceso más fácil tanto a los mercados financieros, como a la tecnología de los países desarrollados”...“Las necesidades del crecimiento y el ejercicio de los derechos comunes desde el empleo, educación, salud y medio ambiente, no pueden subordinarse a la aplicación de políticas de ajuste estructural y reformas económicas originadas por la deuda”¹⁸¹.

V – MEDITACIONES FINALES.

1. Accesoriedad de lo financiero. Hay una subversión axiológica, se han alterado los valores de la economía. El problema es de una gravedad tan inusitada, que obliga a poner en claro los conceptos, de lo económico y jurídico. Lo financiero, accesorio, ha ocupado el centro de la escena desplazando lo principal: la actividad económica productiva. La Economía es la Ciencia de la creación de riqueza y de su distribución; lo financiero representa una parte accesorio. Es correcto que lo financiero obtenga una parte de la ganancia del sector productivo al que apoya. Pero lo único que genera riqueza es el sistema productivo y de distribución. Cuando lo financiero toma toda la utilidad ahoga a lo productivo, aumenta el riesgo operativo por lo que cobra más intereses asfixiando al resto del sistema capitalista y llevando en su seno la autodestrucción.

Si no vuelven las inversiones a lo productivo, no sólo va a haber más desocupación y quiebras, sino también se va a comenzar a perder grandes porciones de lo que la gente supone tiene invertido, sea en un fideicomiso, en un fondo común de inversión, en títulos derivados o en un banco. Ahora el inversor se siente seguro, porque no tiene dinero en un banco argentino sino en un banco extranjero. Claro que no quieren ver lo que son ciertos Bancos del exterior, particularmente los asentados en paraísos fiscales: sólo son placas en un viejo edificio de oficinas, atendido por poco personal con buen sistema de computación y donde no existe ningún tesoro en el que puedan encontrar sus ahorros. Es la típica banca llamada eufemísticamente “*off shore*”, que realizan un ilícito *indirect doing business*.

La mundialización financiera generó un exceso de recursos prestables y pocos proyectos de producción que son los únicos que generan riquezas. La gente no invierte en actividades de riesgo, productivas, por el canto de sirena de invertir en “productos” financieros que no crean riqueza.

De futuro deberíamos postular que sólo se prestara internacionalmente para proyectos productivos, para no satisfacer necesidades políticas de un gobierno sino las de un país.

Ante ese exceso de dinero, sólo se debería prestar en negocios en participación, para que los grandes inversores ideen proyectos en beneficio de un país o colaboren con el proyecto y cobren de acuerdo al éxito real del proyecto.

2. Recomendación. Los capitales destinados a deuda pública deberían cumplir, en el futuro, con ciertos requisitos y aplicarse con ciertas técnicas jurídicas: a. en primer lugar los colocadores de deuda deben informar adecuadamente, en cuanto cobrar por ello, de los riesgos a los inversionistas, de no asumirán responsabilidad; b. en segundo lugar no debería reconocerse como deuda pública

¹⁸¹ Resolución del 23-4-99, N° 1999/22.

soberana las sumas que estuvieran dirigidas a paliar déficits presupuestarios y no a desarrollar obras o satisfacer emergencias derivadas de desastres (que en realidad deberían cubrirse por ayuda humanitaria); c. con tal sentido las inversiones deberían localizarse como con riesgo para desarrollar ciertas empresas y actividades, apoyando siempre a la producción y –asumiendo un riesgo específico- obtener una utilidad por ello.

Una solicitud de renegociación o de nuevos créditos en términos favorables, con base en los fundamentos anteriores, deberá contener la exigencia de garantizar la distribución proporcionada de los riesgos. La población de un estado deudor constituye también en este sentido una comunidad solidaria, que se debe imputar en cierta medida los errores cometidos por sus gobiernos, responsabilizándolos.

Por eso es que en lo interno de estos países debería reverse las obligaciones, responsabilidades y sanciones que le caben a los funcionarios que malversaren los fondos públicos o que negligentemente manejen el endeudamiento externo. ¿Cómo enfrentar este estado de cosas? ¿Cómo ordenar la realidad cruel y alinear la economía con el derecho? Así como los acreedores deben aceptar que un país deudor ofrezca quitas y esperas, el tratamiento a sus funcionarios debería ser similar al que propugnamos respecto a los administradores societarios desleales, por aplicación del art. 1112 C.C. Argentino¹⁸².

Correlativamente con ello, debe requerirse a la comunidad internacional que sancione a los intermediarios que colocaron en el mercado minorista títulos de la deuda pública argentina, cuyas posibilidades de ser atendidos en los plazos indicados y con los intereses prometidos era remota al más mínimo examen de la realidad presupuestaria argentina, para que ello no se repita.

3. Ante el estado actual del país, los fundamentos del caso SCB son fundamentales: El Estado no puede abandonar sus obligaciones básicas como tal en relación a la población. Y este es un punto central de análisis que debería conllevar el recuerdo de este Congreso por sus afirmaciones, en la utopía que tribunales internacionales o nacionales juzguen a gobernantes e intermediarios que actúen contra esas reglas.

Si bien no nos consideramos con fuerzas para introducir un cambio, parafraseamos a Shakespeare cuando le hacía decir a Hamlet una propuesta imposible: “¡El mundo está desquiciado!, ¡Vaya faena, haber nacido para tener que arreglarlo!”. Este es el desafío que formalizamos: tratar que un grupo desinteresado y de excelencia analice la cuestión desde la óptica del derecho, aportando las técnicas jurídicas que puedan utilizar los gobernantes, e instituciones internacionales, para el tratamiento de la deuda externa, para asegurar el cumplimiento correcto y no abusivo de los contratos, y al mismo tiempo formule planes de desarrollo futuro para toda la comunidad.

¹⁸² En la página electrónica de la Academia pueden verse nuestros numerosos trabajos sobre los deberes fiduciarios de los administradores de sociedades en insolvencia.

ANEXO IV:

EL CONTRADERECHO. (EL ABUSO Y EL FRAUDE EN LA HOMOLOGACION DE ACUERDOS CONCURSALES PROPUESTOS POR SOCIEDADES COMERCIALES CON QUITAS) - Efraín Hugo RICHARD¹⁸³ - Juan Carlos VEIGA¹⁸⁴ - Publicado en Pensar en Derecho, Nro. 5 Año 3, pág. 257, Buenos Aires, Febrero 2015. Ed. Eudeba, Facultad de Derecho, Universidad de Buenos Aires.

Abstract: Al concursarse sociedades comerciales, asesores y administradores omiten la aplicación de principios generales del derecho público y privado, y específicamente las normas societarias para afrontar crisis económico patrimoniales. Se analiza la ilegalidad de quitas a acreedores en procedimientos concursales de sociedades.

Palabras Claves: CRISIS SOCIETARIA – INSOLVENCIA – CONCURSOS – QUITAS

I – INTRODUCCIÓN.

Principios básicos de derecho se basan en la buena fe, evitar el daño o la continuidad de las acciones dañosas, en no abusar de derecho ni cometer fraude a la ley.

