

## EL *CRAM DOWN*: CRÍTICA DE ALGUNOS DE SUS ASPECTOS SOCIETARIOS.

RAFAEL MARIANO MANÓVIL

### *PONENCIA*

Sin pretensión de agotar el tema, que da para mucho más, esta ponencia se propone destacar algunos puntos críticos que en materia societaria genera la inconsulta incorporación del llamado *cram down* en el art. 48 de la nueva Ley de Concursos y Quiebras. Son los siguientes:

- a. Si lo que quiso la ley fue introducir un nuevo mecanismo para responder al principio de conservación de la empresa, esa finalidad no resulta garantizada. Nada se exige al oferente-adquirente en cuanto a su capacidad empresaria o económica para ello, ni siquiera que garantice que su propósito es continuar la actividad y no el desguace de la empresa.
- b. El sistema se presta fácilmente a presiones y abusos de los cuales resulte el despojo de los derechos de accionistas o socios.
- c. La inclusión de las sociedades cooperativas entre los sujetos concursados que pueden ser sometidos a este régimen choca contra su propia naturaleza. Y la de las sociedades en comandita por acciones, en cuanto al socio comanditado, es incongruente con la exclusión de las sociedades con responsabilidad ilimitada y solidaria de los socios.
- d. La nueva ley consagra una suerte de expropiación sin causa de utilidad pública y en favor de otros particulares, contrariando normas constitucionales, con el agravante de que ninguna intervención se da a los afectados.
- e. La arbitraria forma de determinar el precio que consagra la ley puede llevar a las peores inequidades: la adopción del valor patrimonial contable excluye todo valor inmaterial, el cual, en muchos casos, puede ser considerable. Además es muy posible que el precio sea cero. En la determinación del precio se ha puesto más la mira en castigar a los socios que en hacer que el adquirente pague un precio razonable.

- f. El mecanismo legal plantea los problemas del socio único y de la incapacidad de derecho del art. 30 de la Ley de Sociedades.
- g. Cuando la ley permite que una mayoría calificada de socios de conformidad a una reducción del precio fijado por el juez, agrava la inequidad del sistema. Ni siquiera exige alguna forma de intervención de los disidentes o la incompatibilidad de socios que sean a la vez oferentes para otorgar esa conformidad.
- h. Se consagra así un mecanismo que puede ser aprovechado para el desplazamiento de las minorías de la sociedad.

## FUNDAMENTOS

### 1. Introducción

1. En otra ponencia presentada en esta misma Comisión ya expresé mis críticas a la intempestiva sanción y puesta en vigencia de la nueva Ley de Concursos y Quiebras n° 24.522.

2. Al vetar el Poder Ejecutivo el art. 290, que establecía la entrada en vigencia de la ley a los 90 días de publicada y la aplicación del nuevo régimen solamente a los nuevos concursos, manteniendo la vigencia del anterior para los que ya estuvieran en trámite, de pronto estamos frente a un instituto desconocido en nuestro medio, que permite que cualquier extraño al concurso interfiera en su trámite.

3. En esta ponencia no me detendré en todos los detalles, ni en marcar las considerables diferencias que existen respecto del modelo americano del que se dice tomado. Solamente efectuaré crítica puntual a algunos de los aspectos societarios que se involucran en la nueva regulación.

4. En breve síntesis, el art. 48 de la ley 24.522 prevé que, fracasadas las gestiones de la deudora para lograr un acuerdo con sus acreedores, si se trata de ciertos tipos societarios, cualquier acreedor o tercero puede intentar obtener ese acuerdo y al primero que presente al Tribunal las conformidades escritas de acreedores que representen las mayorías del art. 45 se le adjudican en propiedad la totalidad de las acciones o cuotas sociales de los accionistas o socios de la sociedad concursada, a un precio calculado según una complicada fórmula que establece la ley.

5. Si ello pudiera ser expresado en otros términos, diría que el legislador ha querido que antes de decretarse la quiebra de una sociedad que fracasó en el logro de un acuerdo con sus acreedores, mediante un *take over* la empresa, sin cambiar su titularidad jurídica, pueda ser continuada.

6. Con ello se da un nuevo contenido al principio de conservación de la empresa que, como ya fue destacado por la doctrina hace muchos años, está

presente tanto en la Ley de Sociedades como en la Ley de Concursos ahora reemplazada.

Pero en lugar de que el tercero, no importa si acreedor o no, adquiera la empresa en marcha como forma de liquidación en el marco de la quiebra, lo que lo obligaría a pagar íntegramente el valor de los activos que adquiere, con el mecanismo del art. 48 asume también los pasivos, aprovechando las ventajas de su reestructuración y refinanciación concursales. Por lo que el precio que debe pagar para hacerse cargo de la empresa será infinitamente menor, muchas veces incluso despreciable.

