

SISTEMAS DE GARANTIAS PARA EL FINANCIAMIENTO *Leveraged buy out* (apalancamiento en la adquisición de paquetes accionarios, a propósito del caso "Giraudi")

José María Curá (*)

Sumario o síntesis de sus contenidos y proposiciones

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.

Presentación

Reciente pronunciamiento ⁽¹⁾ dado por la Sala A del tribunal mercantil nacional, en la causa "Giraudi, Pascual vs. Marofa S.A.", permite aproximarse sobre la operatoria de adquisición de una sociedad (*target company*), por parte de una adquirente (*shell company*), con intervención de una sociedad financiadora (*mechant bank*) y traslado de la garantía de la operación sobre la propia sociedad adquirida. Ello, con más el agregado de que la inversión del comprador se muestra como relativamente pequeña con relación al precio de compra, donde su mayor parte se financia usualmente mediante préstamos externos a su vez sustentados con el crédito de la sociedad

(*) Facultad de Cs. Económicas U.B.A.

(1) CNCom., Sala A, Sentencia 07 jun 2007 «GIRAUDI, Pascual c/ MAROFA S.A y otros s/ordinario» (Expte. N° 272.361, Registro de Cámara N° 19.083/1996), originarios del Juzgado del Fuero N° 20, Secretaría N° 40 (inédito).

adquirida, sea con sus activos -garantía de por medio- o con la convicción de que el negocio ha de generar el suficiente *cash flow* (flujo de caja) como para su cancelación.

Sobre la simulación

Suele observarse la operatoria sostenida en acto simulado. Esto es aquel que muestra algo que no es veraz, diferente de la realidad, donde coexisten uno visible, exteriorizado por el negocio simulado y otro oculto ⁽²⁾. A propósito se reconoce el distingo entre simulación absoluta y relativa, se trate sólo de crear apariencia de un acto que nada tiene de real, o de dar a un acto jurídico una que oculte su verdadero carácter.

A la par y con atención al régimen jurídico argentino, puede hablarse también de simulación lícita. Así en tanto la naturaleza y realidad del acto se encubre con la apariencia de otro, condicionado en la esfera de la licitud a que no se configure fraude a las leyes o derechos de los terceros (art. 957 y cc. del Cód. Civil).

El distingo entre simulación lícita e ilícita no sólo se reduce a determinar cuál es la causa *simulandi*, y a través de ella, si los móviles que han llevado a los otorgantes a efectivizar el negocio simulado estuvieron orientados a violar las leyes o perjudicar a terceros, sino también, a veces, si con independencia de esa intención, termina

(2) Abunda la sentencia referida en 1. en citas que respaldan lo afirmado: art. 955 Cód. Civil, cfr., Sala B, 27/12/2005, in re: «Dotal S.A.C.F.I. c/ Musimessi, Emilio y otros»; cfr. Belluscio-Zannoni, *Código Civil y leyes complementarias*, Astrea, Bs. As., 1982, t. 4, p. 386 y ss.; Salvat-López Olaciregui, *Derecho Civil Argentino - Parte General*, TEA, Bs. As., 1964, t. 2, p. 670, Nº 2508; Messineo, Francesco, *Manual de Derecho Civil y Comercial*, EJE, Bs. As., 1971, t. 2, p. 446 y ss.; Mosset Iturraspe, Jorge, *Negocios simulados, fraudulentos y fiduciarios*, Ediar, Bs. As., 1974, t. 1, p. 27 y ss., y *Contratos simulados y fraudulentos*, Rubinzal-Culzoni, Santa Fe, 2001, t. 1, p. 43 y ss.; Ferrara, Francisco, *La simulación de los negocios jurídicos*, 3ª ed., Ed. Revista del Derecho Privado, Nº 1, Madrid, 1953; Borda, Guillermo, *Tratado de Derecho Civil. Parte general*, Perrot, t. II, Bs. As., p. 350, Nº 1172; Compagnuci del Caso, Rubén, «Actualidad en la jurisprudencia sobre simulación», L.L., 1999-F-955).

siendo ésa la consecuencia objetiva que se desprende del acto celebrado ⁽³⁾.