Conforme a ello, se aboga frente a las crisis patrimoniales de las personas jurídicas -particularmente de las sociedades comerciales- un abordaje inmediato de las mismas para evitar más daño a la propia sociedad, al mercado donde compite, a los socios y a terceros, en especial a los trabajadores. Se aborda ello a través de diversas acciones, particularmente las llamadas preconcursales. Pero sorprendentemente no se habla de las previsiones imperativas contenidas en la propia legislación societaria para impedir la insolvencia.

Correlativamente se intenta instalar la idea de que cualquier quita que se pueda imponer a los acreedores de una sociedad es lícita si se logran las mayorías de voluntades –incluso con la cuestionada participación de terceros-, generándose importantes trabajos que intentan encontrar pautas para la calificación de abusivos de los acuerdos con quitas y esperas.

Ante ello y a falta de análisis de este aspecto, debemos postular que los problemas de las crisis de sociedades son atendidos por la ley específica. Corresponde en las sociedades distinguir entre cesación de pagos e insolvencia. La primera se genera –entre otros supuestos- cuando el activo corriente es inferior al pasivo corriente. La segunda se corresponde con la falta de patrimonio neto, o sea con la pérdida del capital social.

¹⁸³ Director del Departamento de Derecho Comercial de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Córdoba y Profesor Emérito, Doctor en Ciencias Jurídicas y Sociales por Universidad Nacional del Litoral, Doctor Honoris Causa por Universidades Nacional de Tucumán, Católica de Salta y Santo Tomás del Norte Argentino; Miembro de Número y Director del Instituto de la Empresa de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba; Miembro Emérito del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal, coordinador del Comité Académico y ex Vicepresidente Académico. CONEAU investigador categoría 1. Consultor externo de CONICET.

¹⁸⁴ Director del Instituto de Derecho Comercial de la Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad Nacional de Tucumán, de la que es Profesor Titular por Concurso de Derecho Comercial y fue Decano. Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. Miembro Correspondiente de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba. Ex Rector de la Universidad del Norte Santo Tomás de Aquino. Ex Presidente del Superior Tribunal de Justicia de la Provincia de Tucumán. Miembro de la Academia Internacional de Derecho Comercial. CONEAU investigador Categoría 1.

II – LA CRISIS DE LAS SOCIEDADES. LA PÉRDIDA DEL CAPITAL SOCIAL.

La constatación de pérdida del capital social determina contablemente que los socios han perdido totalmente su inversión. La ley societaria les otorga la posibilidad de reintegrar o aumentar el capital social, evitando la liquidación. El apartarse de tales conductas importa generar responsabilidad a los administradores y a los socios (art. 99 LSA). Esto se integra a la llamada responsabilidad social empresaria, y el apartamiento aparece hoy como una violación al orden público, si se constata que la sociedad ha continuado su giro contaminando al mercado, perjudicando a los acreedores posteriores, comprometiendo la conservación de la empresa y el empleo. En tal supuesto, el intento de homologación de un acuerdo de quita implica un abuso de derecho para no asumir sus obligaciones los socios y enriquecerlos, con empobrecimiento de los acreedores y la posibilidad de un fraude a la ley de sociedades.

Se podría aceptar la quita frente a un empresario individual, pero difícilmente ante el concurso de una sociedad.

La necesaria integración del sistema concursal con el societario ante la crisis de las sociedades comerciales viene siendo reclamada por un sector calificado de la doctrina española y argentina. Es difícil pensar en exigir un sistema concursal eficiente si los administradores de las sociedades en crisis no han adoptado las medidas preventivas que pongan en resguardo el medio técnico organizativo que la legislación societaria ha puesto a su alcance.

III – ACTORES EN LAS CRISIS SOCIETARIAS.

Frente a situaciones de crisis de sociedades, Truffat, Barreiro y Lorente bien sostienen que la cuestión debe ser puesta a decisión de los socios. Pero a sabiendas los administradores omiten considerar la causal de pérdida del capital social –prácticamente la única que autorizaría una quita a los socios, presentando a la sociedad en concurso, obteniendo una mera ratificación por ellos de esa conducta violatoria de normas imperativas de la ley de sociedades, y luego presentan una propuesta de quita traspasando a los acreedores la obligación de los socios de reintegrar o capitalizar la sociedad.

Truffat, en el VIII Congreso del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal (México DF, mayo de 2012) y ya antes en el V Congreso del mismo Instituto (Montepulciano, Italia 2009) sostuvo que “el derecho es un sistema complejo dentro del que se inserta el derecho concursal. Incluso el derecho concursal no se limita al proceso concursal –sea administrativo o judicial”. Formalizó, además una referencia fundamental al “esfuerzo compartido” sobre la asunción de los costos de la crisis.

Con la corrección de estas tres afirmaciones del distinguido colega, se abre, en la renovada agenda concursal y para las crisis societarias, un diálogo indispensable entre derecho societario y concursal. Se impone entonces, pensar el derecho en pos de articular soluciones.

Será necesario entonces señalar algunas consecuencias si en el concurso no se hubiera atendido la imperatividad de las normas societarias¹⁸⁵.

¹⁸⁵ RICHARD, E.H. “La empresa, su crisis y su conservación (meditaciones desde una visión nacional)” en *SUMMA CONCURSAL*, Buenos Aires 2012, Ed. Abeledo Perrot, tomo I pág. 543.

IV – CESACIÓN DE PAGOS E INSOLVENCIA.

La especialista en Sindicatura Concursal, Prof. Celina Mena¹⁸⁶, con una visión contable-económica, señala en relación a “cesación de pagos” e “insolvencia” que “no es lo mismo porque la insolvencia se manifiesta en el patrimonio; éste es el que no puede hacer frente al pasivo y el remedio en principio es liquidativo. La cesación de pagos es un problema financiero y económico. Este problema se manifiesta por la falta de capital de trabajo. Esto se puede revertir o agravar según la empresa sea viable o no, es decir de acuerdo a sus resultados.

Esa referencia a la teoría amplia (sobre la cesación de pagos) que sería a la que adhiere nuestra legislación concursal apunta a considerar la cesación de pagos como un estado del patrimonio que no es capaz de afrontar sus obligaciones en forma generalizada y permanente que se manifiesta a través de diversos hechos reveladores, entre ellos el incumplimiento, la venta a precio vil, el cierre del establecimiento, etc. y cualquier otro medio que demuestre o revele la incapacidad del deudor para hacer frente a sus obligaciones en forma generalizada y permanente en donde el incumplimiento es uno de los hechos reveladores, pero no es necesario que exista para que exista la cesación de pagos: “En definitiva la jurisprudencia y la doctrina no advierten una diferencia entre ambos conceptos y los usan indistintamente, sin embargo a nuestro entender, existe una diferencia importante adquiriendo un grado mayor de gravedad la insolvencia. El estado de cesación de pagos se refiere a la incapacidad de pagar en tiempo y forma y la insolvencia cuando además del estado de cesación de pagos, no hay patrimonio neto...”. Obviamente el último aspecto destacado por la distinguida profesional describe una causal de disolución: pérdida del capital social¹⁸⁷.

