

## **LA INFRACAPITALIZACIÓN NO ES EL PROBLEMA. INCAPACIDAD DE NUESTRO SISTEMA LEGAL PARA VELAR POR LA TRASLACIÓN EFICIENTE DEL RIESGO**

POR ALEJANDRO MIGUEL LÓPEZ TILLI

### ***Fundamentación de la ponencia***

Nuestra legislación societaria y concursal le permite a la empresa deudora una serie de juegos muy peligrosos que comportan un auténtico incentivo para perjudicar los intereses de los acreedores.

Este incentivo indica que en una sociedad que atraviesa por una complicada situación de solvencia se incrementará de manera significativa la vocación de los inversionistas por tomar decisiones con altas tasas de riesgo. La diferencia en la aversión al riesgo por parte de los acreedores y los inversionistas crece de sobremanera cuando la compañía comienza a evidenciar los primeros síntomas de crisis. En efecto, los acreedores exigirán al management de la compañía una administración conservadora que tome riesgos mínimos y no implique la asunción de nuevas deudas con el fin de preservar así los activos disponibles. Como contrapartida los accionistas no temerán aventurarse en proyectos de alto riesgo dado que gozan del beneficio de limitación de responsabilidad y, en consecuencia, no comprometerán más de lo que ya han invertido.

Lo expuesto se explica por la sencilla razón de que ante la hipótesis de liquidación coactiva de los activos de la empresa, los acreedores serán los únicos en llevarse el producido de los mismos, y a los socios no les quedará más que contemplar pasivamente la desapropiación de los bienes en los que ellos invirtieron originalmente. Esto motiva que los accionistas procuren operar de manera algo más arriesgada a fin de mantener viva la operación comercial hasta el último momento posible en

la expectativa de un golpe de fortuna que les permita la recuperación.<sup>1</sup>

Ejemplo de lo expuesto puede constituir la tentación a realizar inversiones de alto riesgo que cualquier inversor racional rechazaría en la expectativa de obtener una rentabilidad muy elevada que le permita superar la situación de crisis, con la tranquilidad de que si dicha operación no resulta exitosa los accionistas no habrán perdido más de lo que ya tenían perdido antes, en efecto, desde la perspectiva de ellos el no hacer nada conduciría igualmente a la liquidación de la compañía perdiendo así los pocos activos que aún tuvieran. Y el hacer algo conservador de bajo riesgo que diera una rentabilidad acorde a situaciones de mercado pero que no llegara a revertir la situación de crisis de la compañía, sólo incrementaría las probabilidades de cobro de los acreedores. De modo tal que los esfuerzos de los accionistas no les traería aparejado a éstos ningún beneficio.

Otro ejemplo de lo expuesto es la tentación de los accionistas de la empresa en crisis a detraer la liquidez de ésta mediante el retiro de utilidades, para lo cual, no existen impedimentos en nuestro ordenamiento societario con la sola excepción de que los dividendos que se repartan deberán provenir de utilidades realizadas y líquidas. Este requisito es demasiado elástico para representar una auténtica limitación a los accionistas. En efecto, el ordenamiento permite la afectación indiscriminada del capital de trabajo en situaciones de crisis.

También puede señalarse como ejemplo el eventual incremento súbito y drástico del endeudamiento.

Este mecanismo consiste en que la compañía comience con una política de endeudamiento conservadora, emitiendo una cantidad limitada de deuda relativamente segura. Luego la compañía cambia drásticamente de política y emite una considerable cantidad de deuda adicional.

Esta maniobra termina incrementando significativamente el riesgo de la totalidad de la deuda. Este incremento del riesgo

<sup>1</sup> ADLER, Barry E. "A re-examination of near-bankruptcy investment incentive", U. Chi. L. Rev., t. 62, año 1995, p. 575; ADLER, Barry E. "Bankruptcy and risk allocation", Cornell L. Rev. t. 77, año 1994, p. 439; ADLER, Barry E. "Financial and political theories of american corporate bankruptcy", Stan. L. Rev., t. 45, año 1993, p. 311; BAIRD, Douglas G. & JACKSON, Thomas H. "Corporate reorganizations and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy", U. Chi. L. Rev., t. 51, año 1984, p. 104.

termina provocando una pérdida de valor para los antiguos acreedores quienes ahora se encuentran con un deudor que ha incrementado significativamente su riesgo de insolvencia y paralelamente representa un beneficio para los accionistas, quienes obtuvieron el financiamiento inicial a tasas bajas, compatibles con una empresa levemente endeudada.

En los ejemplos que anteceden señalamos que a medida que crece el riesgo de insolvencia crece la tentación para los accionistas de tomar decisiones arriesgadas que terminen afectando el valor de la compañía.