7. A los acreedores les está permitido firmar conformidades plurales. Es decir, pueden otorgarlas a diferentes postulantes que compitan por hacerse cargo de la empresa. Y arbitrariamente pueden suscribir esas conformidades a favor de uno y no de otro, aunque las propuestas que presenten sean exactamente iguales.

Si bien la ley da a la sociedad deudora un período de exclusividad en que solamente ella puede obtener la aprobación de un acuerdo, la realidad indicará que en todos los casos en que se trate de empresas de algún interés o potencial, los terceros pueden comenzar las tratativas con los acreedores antes de que venza ese período de exclusividad. La pregunta que entonces se impone es: ¿a quién preferirán otorgar su conformidad los acreedores, a la sociedad concursada o a un tercero que aparezca en el horizonte con un potencial económico o empresario superior?

8. Casi no es preciso decir que este mecanismo puede dar lugar a que ese tercero, que bien puede ser un proveedor o un cliente, o el propio Estado, o un socio o accionista con suficiente poder de decisión, ejerza tales presiones sobre la sociedad que la lleve a la situación concursal para aprovechar de este mecanismo.

9. Este mecanismo introducido por la nueva ley ha sido severa y justamente criticado por la mayoría de los que han opinado sobre el nuevo régimen legal. Los temas no resueltos adecuadamente son muchos. Para no citar sino un ejemplo: aprobado el acuerdo en cabeza de un tercero, ¿por qué causa habrían de subsistir las fianzas y garantías que los directores o accionistas, o incluso terceros, hubieran otorgado a la sociedad concursada? En lo que sigue tocaré solamente algunos de sus aspectos puntuales de carácter societario.

## *2. Sujetos a los que se aplica*

1. Del mecanismo del art. 48 están excluidos los concursos de personas físicas y de sociedades por partes de interés, o sea las colectivas, las en comandita simple, las de capital e industria y las irregulares. La razón es muy

simple: como no se adquiere la empresa, el establecimiento o los activos, sino que la continuidad de la explotación se estructura en cabeza del mismo sujeto de derecho concursado, es preciso que lo que adquiriera el tercero sean participaciones de fácil transmisibilidad. Esto excluye la aplicabilidad de este *take over* a lo que sería solamente una parte del patrimonio de las personas físicas y no interfiere con las complejidades del régimen de responsabilidad ilimitada de aquéllos tipos que la preveen.

2. El primer párrafo del art. 48 se refiere, entonces, al “*caso de sociedades de responsabilidad limitada, sociedades por acciones, sociedades cooperativas, y aquellas sociedades en que el Estado nacional, provincial o municipal sea parte ...*”

3. En el Proyecto enviado por el Ministerio de Economía no figuraban las cooperativas, que fueron incluidas durante el tratamiento de la ley en el Senado.

4. Esa inclusión, sin embargo, es una verdadera herejía jurídica. Y ello no porque se las califique de sociedades, cosa que la doctrina cooperativista mayoritaria rechaza,<sup>1</sup> sino porque su esencia es diferente de la de los demás tipos de sociedades comerciales.

Tanto es ello así, que el art. 6º de la Ley de Cooperativas 20.337 expresamente prohíbe su transformación en otro tipo. Y la doctrina puntualizó también que era incompatible con la esencia de una sociedad de otro tipo que sea transformada en cooperativa.

5. La razón es evidente: la causa fin del contrato de sociedad comercial es que los socios corran en común el riesgo empresarial, es decir el pacto de participación en las utilidades y soportación de las pérdidas.

En las sociedades que podemos denominar de tipo capitalista la medida de esa distribución de utilidades y pérdidas está dada en función de los aportes. En la cooperativa las utilidades tienen por destino, en parte, la formación de reservas no distribuíbles entre los socios, que en el proceso de liquidación son además atribuidas al Estado, y en el resto a la distribución de retornos a los socios. Salvo la excepción parcial relativa a las cooperativas de crédito, la distribución de los retornos a los socios nada tiene que ver con los aportes que hubieran efectuado, sino que se hace en función de la utilización por cada uno de los servicios de la cooperativa. El resultado de las operaciones que la cooperativa hubiera realizado con terceros no socios, no son distribuíbles a título de retorno entre los socios.