Casadio Martínez, con su doble perspectiva profesional, se refiere a esa cuestión: “Según Argeri, en cuanto al concepto de cesación de pagos, para una corriente de opinión es sinónimo de desequilibrio aritmético entre activo y pasivo patrimonial (Salvat, García Martínez, entre otros), mientras que hay quienes hacen hincapié en las cantidades y no en la imposibilidad de cancelar las obligaciones... Por su parte, Quintana Ferreyra realiza una amplia revisión de las concepciones de la doctrina y sostiene que –en su opinión- los términos cesación de pagos, insolvencia y quiebra económica son equivalentes...No obstante, otra línea jurisprudencial distinguió ambos conceptos, postulando que no cabe confundir cesación de pagos con insolvencia. Aquella constituye el fundamento para la declaración de quiebra pero no necesariamente implica que el deudor sea insolvente, entendiéndose por tal un pasivo superior al activo...”¹⁸⁸. Marcando aspectos negativos del patrimonio social, la pérdida del capital social –insolvencia- y la cesación de pagos son dos situaciones diferenciables que se entrecruzan.

Cuando se exige que, en el informe general, en caso de sociedades, el síndico debe informar si los socios realizaron regularmente sus aportes, y si existe responsabilidad patrimonial que se les pueda imputar por su actuación en tal carácter estamos aludiendo a su responsabilidad por no haber dotado adecuadamente la sociedad que constituían, generando una nueva persona jurídica infrapatrimonializada para el cumplimiento de su objeto social. ¿O es que crearon un sujeto dañino para los terceros que contratarían, pues su patrimonio no era suficiente para cumplir las

¹⁸⁶ MENA, C. M. “Cesación de pagos vs. Insolvencia”, pág. 48 en libro colectivo “Homenaje al Dr. Osvaldo J. Maffia”, Córdoba 2008, Ed. Lerner, Instituto Argentino de Derecho Comercial y Fundación para la Investigación del Derecho Concursal y la empresa en crisis Pablo Van Nieuwenhoven. Coordinadores E. Daniel Truffat – Marcelo Barreiro – Carlos Roberto Antoni Piossek – Ramón Vicente Nicastro

¹⁸⁷ RICHARD, E.H. “La empresa: su organización y crisis” en RDCO n° 253 marzo-abril 2012 p.407.

¹⁸⁸ CASADIO MARTÍNEZ, C. A. *Informes del síndico concursal*, Buenos Aires 2011, Ed. Astrea, págs. 170 y ss., correspondiendo la jurisprudencia citada corresponde a CNCom, Sala B 24.3.81 LL 1981-C-615.

obligaciones que contraerían, no existiendo ningún plan de negocios razonable para asumir tal “aventura”?

No se trata sólo de asegurar el aporte efectivamente comprometido, sino también el que era necesario para el normal desenvolvimiento de la sociedad y no perjudicar a terceros con una sociedad infrapatrimonializada, o sea comprometiendo aportes insuficientes para el cumplimiento del objeto social que ellos libremente habían fijado. Obviamente que ello constituye una causal de disolución que debió ser atendida en el caso de las sociedades concursadas.

Es fundamental que el Síndico se refiera a que previsiones adoptaron los administradores sociales desde que aparecieron dificultades, si las pusieron en conocimiento de los socios y que dispusieron éstos para cumplir con las normas imperativas de las sociedades en torno a causales de disolución, su remoción o iniciación inmediata de la etapa de liquidación, con las responsabilidades consiguientes, tales la pérdida del capital social, que genera la obligación de reintegrarlo.

Se trata, ni más ni menos, que el Síndico analice los balances y señale si la crisis era una mera cesación de pagos, por desbalance entre activos y pasivos corrientes, o si se había perdido el capital social, con patrimonio neto negativo. Y en este último supuesto si se convocó a los socios o estos tomaron conocimiento de ese estado patrimonial a fin de adoptar las soluciones previstas por el art. 96 LSC. En caso afirmativo el Síndico debería informar sobre los daños generados y las responsabilidades a tenor del art. 99 LSC.

Por lo que acabamos de determinar, “the best interest of creditors” o sea la apreciación de que es correcto aceptar una propuesta donde se ofreciera una quita inferior a la que se recibiría en la liquidación del acervo patrimonial parece correcta frente a la liquidación de un patrimonio individual, pero inaceptable en el caso de una sociedad, pues si ello ocurriera –salvo casos de desastres- se abrirían acciones de responsabilidad contra administradores y socios, pues la liquidación se debió iniciar cuando había desaparecido el capital social y por lo menos contablemente se podía satisfacer el 100% del pasivo. En este aspecto, la mera comparación – intentando aplicar la previsión del art. 52 2. iv) LCQ- de la propuesta apoyada por la mayoría y los montos de activo y pasivo señalados por el Síndico en el informe general (art. 39 2 y 3 LCQ) pueden llevar a equívoco. La comparación inicial debería ser frente a las manifestaciones e información de la sociedad concursada presentadas conforme requiere el art. 11 3. 4. y 5 LCQ. Una diferencia entre esta información y la brindada por el Síndico puede devenir de dos factores: una sobrevaluación del activo por parte de la deudora o un ocultamiento de pasivo. En estos casos se abrirían acciones de responsabilidad previstas en el art. 99 LSC y/o del art. 173 LCQ en caso de quiebra, sin descartar previsiones penales según el caso¹⁸⁹.

V – LOS ACUERDOS CONCURSALES Y LA QUITA A LOS CRÉDITOS.

Volvamos ahora sobre un aspecto substancial de la propuesta que el Juez debería considerar ab initio.

Primero respecto a la propuesta de quita en cualquier concurso. La quita no debería superar la tercera parte de los créditos –calculado el costo de las esperas- para no incurrir en la

¹⁸⁹ Una situación muy particular resultaría de un aumento del pasivo significativo, como obligaciones postconcursoales (que deberían integrar el informe del síndico art. 39 3 LCQ) que podría estar indicando la inviabilidad de la empresa, o también estar significando la pérdida del capital social, situación prevista en la legislación societaria, que no es absorbida por la situación de concurso.

confiscatoriedad del derecho de propiedad de los que no aceptaron la propuesta o los que no pudieron –por cuestiones procesales concursales- expresar su voluntad. Sobre el punto nos hemos expedido¹⁹⁰. De no mediar conformidad expresa no puede entenderse que por medio de un acuerdo concursal se pueda conculcar el derecho de propiedad de los acreedores que no adhieren a la propuesta de acuerdo o que no pueden expresar su opinión por el estado de la causa. Así también lo entendió el Juez Arcanó en “Villafañe, Juan Agustín s/ Concurso Preventivo, en Mendoza, el 10 de Julio de 2.008¹⁹¹, particularmente con las expresiones sobre la legalidad de la propuesta económica: “ha contrariado la finalidad económico-social del mismo que, en la especie, no está solamente dada por la conservación de la empresa como fuente de producción y trabajo, sino también por el logro de una finalidad satisfactiva del derecho de los acreedores, la cual naturalmente resulta negada cuando la pérdida que se les impone es claramente excesiva.” (“Arcángel Maggio SA p/Concurso Preventivo” Suplemento LL “Concursos y Quiebras” 24/04/2.007, pág.48 y ss.).- La propuesta presentada, tanto en su ínfimo porcentaje (10 %), como en el plazo de pago, el plazo de gracia, la indeterminación del comienzo del término y la falta de contabilización de intereses por el lapso de espera a que se somete el pago de los créditos, resulta en rigor una quita superior a la mera expresión de la merma prevista, una licuación total del pasivo y una clara afectación del derecho de propiedad de los acreedores. Un verdadero abuso del Derecho”¹⁹².