Es que —en virtud del beneficio de la limitación de responsabilidad— ellos no pierden nada más que lo aportado y, contrariamente, albergan la expectativa de una recuperación milagrosa a través de algún negocio salvador. Una administración conservadora sólo reportaría beneficios para sus acreedores, quienes se terminarían quedando con todo lo generado por la empresa. Es por ello que los accionistas se ven forzados a apostar por todo o nada.

Ahora bien, pese a que resulta tan claro que ante el riesgo de insolvencia el interés de los accionistas se contrapone en forma directa con el de los acreedores, y que tienen la posibilidad de adoptar los dañinos remedios que he resumido más arriba, lo increíble del caso es que nuestro ordenamiento jurídico no adopta ningún tipo de previsiones para evitar que ello suceda.

Pese a todo lo explicado, la Ley de Concursos no habilita a los acreedores a peticionar el concurso de su deudor. Éstos sólo pueden peticionar la quiebra, que es una solución altamente ineficiente y tardía. Por el contrario, el único habilitado a solicitar el concurso preventivo es el propio deudor, que es quien —justamente— cuenta con los incentivos dañinos a los que me voy refiriendo.

Pero como si ello fuera poco, la legislación concursal establece además que el presupuesto del concurso y de la quiebra es la cesación de pagos. Vale decir que la solución está llamada a llegar tarde por la propia ley. No hay nada que permita tomar una intervención correctiva cuando la empresa aún se encuentra *in bonis*.

Esto le permite a los accionistas hacer llegar a la empresa a un grado de deterioro tal, que es lo que normalmente hace que los acreedores se vean forzados a aceptar propuestas de pagos tan ridículas y abusivas como las que se han venido formulando en los últimos tiempos desde la derogación de la prohibición de

formular propuestas de quitas mayores al 40% contenida por la vieja Ley 19.551.<sup>2</sup>

El estado de la legislación actual les permite a los accionistas sencillamente extorsionar a sus acreedores, poniéndolos en la disyuntiva de aceptar propuestas de pago miserables o no cobrar nada.

Esta lastimosa circunstancia y la desesperada búsqueda de una solución han dado lugar al nacimiento de la teoría de la infracapitalización que, actuando como remedio pretoriano, busca cobrar revancha contra los accionistas revirtiendo la amenaza pergeñada por éstos, mediante la pérdida del beneficio de limitación de la responsabilidad.

Pero desgraciadamente los partidarios de esta doctrina no advierten que la solución propiciada, lejos de resolver el problema, termina quebrando la eficiencia del sistema al restringir ilimitadamente la traslación del riesgo.

La traslación del riesgo no es mala en sí misma. La función económica del principio de la limitación de responsabilidad es permitir la traslación del riesgo a quien se encuentra en mejores condiciones de administrarlo; lo que en definitiva se traduce en un abaratamiento del costo general del endeudamiento.

El problema surge cuando en los casos como los que hemos analizado en este parágrafo, los accionistas abusan, no ya del beneficio de la limitación de responsabilidad sino de la traslación del riesgo en sí misma. La limitación de la responsabilidad no es el problema. Ésta es sólo un instrumento. La dificultad radica, insisto, en el increíble margen que el ordenamiento jurídico le concede a la empresa en problemas para continuar trasladando el riesgo a terceros mediante la toma de decisiones que destruyen valor para la compañía.

Reitero: la finalidad de la traslación del riesgo es la eficiente utilización de los recursos financieros disponibles en el mercado, permitiendo el abaratamiento del costo general del endeudamiento. Mediante los mecanismos aquí señalados, dicha finalidad se ve burlada por el inescrupuloso y desesperado accionar de los directivos financieros de las empresas en problemas. ♦

La solución, entonces, no pasará por la eliminación del beneficio de la limitación de la responsabilidad —como equivo-

<sup>2</sup> Se han llegado a observar propuesta de pago de sólo un 10% del capital verificado y con un plazo de espera de más de tres años. Al menos, el límite del 40% establecía una pauta objetiva que los deudores no podía sortear.

cadamente pretende la doctrina de la infracapitalización— sino por recortar el amplio y discrecional campo de acción con que cuentan las empresas en problemas para que sus socios continúen trasladando riesgos en contradicción con la finalidad perseguida por el instituto.

La traslación del riesgo en estas circunstancias extremas, lejos de permitir una eficiente utilización de los recursos financieros disponibles en el mercado, hace que los tenedores de fondos disponibles para ser prestados se alarmen ante: (i) la creciente tasa de impago; y (ii) la ineficiencia del ordenamiento jurídico para frenar el accionar económicamente ineficiente de las empresas en problemas.

En conclusión lo que se propone por la presente ponencia es adoptar los recaudos legislativos pertinentes a fin de restringir la posibilidad de utilización de los mecanismos aquí mencionados en el marco de las empresas en crisis.