6. Frente a esto, ¿cómo se habrá imaginado el legislador que pueda

<sup>1</sup> Personalmente siempre sostuve que las cooperativas son sociedades comerciales.

funcionar el *cram down*? ¿Un tercero va a adquirir, él solo, la totalidad de las cuotas de los socios de la cooperativa? ¿Cómo haría para atribuirse las utilidades que genere la empresa? La fórmula de valoración de las cuotas a pagar a los socios ¿cómo excluiría la porción de reservas no distribuibles? ¿Forzaría el adquirente una legalmente imposible transformación de la cooperativa en otro tipo societario?

7. El solo planteo de estos interrogantes descalifica la inclusión de las sociedades cooperativas en este sistema.

8. Como se transcribió más arriba, están incluidas en la aplicabilidad del art. 48 todas las sociedades por acciones. Ello incluye también a las sociedades en comandita por acciones. El comentario que surge inmediatamente es que si el legislador optó por no mezclar en este sistema a las sociedades con socios ilimitada y solidariamente responsables porque ello genera dificultades prácticas en lo relativo al régimen personal de responsabilidad, resulta incongruente aplicar el sistema al caso del socio comanditado.

### 3. *¿Expropiación a favor de particulares?*

1. El numeral 4 del art. 48 dispone que el primero que presente al tribunal los comprobantes de haber obtenido el acuerdo de los acreedores *adquiere el derecho, en caso que el acuerdo fuere homologado, a que le sea transferida la totalidad de la participación que los socios o accionistas poseen en la sociedad deudora por un valor que no puede ser inferior al fijado por el juez ...*

2. Esto significa lisa y llanamente una expropiación, y si no se quiere utilizar este término, una venta forzada de las acciones o cuotas de los socios de la sociedad concursada.

3. Con absoluta seguridad esta disposición ha de generar planteos constitucionales por violación del art. 17 de la Const. Nac. La expropiación está prevista por razones de utilidad pública, previa ley que declare la afectación específica de la propiedad en cuestión y para transmitirla a una entidad pública, nunca para forzar una venta en favor de otro particular. La Ley de Concursos y Quiebras es nada más que una ley general, no referida específicamente a caso alguno. Además parece insostenible que pueda predicarse que exista *utilidad pública* en la venta forzada de participaciones sociales.

4. Y no se argumente con que, de todos modos, el camino alternativo es la quiebra. Aunque el caso no sea frecuente, el socio o accionista puede querer guardar sus derechos al remanente de la liquidación luego de pagados los pasivos y los gastos, o retener su derecho a llegar a un avenimiento y levantar la quiebra. Incluso, en este contexto, puede querer retener su derecho a enajenar las acciones o cuotas al precio y con las modalidades que él pacte

con el adquirente, si éste está en condiciones de obtener ese avenimiento o formular un pago total.

5. Todos esos derechos los pierde si alguien hace funcionar exitosamente el mecanismo del art. 48, sin otro argumento que un principio, el de conservación de la empresa, el cual nada en la ley garantiza que sea adecuadamente servido.

Si, por lo menos, la ley hubiera exigido que el acreedor o tercero adquirente tenga que probar que en sus manos la empresa continuará funcionando, si tuviera que dar garantías efectivas para el caso de incumplimiento, tal vez se estaría más cerca de justificar la razón de ser del instituto.

6. Pero la ley nada dice al respecto: el acreedor o tercero puede ser un perfecto insolvente o alguien incapaz de conducir los negocios. O alguien que no tenga el menor propósito de hacer funcionar la empresa, sino, por el contrario, adquiere las participaciones sociales para desmantelarla y hacer un negocio con la venta de los bienes del activo.

7. En definitiva, esta venta forzada o expropiación a favor de particulares importa una invasión en la esfera de las decisiones de personas que no son la sociedad deudora —debe recordarse que ello afecta a todos los socios o accionistas, aunque ninguna vinculación hubieran tenido con la conducción de los negocios sociales— que choca contra la estructura de nuestro sistema jurídico liberal.

Más se asemeja a una concepción totalitaria, como la que rigió en algunos países de Europa hasta la segunda guerra.

#### 4. El precio

1. En una expropiación existen mecanismos razonables para fijar el precio justo que el Estado debe pagar a quien se ve privado de su propiedad.

2. El art. 48 se aleja de ese principio. En efecto: el numeral 1 establece que el juez, en la misma resolución por la que dispone abrir el registro para que los acreedores y terceros interesados se inscriban a fin de formular ofertas, *tomando en cuenta el informe general del síndico y las observaciones que hubiere merecido, fijará el valor patrimonial de la empresa, según registros contables.*

3. El precio que según el numeral 4 deberá pagar la persona que logre el acuerdo es ese valor patrimonial según registros contables, todavía disminuido por la reducción que esa norma impone *en la misma proporción en que lo fuere el pasivo verificado y declarado admisible tomado a valor presente, considerando las modalidades del acuerdo comprendidas en las propuestas formuladas y conformadas.*

La fórmula para efectuar ese cálculo es tan imprecisa y complicada que

la propia ley prevé que el juez deba designar a una institución o a un experto para hacerlo.