Lo fundamental es determinar que una quita y espera empobrece a acreedores quirografarios y enriquece directamente a socios de la sociedad concursada, rompiendo así la axiología jurídica y el valor justicia que tiende a asegurar el equilibrio en los repartos, justamente bien logrado en la última crisis, en las relaciones individuales al hacer soportar a ambas partes los efectos de las medidas económicas.

Y el análisis sobre la confiscatoriedad de la propuesta –y del acuerdo por mayoría, en su caso- debe formalizarse para asegurar el derecho constitucional de propiedad de los que no han prestado su conformidad, pero que sufrirán los efectos de ese acuerdo ilegal.

VI – LA QUITA EN LOS CONCURSOS DE SOCIEDADES COMO ABUSO.

Ahora pongamos un nuevo límite: el abuso de la quita en una propuesta de acuerdo por una sociedad.

“El concepto de abuso, como acción y efecto de abusar, es usar mal, excesiva, injusta, impropia o indebidamente de algo o de alguien (Real Academia Española “Diccionario de la Lengua Española”, 2.002). El Art.1.071 del C. Civil, luego de recordar que el ejercicio regular de un derecho propio o el cumplimiento de una obligación legal no puede constituir como ilícito ningún acto, agrega “La Ley no ampara el ejercicio abusivo de los derechos. Se considerará tal al que contraríe los fines que aquélla tuvo en mira al reconocerlo o al que exceda los límites impuestos por la buena fe, la moral y las buenas costumbres”. Como lo reafirma Lidia VAISER, el Art. 1.071 del C. Civil resulta, a no dudarlo, una norma fundamental en la restricción del abuso y un soporte monumental en el plano de todo conflicto jurídico, cualquiera fuere la esfera normativa que aborda en su núcleo central (“El

¹⁹⁰ Cfme. PALAZZO, J. L. – RICHARD, E. H. en “VI Congreso Nacional de Derecho Concursal y IV Congreso Iberoamericano de la Insolvencia”, Rosario 2006, Tomo I pág. 715.

¹⁹¹ RICHARD, E. H. “Integración de la propuesta de acuerdo en concurso societario (en torno a reciente fallo señero)” en RDCO, jurisprudencia anotada, nº 234, Enero Febrero 2009, Ed. Abeledo Perrot, pag. 79.

¹⁹² Múltiples artículos en torno a la confiscatoriedad de los porcentajes de la Resolución nº 125/08 del 11 de marzo de 2008 del Ministro de Economía liberan de más comentarios de quitas tendientes a soslayar la capitalización de la sociedad, sencillo método societario para superar las crisis económico-financieras de la sociedad de la que son propietarios.

Abuso de Derecho en los Procesos Concursales” JA 2.003-IV- 1.328). A ello debe agregarse el contenido del art. 953 del C. Civil que sanciona con nulidad absoluta (art. 1044 C.C.) a este tipo de actos.

De constatarse en un balance social que existe patrimonio neto neutro o negativo, con su aprobación se ha acreditado la existencia de la causal de disolución de pérdida del capital social (art. 94 5° LSA) que impone la liquidación para preservar a los acreedores, que sólo puede ser evitada de reintegrar o aumentar el capital social (art. 96 LSA) y en apartamiento genera la responsabilidad de administradores y socios (art. 99 LSA).

En el caso el derecho de proponer quitas implica un real abuso de derecho frente a su obligación incumplida de reintegrar o aceptar la capitalización de la sociedad¹⁹³.

Y si no hubiera tal pérdida del capital social, a asumir por las previsiones de la ley societaria, sería un abuso de derecho pretender una quita, pues la crisis podría afrontarse con una mera espera difiriendo el pasivo corriente, hasta que pueda ser atendido por el activo corriente.

Con relación al fraude a la Ley, Adolfo Rouillon expresó: “Genéricamente, ella se refiere a cualquier acto o actividad enderezados a soslayar, contradecir o de cualquier modo burlar disposiciones imperativas” (“Régimen de Concursos y Quiebras” Ed. Astrea, 15° Ed., Pág.155). Y que los socios y administradores continúen el giro social habiendo perdido el capital social, sin reintegrarlo e incumpliendo así con una norma imperativa de la ley, intentando cubrir su personal obligación con quitas impuestas a los acreedores implica un claro fraude a la ley societaria.

Bastará advertir que no se adoptaron soluciones societarias, que no se afrontó la crisis oportunamente, que sólo se exige un sacrificio a los acreedores, para que la propuesta no pueda sea homologada, por abusiva¹⁹⁴ en fraude a la ley al haberse omitido las soluciones societarias. Allí se abrirá –pues estamos ensayando sobre sociedades- el proceso previsto en el art. 48 LCQ¹⁹⁵.

VII – CONCLUSIONES.

En conclusión, con lo expresado nos referimos específicamente a la resolución de homologación de la propuesta, tema clásico de la doctrina concursalista. Pero nos anticipamos a los contenidos habituales de las sentencias homologatorias.

Nos referimos a que la apreciación judicial debe versar en primer lugar sobre la existencia o no de propuesta en los términos de la ley, o sea que no bastará determinar la quita y espera pretendida –u otras variantes-, sino si la misma se encuentra debidamente integrada con el régimen de administración y el comité de control debidamente apoyado por los acreedores. En segundo lugar, si la propuesta integrada es imputable a la sociedad.

El tema de la abusividad es harina de otro costal que debería engarzarse inmediatamente después que el juzgador afronte las declaraciones precedentes.

¹⁹³ FIMMANO, F., “L’ allocazione efficiente dell’ impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci”, en Revista delle società, 2010, Milán 2010, Giuffe Editores, páginas 57 y siguientes.

¹⁹⁴ RICHARD, E. H. “Crisis de sociedades: Acuerdos concursales abusivos vs. Solución privada” en *SUMMA CONCURSAL*, Buenos Aires 2012, Ed. Abeledo Perrot, tomo II pág. 1945.

¹⁹⁵ La abusividad es calificada si para imponer la mayoría aparece un tercero adquirente de un crédito que se “despoja” de su derecho, que no aparece ningún elemento de seriedad –ni antes ni después de la apertura del concurso- para enfrentar la crisis, ni plan ni régimen de administración y disposición para cumplir el acuerdo, ni libros, ni conformación del comité de control.