Se ha dicho ⁽⁴⁾ de un derecho de garantías, convertido paulatinamente en una rama autónoma y constituyente de un plexo jurídico variadísimo que, con cierta unidad temática, atraviesa horizontalmente múltiples regiones del derecho: la del patrimonio, la de los derechos reales, la de las obligaciones, la de las nuevas fuentes de las obligaciones como los que originan garantías abstractas, la de los privilegios.

Tres son las nociones que a menudo parecen confundirse, intercambiándose cual si fueran sinónimos, tales la de indemnidad, garantía y caución, donde se reconoce a la garantía como un compromiso accesorio ligado a la obligación principal, llevado a cabo entre tres partes: deudor, garante y acreedor, mientras que en el pacto de indemnidad, compromiso autónomo de ejecución directa, dos son las partes: promitente y beneficiario.

Bajo ese marco el eje de la cuestión se ubica en el examen del acto jurídico, por el que se termina por convertirse en acreedor de la sociedad, susceptible de ser reputado simulado en los términos del art. 955 y ss. Cód. Civil.

Irrelevancia de la ausencia de contradocumento

Sobre la existencia o inexistencia de un contradocumento como prueba de la simulación, aquí se comparte no ser apreciado como requisito condicionante de la viabilidad de la defensa de simulación, ya que sólo adquiere trascendencia cuando la cuestión es planteada entre las partes que celebren el acto simulado, siendo irrelevante cuando quien promueve la acción es un tercero ajeno a dicho acto.

(3) Se sostienen los dichos de la sentencia redferida en 1. con cita de Cámara, Héctor, *La simulación en los actos jurídicos*, 2º Depalma, Bs. As., 1958, p. 111, Nº 76).

(4) Anexo Ponencias presentadas en el I Congreso internacional de Derecho Comercial y de los Negocios; "Cuatro cuestiones relevantes para el estudio del Derecho de Garantías", Miguel Angel Acosta, *Derecho comercial y de los Negocios*, EUDEBA 2007.

Licitud o ilicitud

Frente a la existencia de un caso de simulación relativa, cabe indagar su calidad lícita o ilícita, toda vez que los efectos jurídicos respecto a los terceros interesados son diferentes en uno y otro caso.

En el ánimo de responder a tal interrogante aparece la causa simulandi, conceptuada como razón o motivo determinante que han tenido las partes al concertar el acto ficticio ⁽⁵⁾.

La venta de participación accionaria, a condición de que la operación, o mejor dicho, el pago del precio de las acciones objeto de aquélla, sea garantizado con bienes de la propia sociedad, -indirectamente adquirida- y con más una hipoteca constituida sobre bienes de la sociedad, configura las más de las veces la *causa simulandi*. Así mentado por las partes con el fin de garantizar el pago del precio de las acciones por la vía de atribuir a los vendedores de las acciones el carácter de supuestos prestamistas de la sociedad por idéntico importe al pactado en la operatoria de compraventa accionaria.

Suele consecuentemente configurarse un acto sincero, esto es un contrato de compraventa de acciones y otro simulado, constituido por un préstamo con garantía hipotecaria destinado a garantizar el cobro del precio por parte de sus adquirentes, a través de la vía indirecta de gravar el patrimonio social.

Puede hablarse de una relación lícita con la sociedad, habida cuenta que constituir una obligación a cargo del ente societario en virtud de un negocio jurídico inexistente, como lo es el mutuo hipotecario supuestamente contraído por aquél con la única finalidad de garantizar una operación celebrada en interés personal de los accionistas, no puede sino merecer esa calificación.

Uso frecuente de la modalidad L.B.O.