4. La intención del legislador ha sido, sin duda, que los deudores —sus accionistas y socios— sean sometidos a un sacrificio semejante al de los acreedores sociales y que, en todo caso no obtengan por sus acciones o cuotas un precio más alto por el hecho de que se hubiera logrado una quita o una espera en los créditos que beneficie el patrimonio social.

5. Pero si la cuestión se mira desde el ángulo del adquirente, cosa que parece no haberse hecho al escribir la norma, se estará ante la evidencia de que cuanto más gravoso sea para los acreedores el acuerdo por él propuesto, tanto más se beneficiará, además, por la reducción del precio que deba pagar por las acciones o cuotas sociales. Y no existe razón que lo justifique.

6. Por otra parte, el valor patrimonial de la empresa según registros contables puede ser negativo.

Ello no solamente puede obedecer al hecho de que efectivamente el pasivo supere al activo, sino también a la desactualización de las valoraciones de bienes del activo, sea por el transcurso del tiempo, sea por haberse contabilizado a valores de costo muy bajos, sea porque, si se trata de una sociedad que cotizaba en bolsa, le estaba prohibido efectuar revaluos técnicos, sea porque una marca creada y desarrollada por la propia empresa y, por tanto, contabilizada al valor de sus gastos de generación, tenga, sin embargo un enorme valor de mercado.

7. Téngase presente que en la estructura de la norma no está prevista forma alguna de revisión de los valores patrimoniales —por lo que, seguramente, ningún tribunal le daría curso a una pretensión semejante—, ni tampoco los socios o accionistas son llamados a tener intervención de ninguna especie en el procedimiento.

8. En estos casos, ¿la ley querrá que el adquirente se apropie de las acciones o cuotas sociales sin contraprestación alguna?

La irracionalidad e inconstitucionalidad de semejante cosa es evidente.

9. A todo lo anterior es preciso agregar otro notorio elemento de irritación: la absoluta falta de consideración de todo valor inmateral que pueda tener la empresa.

10. Es obvio que ella puede ser titular de marcas, patentes, diseños industriales, tecnología, know how, licencias, concesiones, habilitaciones, permisos y todos los demás elementos que contribuyen a la conformación de su *avviamento*, o sea a su aptitud de generar ganancias, cuya traducción numérica es, de acuerdo a la más corriente doctrina, su *valor llave*.

También la empresa puede ser titular de contratos del más variado tipo que le aseguren su mercado, su aprovisionamiento, su actividad, por tiempo un determinado tiempo.

11. Precisamente son estos elementos los que pueden resultar los más apetecibles para quien se dispone a adquirir la sociedad y los que lo determinen a efectuar la oferta.

Conforme al régimen instaurado por el art. 48, todo eso lo adquiere sin contraprestación alguna a su cargo. Y esto también es inadmisibles.

12. Por si todo lo anterior fuera poco, la última parte del numeral 4 del art. 48 todavía prevé *...el caso en que la propuesta de adquisición de la participación societaria fuera inferior al valor determinado por el juez, reducido en la forma indicada ...*, se requerirá acreditar junto con las conformidades de los acreedores, la conformidad de socios o accionistas que representen la mayoría absoluta de socios o accionistas y las dos terceras partes del capital de la sociedad deudora.

Sobre esta norma volveré en el acápite subsiguiente. Aquí solamente destacaré que la única previsión del legislador ha sido la de reducir aún más el disminuido precio de adquisición, dejando en manos de la mayoría — aunque sea calificada no deja de ser más que una mayoría— una decisión que afecta el patrimonio personal de los socios o accionistas.

13. El conjunto de este sistema choca claramente con los principios societarios de defensa de la integridad patrimonial de la participación del socio, consagrados a través de normas positivas del ordenamiento vigente, como los arts. 1653 y 1788 del Cód. Civil y, sobre todo, el art. 13, inc. 5 de la Ley de Sociedades que, como se sabe, fulmina con la nulidad las estipulaciones, que permitan la determinación de un precio para la adquisición de la parte de un socio por otro, que se aparte notablemente de su valor real al tiempo de hacerla efectiva.