El abuso de derecho y el fraude a la ley resultará claro cuando, en caso de sociedades, los administradores no hayan cumplido con las previsiones del derecho societario, trasladando el problema a la decisión de los socios y éstos no hubieren intentado superar la pérdida del capital social (conservación de la empresa), con desembolsos propios o invitando a los acreedores a compartir el riesgo –capitalización del pasivo art. 197 LS-, que en el concurso conllevan a integrar la propuesta.

Si ello no ha ocurrido, el Juez no puede dejar de ver que a través de la homologación ha empobrecido a los acreedores y ha enriquecido a los socios, que no realizaron el esfuerzo que les impone la ley societaria, ni afrontaron el esfuerzo compartido que imponen reglas de equidad y de repartos dikelógicos, usando del sistema jurídico y judicial –aparentemente disponible- para enriquecerse.

Por supuesto que estas apostillas son para la meditación, pues muchos las profundizarán y otros las cuestionarán. Pero ese es el método de construir un sistema jurídico y judicial más eficiente, particularmente respetando los criterios de equidad, justicia y esfuerzo compartido (absolute equity rule).

No hacerlo significaría afectar el orden público¹⁹⁶. Es acorde la jurisprudencia, siguiendo a prestigiosa doctrina, que el orden público es el "conjunto de principios eminentes a los cuales se vincula la digna subsistencia de una organización social establecida que no pueden ser alterados por la voluntad de los individuos" (c.c.: 21, conf. Llambías, J.J. "Tratado de derecho civil- Parte General", t. I, nros. 184, 195 y 197, pgs. 158, 163 y 197, ed. 1973).

Ha expresado Otaegui que hay una difundida opinión "consistente en que la Ley de Sociedades Comerciales 19.550 (LSC) es de orden público o al menos de interés público. La naturaleza de orden público de la LSC es cuestionable partiendo del supuesto que el orden público es la base esencial de un estado plasmada en su constitución sea esta estatutaria o consuetudinaria. Así en nuestro caso hay un orden público prescripto en la Constitución en los llamados derechos constitucionales de primera generación o sean los derechos constitucionales generales (Constitución Parte Primera), a los que se sumaron los derechos constitucionales particulares de segunda generación o sean los derechos laborales (C. Nacional art. 14 bis) y los derechos constitucionales de tercera generación o sean los derechos sociales (C. Nacional arts. 41, 42). Los derechos constitucionales de primera generación son los atinentes a la libertad (CN arts. 14, 15), la propiedad (CN art. 17), la seguridad y la justicia (CN art. 18), y la vida (CN art. 33) sin él que los anteriores carecerían de razón de ser. ... No hay aquí mención alguna a un orden público societario, aunque las relaciones societarias si bien libradas a la autonomía de la voluntad, deben respetar al orden y la moral pública (Constitución Nacional art. 19) ... Es por esto que el C. Civil, base del C. de Comercio (C.Com. regla I, art, 207), pone los límites de sus arts. 21 y 953 entre otros....Hay por cierto un orden público laboral y un orden público social pero no hay un orden público societario" Pero en cuanto aparece comprometida la continuidad del giro empresario –objeto de la sociedad- aparece un orden público social: la conservación de la empresa por el efecto social y económico en la región, y la conservación del empleo, además de la afectación del derecho de propiedad con el intento de imponer quitas a los acreedores, enriqueciendo a los socios que intentan así sustituir su obligación de reintegro del capital social.

¹⁹⁶ La CNCom Sala E en sentencia del 12 de octubre de 2012 en "Achinelli, Alberto P. c/ Agropecuaria Los Molinos S.A. y otro" consideró violado el orden público societario por una violación de competencia del órgano de gobierno por el órgano de administración (Newsletter Derecho Comercial 11.03.2013, Abeledo Perrot).

El gran desafío para el derecho es mantener la empresa viable, con pleno empleo, asegurando la inclusión social, evitando mayor marginación sin que signifique afectar la competitividad ni dañar el mercado. Parece fundamental tener presente que el derecho concursal excede la interpretación de la ley concursal. Esta visión limitada impide afrontar el desafío de un derecho concursal eficiente. Cualquier reforma que margine el sistema jurídico y se reduzca al proceso concursal carecerá de todo sentido.

Y nuestro postulado es el de una visión integral del sistema jurídico. En materia de crisis societaria, aún en el caso de apertura de un concurso preventivo o de un acuerdo preventivo extrajudicial, no se puede prescindir de la aplicación de las normas imperativas de la ley societaria que fijan las obligaciones de administradores y socios para que un instrumento tan maravilloso de la organización, como es la constitución y funcionalidad de las sociedades, no se convierta en objeto riesgoso y peligroso como un automóvil a alta velocidad y sin conducción fiable.

BIBLIOGRAFÍA.

AAVV *Por un mejor Derecho Concursal*, 3 tomos, San Miguel de Tucumán 2012.

CASADIO MARTÍNEZ, Claudio *Informes del Síndico Concursal*, Ed. Astrea, Buenos Aires 2011.

DASSO, Ariel Ángel *Derecho Concursal Comparado*, Tomos 1 y 2, Ed. Legis, Buenos Aires 2009, Tomo III, Ed. Legis, Buenos Aires 2012.

ETCHEVERRY, Raúl - JUNYENT BAS, Francisco (Directores) *SUMMA CONCURSAL*, 5 tomos AAVV, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires 2012.

ETCHEVERRY, Raúl – RICHARD, Efraín Hugo (Directores) *SUMMA SOCIETARIA*, 6 tomos AAVV, Ed. Abeledo Perrot, Buenos Aires 2012.

MARTORELL, Ernesto (Director) *Ley de Concursos y Quiebras comentada*, 5 tomos AAVV, Ed. La Ley, Buenos Aires, mayo 2012.

PULGAR EZQUERRA, Juana *Preconcurso y Acuerdos de Refinanciación. Adaptado a la ley 38/2011 del 10 de octubre, de reforma de la Ley Concursal*, Ed. LA LEY grupo Welters Kluger, Madrid julio 2012.

RICHARD, Efraín Hugo *Perspectiva del derecho de la insolvencia*, Ed. Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, Córdoba 2010.

RICHARD, Efraín Hugo – MUIÑO, Orlando Manuel *Derecho Societario*, 2 tomos, Ed. Astrea, 2ª. Edición actualizada y ampliada, Buenos Aires 2007.

ANEXO V:

“DERECHO SOCIETARIO DE CRISIS”¹⁹⁷ - Efraín Hugo RICHARD¹⁹⁸

DERECHO SOCIETARIO DE CRISIS en un título en homenaje a Alessandro Nigro que en 2017 en Punta del Este expuso sobre “**Il «diritto societario della crisi»: una nuova frontiera?**” como pregunta, llevando a profundizar *una crescente attenzione da parte del legislatore e, di riflesso, da parte della dottrina*. Y que *l’espressione «diritto societario della crisi» si intende come “punti di intersezione” di questi due diritti*, lo que en la sesión de ayer fue claramente advertido en diversos abordos. Si, el derecho societario es una frontera, sus normas imperativas no pueden ser dejadas de lado por el proceso concursal, salvo expresa norma. Desde hace mucho distingo la crisis del patrimonio de una persona humana del de una persona jurídica, como lo hace la Comisión WINTER señalando que ante la crisis patrimonial de la primera el riesgo es de los acreedores, pero en una sociedad el riesgo es de los socios. Ahora lo afronto en limitado tiempo.