Se trata de una modalidad usual en el mundo de los negocios, donde una parte, más o menos sustancial del precio de compra de

(5) Cita Cámara, Héctor, ob. cit., p. 199, Nº 140.

una compañía (o más específicamente de las acciones que confieren el control de ella), se pague con el producido del giro de la propia compañía adquirida. Herramienta frecuentemente utilizada en los procedimientos de toma de control o adquisición de empresas, conocido en el lenguaje común como «M & A» (*merger & acquisitions*), caracterizadas por la utilización de distintas técnicas combinadas que posibilitan trasladar el costo de la adquisición a la propia compañía adquirida (*bootstrapped transactions*).

Buen ejemplo de este tipo de operaciones son las llamadas compras apalancadas de empresas, esto es el uso de la misma cantidad de dinero para capturar una posición más grande, donde invertir en una acción configura un riesgo diferente a invertir la misma cantidad de dinero en una opción; o el mantenimiento de una posición del mismo tamaño pero gastando menos dinero en conseguirlo.

Varios son los instrumentos financieros o de préstamos de capital, vinculados con los potenciales retornos de la inversión, configurantes de una cantidad de deuda utilizada para financiar los activos de una firma, con deudas significativamente mayores a su capital.

Conocido antecedente de «apalancamiento» (L.B.O. O Leveraged Buy Out) fue juzgado en el marco del concurso preventivo de la sociedad 'Havanna', y la admisibilidad de la acreencia insinuada en el pasivo de aquella por parte de un sindicato de bancos que había financiado el precio de compra de las acciones de esa sociedad. Así se procedió mediante cierto préstamo 'sindicado' otorgado al grupo comprador, representado por una sociedad vehículo (*shell company, holding company, venture capital company o newco*), cuyo único objeto había sido adquirir la compañía (*target company*) para luego fusionarse con ésta y trasladarle el pasivo generado por la deuda derivada del préstamo tomado para efectuar la adquisición

Para aquel entonces parecía existir cierto grado de consenso en la incipiente doctrina gestada en el país acerca de que ese tipo de operatorias no constituía por sí misma un procedimiento ilícito, ilegítimo o reprochable, apareciendo como un instrumento, que, en la medida que agravaba el pasivo de la sociedad y que podía afectar los intereses de los acreedores sociales, obligaba a extremar los recaudos cuando se pretendía la verificación del crédito derivado de esa operatoria en el concurso de la sociedad adquirida. Finalmente se terminó reconociendo la legitimidad de la acreencia y su oponibilidad al resto de los acreedores.

Cierto es no hallarse legislada la cuestión en nuestro derecho, sin que se registren prácticamente antecedentes jurisprudenciales, al tiempo que ha de reconocerse, con apoyo de abundante doctrina que la sentencia de marras referencia ⁽⁶⁾, la existencia de dos criterios en torno de la legitimidad de este instrumento.

Se ubica una primera línea de pensamiento, representada principalmente por el pensamiento de Di Chiazza ⁽⁷⁾, quien no deja de destacar que aún no se ha gestado la plena discusión de la figura en nuestro país, invitando a evitar caer en posturas simplistas, sea a favor o en contra, que no harían más que soslayar la riqueza e importancia de la operación. Elaborada desde su visión del derecho europeo, por la que los LBO, como mecanismo estratégico de reorganización empresaria, donde subyace un supuesto de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones y la propia sociedad adquirida aporta el costo de la adquisición, resulta ni lícitos ni ilícitos en nuestro derecho, lo que no significa que una operación de ese tipo no pueda perjudicar a los acreedores más vulnerables o, incluso, a los accionistas minoritarios. No deja de advertir que mientras los europeos discuten la legitimidad de un L.B.O. sobre la base de