14. Sería tal vez pecar de ligereza afirmar que este principio debe ser también aplicado al supuesto de la enajenación forzada a terceros de la participación social. Pero a poco que se advierta que el tercero adquirente puede ser uno de los socios o accionistas creo que vale la pena reflexionar sobre el principio aludido.

##### 5. *¿Sociedad unipersonal? ¿Prohibición del art. 30?*

1. Si bien la tendencia evidenciada en los más recientes proyectos de Unificación de los Códigos Civil y Comercial es la de admitir la sociedad anónima y de responsabilidad limitada unipersonal, la ley vigente hasta hoy exige el requisito de la pluralidad de socios.

2. Cuando el oferente-adquirente de las participaciones sociales sea uno solo, tanto si es persona física como jurídica, al momento de la adquisición la sociedad concursada pasará a ser de un solo socio.



3. Aunque luego se recomponga la pluralidad en el plazo de tres meses del art. 94, inc. 8, hasta que ello ocurra el adquirente-socio único será ilimitada y solidariamente responsable por los pasivos sociales, incluidos, eventualmente, los gastos del concurso.

4. Como observación adicional cabe señalar también que si la concursada es una sociedad de responsabilidad limitada y el oferente-adquirente es una sociedad por acciones, necesariamente será de aplicación la incapacidad de derecho del art. 30 de la Ley de Sociedades Comerciales. Ello presenta un nuevo dilema no resuelto por la nueva ley.

5. La respuesta que surgiría a primera vista sería la de que en ese supuesto el acuerdo a ser aprobado por los acreedores prevea la transformación de la sociedad de responsabilidad limitada en sociedad anónima.

6. Pero ello es imposible desde el punto de vista jurídico. En efecto: como ya señalé la del art. 30 es una incapacidad de derecho, lo que trae como consecuencia que una sociedad por acciones no puede adquirir cuotas sociales de una sociedad de responsabilidad limitada.

Y hasta que no las haya adquirido, el oferente carece de legitimación para decidir societariamente la transformación.

7. Lo cual lleva a la conclusión de que en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada las sociedades por acciones no podrán actuar como oferentes en la mecánica del art. 48 de la Ley de Concursos y Quiebras.

#### **6. La cuestión de la resolución de reducción de precio por mayoría de socios**

1. Como ya señalé en el numeral 12 del acápite 4. de este trabajo, la ley autoriza a una mayoría de socios o accionistas a decidir dejarse enajenar forzosamente las acciones o cuotas a un precio inferior al que resulta de la determinación judicial.

2. La primera observación que cabe hacer al respecto es que en las sociedades anónimas, particularmente las que tuvieron cotización bursátil, será frecuente que no sólo se desconozca la identidad de muchos de los accionistas, sino que también se carezca del dato de su cantidad. Como el art. 48 requiere de la conformidad de la mayoría absoluta de socios o accionistas —además de la mayoría de los dos tercios del capital social— acreditar este extremo será en esos supuestos absolutamente imposible.

3. Desde un punto de vista de lógica jurídica la ley es coherente cuando se limita a exigir que se acredite: *la conformidad de socios o accionistas* que representen las mayorías indicadas y no una resolución orgánica de la asamblea o reunión de socios. El órgano de gobierno de la sociedad no es competente para decidir sobre derechos propios de los socios, como indu-

dablemente es la cuestión de la fijación del precio de las cuotas o acciones que les pertenecen.

4. Pero mucho menos ello debería ser de la competencia de los restantes socios sin intervención alguna de los eventuales disidentes.

Por ese motivo, además de las más substanciales enumeradas en el acápite anterior de este trabajo, merece crítica que tal resolución no deba obligatoriamente ser adoptada por el órgano social de gobierno. Ya que la nueva ley avanza tan profundamente sobre arraigados principios de nuestro derecho societario, bien podría haber dispuesto adicionar esta competencia a la asamblea y a la reunión de socios. Así, por lo menos, se hubiera dado oportunidad a que antes de una resolución tan importante todos los accionistas o socios deliberen sobre la decisión.

5. Para cerrar este trabajo no puedo dejar de señalar que por este camino se pueden abrir las puertas a las maniobras que realice la mayoría para desplazar a la minoría de la sociedad. Los terceros legitimados para efectuar la oferta incluyen a los propios socios o accionistas de la sociedad deudora. Ni la nueva ley consagra ni rige norma alguna de incompatibilidad para la decisión de otorgar conformidad a la reducción del precio de enajenación forzada de acciones o cuotas sociales cuando el oferente-adquirente es un accionista o socio de la sociedad deudora. Si la resolución fuera competencia de la asamblea o reunión de socios, por lo menos regiría el art. 248 de la Ley de Sociedades que los obligaría a abstenerse.