En este Congreso, internacional, intento alejarme de normas y de trámites procesales para centrarme en principios y criterios de la lógica formal, de la estructura tipológica de la sociedad y sus normas imperativas, con conductas congruentes de buena fe, y congruentemente lo hacemos desde la Facultad de Economía y Administración de la Universidad de Roma L’Sapienza, evitando normas que a veces por el excesivo intento regulatorio generan una prolija oscuridad. No excluyo preocupación sobre la enseñanza del derecho societario y el concursal en torno a la crisis de sociedades: es nuestra obligación pensar, y enseñar a pensar.

La perspectiva que comparto, es similar a principios de la Directiva Europea 2019/1023 expandiéndola a América, que conlleva limitar la judicialización, entendiendo que la mayoría de situaciones se superara con herramientas jurídicas disponibles, las empresas no viables sin perspectivas de supervivencia deberían liquidarse lo antes posible, favoreciendo la recuperación de empresas en crisis, que garantice los derechos tanto de acreedores como de deudores

La clave es el plan de empresa o negocios, mejor expresado en “plan de viabilidad” que ha motivado la atención de nuestro Presidente Aurelio Gurrea Chalé y también de Lidia Vaiser, centrado en la reestructuración, vinculado a alertas tempranas, pues *cuanto antes pueda detectar la sociedad sus dificultades financieras y tomar las medidas oportunas, mayor será la probabilidad de evitar una insolvencia inminente o más ordenado y eficiente será el procedimiento de liquidación*. Se advierte un deber de administradores, las previsiones de gobernanza: la obligación de activar prontamente un procedimiento preconcursal para evitar la insolvencia, en beneficio de la sociedad y, a la postre, de los socios y acreedores. Este deber asume la connotación de *la diligencia* que implica la correcta gestión de la sociedad –business judgement rule-, con el fin de prevenir la infrapatrimonialización y, por lo tanto, maximizar su valor para todos los *stakeholders*. Hemos escuchado al maestro Angel Rojo referirse al plan de reestructuración en la frontera del derecho

¹⁹⁷ Discurso en XVIII Congreso del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal “Público y Privado en la gestión de la crisis” en Universidad de Roma L’Sapienza 15. 16 – 17 de junio de 2022, a las 13 hs. del 16 de junio de 30 minutos, integrando las conferencias previstas de Angel Rojo, Luis Manuel Meján, Efraín Hugo Richard, Israel Creimer, Ana Belén Campuzano y Alessandro Nigro. Puede verse en www.acaderc.org.ar, página electrónica de la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba.

¹⁹⁸ Profesor Emérito de la Universidad Nacional de Córdoba. Ex Vicepresidente Académico del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal (sede México) organizador del Congreso, Miembro Emérito y actual Coordinador del Comité Académico.

societario, conforme a esa Directiva, y sus críticas por diferencias de traducción y el particular enfoque de su introducción en España.

La Directiva desplaza el eje de la disciplina de la relación deudor-acreedor a la relación empresa en crisis-partes interesadas, recompone prioridades, *debilitando* la posición de los socios para superar resistencias a operaciones de reestructuración, una verdadera frontera.

El desafío se ha convertido en predisponer herramientas negociales con una injerencia limitada o nula de la autoridad judicial, para reestructurar la masa deudora preservando las sociedades potencialmente útiles para mejor satisfacción de todos los intereses.

Es un problema metodológico. No se puede exigir eficiencia al sistema concursal si los administradores de la sociedad en crisis no han satisfecho las previsiones de las normas imperativas que resguardan el uso funcional del medio técnico organizativo. La tesis es que la crisis debe ser asumida por administradores y socios desde la normativa societaria.

El lema del Congreso “Público y privado en la solución de la crisis” lleva a insistir en el incremento de las técnicas societarias privadas y limitar la intervención pública del Juez.

Queda en claro que lo conservable es la empresa viable, en la sociedad que la contiene o en otra. Y la tutela pública y privada a ese interés conservativo no puede ser la protección de socios pues les otorgaría un privilegio sobre acreedores, violando reglas de prioridad. Tender a ultranza a mantener la empresa, si no es posible su viabilidad, puede ser sinónimo de proteger al empresario ineficiente o fraudulento, apunta Franceschelli, y no puede aceptarse un criterio pragmático de respaldo a ese empresario incapaz de autoprogramación. Un hipergarantismo trata de no advertir esas maniobras artificiosas, que Provinciali señaló como “ció que segna el confine tra fisiología e patología nella vita del patrimonio”.

Esa perspectiva superadora se encuentra en la normativa imperativa de la regulación de la sociedad, y la disponibilidad no imperativa del escudo concursal, no alterando la esencialidad que las pérdidas deben ser atendidas por socios. Esas normas no impiden concursarse, y sin cambiar su naturaleza sólo generar un escudo protector, evitando agresiones y facilitando la reorganización. La Recomendación I del Instituto Iberoamericano de Derecho Concursal del 2020 es clara en tal sentido.

Central, en lo privado, es el límite de la autonomía de la voluntad del sistema societario, acotado por normas imperativas que resguardan el uso de la técnica de organización personificada con el límite de no dañar. Los primeros artículos de cualquier ley de sociedades la tipifican en “realizar aportes generando un patrimonio para aplicarlo a la producción o intercambio de bienes o servicios participando de los beneficios y soportando las pérdidas”. O sea, generando un nuevo patrimonio, prenda común de sus acreedores.

Las alertas tempranas son naturales en esa organización. La contabilidad las ofrece detectando la cesación de pagos, y la insolvencia es también delineada como causal de disolución, y genéricamente como la imposibilidad de cumplir el objeto social, convergente con la idea de la conservación de la empresa viable, protegiendo todos los intereses, manteniendo el patrimonio en condiciones operativas. Usar del escudo concursal aparece como estrategia para asumir particularidades de la crisis.

Emilio Beltrán, recordado catedrático y Vice Presidente Académico del Instituto, calificó esa visión societaria como preconcursal, sosteniendo que para evitar que llegue al estado de insolvencia, el legislador estableció un mecanismo preventivo consistente en obligar a la sociedad a

disolverse o adoptar medidas sustitutorias de saneamiento cuando se produzcan pérdidas graves, amenazando con sanciones a administradores. Transfiriendo el sistema de preconcursalidad a la legislación societaria, sostuvo que *“parece razonable pensar que la quiebra de una sociedad debería convertirse en una institución residual, ya que el sistema preconcursal previsto debería ser suficiente para impedir la insolvencia”*.

La legislación societaria contiene previsiones imperativas para asumir esa crisis tempestivamente y a bajo coste, sin dañar. Franco Bonelli ante el supuesto de la continuación de la gestión social después de la pérdida del capital social, apuntaba a la responsabilidad de administradores por estar comprometida su diligencia.