(6) Puede verse, a modo de citas bibliográficas: Cesaretti, Oscar, "El apalancamiento financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas", Errepar DSE, N° 166, sep. 2001; Di Chiazza, Iván, "Los Leveraged Buy Outs desde la visión del Derecho Estadounidense. Perspectiva doctrinaria y jurisprudencial", E.D. 201-725; mismo autor, "Los Leveraged Buy Outs desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva doctrinaria y jurisprudencial", E.D. 202-590; mismo autor, "Los Leveraged Buy Outs en el Derecho Argentino. Planteos metodológicos e interrogantes introductorias", E.D. edic. 1/10/03; Rubín, Miguel, "La compra apalancada de empresas en la visión de la Corte Suprema. Régimen jurídico aplicable", Errepar DSE, Boletín N° 186, may. 2003; mismo autor "Verificación de crédito nacido de Leveraged Buy Out2, Errepar DSE, N° 193, dic. 2003; Skiarski, Enrique M y Cesaretti, Oscar D., "La compra apalancada mediante fusión (Merger Leveraged Buy Out -M.B.L.O.-) y el concurso", Repertorio de Ponencias VIII Congreso Argentino de Derecho Societario, UNR T.IV 2001 p.395 y Errepar DSE, N° 193, dic. 2003; Ferrer, Patricia, "La compra apalancada del paquete accionario (Leveraged Buy Out). Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad", RDCO, N° 203, 2003; Połak, Federico G., "El Leveraged Buy Out y el derecho internacional privado argentino", Errepar DSE, N° 198, may. 2004; y otros.

(7) V. E.D. 202-590, cit. en 6.

una directiva comunitaria que protege la integridad del capital social, aquí se obvia la problemática de la crónica infracapitalización.

Como contrapartida muestra la sentencia la crítica postura de autores como Patricia Ferrer, donde la obligación emergente de una compra apalancada del paquete accionario de control de una sociedad resulta objetable en caso de concurso de esta última sociedad. Aprecia por lo menos dudoso que la sociedad tenga capacidad para asumir las obligaciones de garantía pactadas, en tanto no resulte claramente comprendido en el objeto social el acto de otorgamiento de garantías para la adquisición de las propias acciones. Se trata de un desvío del interés social en beneficio del socio controlante susceptible de ser invalidado en el proceso concursal de la sociedad en caso de que el acto jurídico respectivo hubiese sido otorgado dentro del período de sospecha (art.118 LCQ);

A la par, es susceptible de ser encuadrada en la prohibición del art. 220 LSC en cuanto veda la adquisición de las propias acciones por la sociedad, fundado en que esa adquisición conlleva la incorporación en el activo del ente de un valor que constituye para la sociedad un pasivo comprendido en el patrimonio neto, generando ello una licuación del capital, preservándose de ese modo la intangibilidad y la realidad del capital social.

Con Cesaretti se afirma la idea de que la garantía prestada a favor del vendedor en la compra apalancada nunca puede ser imputada a la sociedad, por aplicación de los principios que emanan de los arts. 58, 220 y 222 de la ley 19.550. Acto de garantía que no admite su ratificación por la asamblea extraordinaria, insuficiente para validarlo en tanto implicaría un cambio de objeto social no oponible a los terceros.

Se refleja así 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 cause perjuicios a terceros -particularmente accionistas minoritarios y a los acreedores de la sociedad adquirida-.

La decisión final en el caso Giraudi

Si la medida de la ilicitud de la operatoria está dada por la existencia de perjuicio para los acreedores de la sociedad, conclusión a la que arriba a través de la figura del LBO. no se duda en asignar el carácter de ilícita a la simulación, en los términos del C.C. 957.

Conclusión impuesta a poco que se repare en la interposición dentro del pasivo de la sociedad de un acreedor sobre la base de un crédito inexistente, perjudicial para otros acreedores en la medida que posterga o disminuye la perspectiva de cobro de terceros.

En su consecuencia y en casos como el que trata la sentencia, cupo tachar de nulo al mutuo hipotecario, garantía de la operación, conforme lo prescriben los arts. 958, 1045 y cc. CC, calificación que supera a la de inexistencia del acto, sostenida por buena parte de la doctrina. Decisión que no empece a su reconocimiento como inteligente, oportuno y redituable negocio, cuyo límite se ubica en la existencia de perjuicio ilegítimo a terceros acreedores o accionistas.