En ese mismo sentido Karsten Schmidt afirmó *“En la mayoría de los países del mundo muchas cuestiones de responsabilidad son tratadas como elementos del Derecho Concursal. En parte eso se basa en la observación correcta, que las cuestiones de responsabilidad entran en vigencia en los casos de insolvencia. La calificación de Derecho Concursal de las reglas de responsabilidad tiene razones más fenomenológicas que motivos sistemáticos de Derecho. En Alemania, donde prevalece el pensamiento sistemático en Derecho, la tendencia es la contraria: la mayoría de las cuestiones de responsabilidad son clasificadas como del Derecho Societario –no del Derecho Concursal-, aun si como parte actora comparece un síndico del concurso. En el año 2000, en el Segundo Congreso Iberoamericano –Córdoba- expuse ello. Los derechos y obligaciones de los cuales hablamos no resultan del procedimiento de insolvencia”*. Comparto tales criterios.

Exponía Juana Pulgar que la preconcursalidad es hoy abordada como forma de paliar la ineficiencia de la legislación concursal, con más inmediatos resultados y menores costes económicos y sociales.

No puede pretenderse que las crisis de las sociedades sean resueltas integralmente por el Derecho Concursal, al estar prevenidas por normas imperativas del derecho societario, que actúan como sistema preconcursal, dejando a la concursal como remedio marginal, un escudo frente a ciertas situaciones, que a su vez limita la libertad empresarial, no conteniendo normas imperativas sino procedimentales.

¿Como aceptar que los socios shareholders intenten y logren traspasar su obligación de soportar las pérdidas, a los acreedores –salvo decisión individual o unánime de ellos- con reducciones o quitas que generan ganancia imponible, incluso generando distribución de utilidades? Ello implica una manifiesta violación de reglas de prioridad, la *absolute priority rule*. Los socios no pueden pasar de subordinados a acreedores privilegiados.

Busquemos entonces otros remedios en atención al interés de los stakeholders o sea a los sujetos con *“intereses diversamente vinculados”* a través de la conservación de la empresa: los trabajadores, los proveedores, los clientes, la comunidad nacional, el mercado en su conjunto, el Estado y los socios. Tales intereses gradúan, en mayor o menor medida, el giro y el contenido de las modernas legislaciones concursales, posibilitando relativizar prioridades.

Las soluciones societarias, extrajudiciales, confidenciales, con el plan de reorganización integran una nueva frontera al decir de Nigro.

Reitero la necesidad del plan de viabilidad. La acción de conservar la empresa debe estar a cargo de alguien y en el derecho societario lo es a cargo de los administradores, que deben transmitir los problemas y las posibles soluciones a los socios, y estos resolver, lo que Marcelo Barreiro confirmó ayer.

En protección de acreedores apunta Alfaro recientemente “En la tradición del Derecho alemán, la protección de los acreedores ostenta una posición paritaria junto a la protección del interés social. Como los acreedores permanecen fuera de la organización social en contraposición a los accionistas y tienen menos posibilidades de influir para proteger sus propios intereses, un Derecho como el alemán que pretende cohesionar dentro del Derecho de sociedades una serie de intereses plurales y a menudo divergentes, favorece una y otra vez a los acreedores. Los accionistas han de asegurarse de que en el patrimonio social hay en todo momento activos de valor contable suficiente para cubrir la totalidad de las deudas más la cifra de capital...es la prevención de la insolvencia”.

El uruguayo Olivera Amato recuerda: “Ambas disciplinas deben perseguir, desde una concepción integral del sistema jurídico, una armonización de sus sistemas normativos en orden a la tutela del crédito, a la anticipación de las crisis y a evitar su profundización y propagación”.

Las normas en el derecho comparado societario contienen alarmas específicas al margen de la debida contabilización y la producción anual de un balance y la Memoria prospectiva para información de los accionistas. Alarmas tempranas, que resultan de esa documentación, son recogidas como causales de disolución –aunque no necesariamente implican liquidación- derivadas de pérdidas porcentuales del capital social, como forma de indicar la infrapatrimonialización e insolvencia. Se acumulan causales de imposibilidad sobreviniente de cumplimiento del objeto social, por razones patrimoniales, económicas o financieras. En igual sentido la reciente ley societaria de Bélgica en vigencia el 1/1/2020 que ante la reducción del patrimonio por debajo del capital contiene un “procedimiento de alarma” y para evitar la liquidación, la única alternativa es presentar un plan de saneamiento o viabilidad.

Diana Rivera apuntó la reforma de la ley societaria colombiana sustituyó la causal de pérdida del 50% del capital por la de negocio en marcha al final del ejercicio, unido a la obligación de administradores de convocar a socios ante deterioros patrimoniales o riesgos de insolvencia. Es a la postre siempre el análisis de la viabilidad del negocio. En todos los casos no es un tema de infracapitalización sino de infrapatrimonialización.

Es clave el rol de los sistemas de responsabilidad, como materia de la preconcursalidad. Generan una percepción “*ex ante*” para desincentivar los comportamientos indeseados, dañosos respecto de terceros, cualquiera sea el régimen de limitación de responsabilidad del tipo social adoptado. Si la defensa del interés general y de acreedores –prevista desde lo público en la legislación- descansa en la capacidad patrimonial, parece razonable que en situación en la que el patrimonio es insuficiente poniendo en peligro la satisfacción del pasivo se adopten soluciones, y eventualmente se genere responsabilidad.

Spolidoro al igual que *Karsten Schmidt* sostiene que el derecho societario y el derecho falimentar se influyen mutuamente, bajo reglas del “*corporate goverment*”, imponiendo ante la pérdida total o parcial del capital social la convocatoria a asamblea, configurando el “*leitmotiv*” de la “*profilaxis de la insolvencia*” el asegurar la estabilidad de la empresa. Ante falta de disposición normativa existe la posibilidad de enfocar el problema de la infrapatrimonialización desde la óptica de la *responsabilidad de los administradores*, que se deben a mantener la viabilidad de la actividad. Así se contempla en Francia, con la *action en comblement du passif*, que establece en sede concursal la sanción a la infrapatrimonialización.

Esa tensión aumenta cuando el valor patrimonial de la sociedad no permite satisfacer su pasivo. Los accionistas pierden interés en la gestión, y los acreedores en cambio pasan a tener interés fundamental en la prosecución exitosa de la actividad. Los acreedores de una empresa en crisis se

encuentran en la misma situación de inversores sin derecho al decir de Stanghellini. La Directiva trataría de atenuarlo.

Ante las alertas tempranas de crisis o detectarse causales de disolución la legislación especial dispone opciones imperativas de remediación: reintegrar, capitalizar la sociedad por diversos medios o liquidar, bajo la sanción de generar responsabilidad por el daño que se pudiera causar. Acciones que pueden llegar no sólo a administradores sino a socios de control que por acción u omisión entorpecieron la reorganización. Los socios cometerían abuso de derecho si en vez de capitalizar concursaran la sociedad para que acreedores asuman las pérdidas.

El socio inversor o minoritario puede dormir tranquilo. Para responsabilizar se impone culpa, pues deriva de la teoría general de la responsabilidad civil o de las previstas en la ley societaria, que no quedan impedidas por el concurso preventivo, y la quiebra abre otra vía. El contrapeso al control preventivo lo constituyen, al decir de Mauricio Yadarola en 1925, *ex post* las acciones de responsabilidad contra administradores y socios de corroborarse que arguyeron la viabilidad de mala fe causando daño.

Si se compromete la continuidad del giro empresario –objeto de la sociedad- aparece un orden público social: la conservación de la empresa por el efecto social y económico en la región, y el derecho constitucional de propiedad de acreedores y a trabajar de sus empleados. El gran desafío para el derecho es mantener la empresa viable, pero recordando la apreciación de Cámara: *El principio de conservación de la empresa no constituye una patente de corso para la gestión empresarial.*

La conclusión lógica es simple: si la sociedad tiene un mero problema de cesación de pagos, un activo corriente inferior al pasivo corriente, una espera –corta o larga- solucionará el problema. Si tiene patrimonio neto positivo no se advierte la necesidad de reducir el pasivo.

Sigo revisando la frontera. En la perspectiva del derecho societario ante la insolvencia la capitalización por reintegro, o aumento por los mismos socios, terceros o de deuda, debiendo recordar a Abadesa “la remodelación tiende a salvar la empresa, no a aquellos que deben sufrir la responsabilidad o riesgo de la insolvencia”. “La suficiente capitalización de la sociedad al momento de su constitución y posteriormente, durante todo el desarrollo de la actividad empresarial es la mejor manera de evitar la insolvencia de la sociedad”, y ello se logra –eventualmente- por la capitalización del pasivo, que tiene efectos tributarios neutros y libera a fiadores y deudores solidarios, a su vez la extinción del pasivo excluye acciones de responsabilidad y parece ser el lineamiento aconsejable en los “acuerdos privados” –los *company voluntary arrangement*- con los acreedores financieros –que he practicado-, que de ser la empresa viable colocarán las participaciones en sus inversores. La quita o reducción de pasivo implica un menoscabo de los acreedores, con tributación por ganancias a cargo de la sociedad. En la Sociedad de Responsabilidad Limitada se generará una transformación en esa reorganización.

Una española afirma “la puesta en marcha de mecanismos encaminados tanto a prevenir o superar la situación de insolvencia, eludiendo, en la medida de lo posible, la declaración de concurso (conocidos como institutos preconcursales), es precisamente la previsión en nuestra LC de capitalización de créditos, en su terminología anglosajona *debt equity swap*, como posible integrante de los acuerdos preconcursales –copio a Ascensión Gallegos Córcoles en libro de 2019

“La capitalización de créditos mediante aumento del capital social”¹⁹⁹-. Continua: “también se introdujo el controvertido régimen de responsabilidad de los socios del deudor, que puede resultar en su condena a la cobertura del déficit concursal resultante de la liquidación”. Sigue la colega “la intención de nuestro legislador es impulsar, casi a toda costa, la capitalización tanto en sede concursal como preconcursal, ya que se ha mostrado idónea como medida de saneamiento financiero, especialmente para la superación de crisis empresariales. En efecto, además de producirse un incremento del patrimonio neto, evitando caer en una situación de disolución por pérdidas, genera un incremento de liquidez, reduce costos financieros derivados de la satisfacción de los créditos y mejora la *ratio* de endeudamiento, por cuanto le permite, aplicar para otros fines fondos que habría de destinar al pago de las deudas que se extinguen por la capitalización. A su vez ello se sitúa en la base de las expectativas de beneficios para los socios...también es posible que surja un auténtico mercado de créditos que lleve a la adquisición derivativa de éstos por parte de quien persigue a través de ello rentabilizar dicha adquisición una vez restablecida la viabilidad económica de la sociedad”. De nuevo el plan de viabilidad.

Las soluciones normativas-doctrinarias a la capitalización son múltiples, permitiendo emitir acciones con o sin prima, con derecho de rescate, con preferencias patrimoniales limitando derechos políticos, ubicándolas en clases, sectoriales y otras variables como pactos de preferencia para recompra, entrega a la par de obligaciones convertibles, o alternativas de negocios en participación y modalidades de préstamos participativos. La capitalización o participación es de equidad y aceptada por normas imperativas, mantiene equilibrio entre socios y acreedores que se incorporen, ofreciendo sinnúmero de herramientas que pueden equilibrar intereses y asegurar la conservación de la empresa, que no significa ni la conservación de los socios ni de la misma sociedad.

Tales prácticas Karsten Schmidt las tituló como exitosas por confidenciales y eficaces.

Esas soluciones societarias permiten integrar socios interesados en el plan de negocios, en reflotar la actividad, compartiendo riesgos con los originales socios. Bajo el principio de buena fe, que la doctrina argentina denomina “*esfuerzo compartido*”, pues es inmoral que la solución concordataria devuelva, a los accionistas de la concursada, una empresa revitalizada y que todo el daño emergente de la cesación de pagos y más de la insolvencia recaiga en exclusiva en acreedores, al decir de Daniel Truffat.

Concluyo. En Cesación de pagos, que significa sólo activos ordinarios insuficientes, imponer una quita o reducción a acreedores implica que la sociedad obtenga una ganancia extraordinaria, sin haber sufrido pérdida. Es toda ganancia para la sociedad y por ende de socios. Si hay infrapatrimonialización la pretensión de imponer quitas o reducción de pasivo revela un incumplimiento de los administradores –y socios- a las previsiones imperativas de la ley societaria, un intento de no asumir las pérdidas, subvirtiendo la absolute priority rule, resistiendo la capitalización que es una forma de relativizar la priority rule. Temas que han ilustrado en sendos ensayos Luis Meján y nuestro anfitrión Daniele Vattermoli,

La capitalización descarta una posterior renegociación del acuerdo pues hay una aventura en común. Y devuelve solidez patrimonial para requerir financiamientos viables.

Si una sociedad no obtiene capital de sus propios socios o de terceros, es porque no existe un adecuado plan sobre su viabilidad y rentabilidad.

¹⁹⁹ En ese momento se generó un murmullo en el Auditorium, y una voz desde un conjunto de juristas españolas, señaló aquí está, generando un inmediato breve diálogo con la distinguida autora con mis felicitaciones, señalándole que seguiría usando de su material, diálogo que profundizamos luego.

Así dejo afrontada la temática de lo privado, con mayor libertad, y lo público enfocándolo en la imputación de responsabilidad cuando las diligencias internas no han sido asumidas.

Una frontera en la que debemos seguir indagando en cada país conforme al desafío planteado por el maestro Alessandro Nigro años atrás, y que -a mi entender- ha sido receptada en el nuevo Código Civil y Comercial argentino vigente desde el año 2015.

Si motivé dudas habré cumplido mi propósito. Agradezco la atención dispensada y quedo dispuesto al debate, y les recuerdo que la Universidad Nacional de Córdoba y la Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, a través de su Instituto de la Empresa- los esperan el 26 de octubre de este año en el triannual Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, que sostenemos desde 1977.

