

Concursos: incidente de revisión: capacidad del concursado para transar; compras apalancadas (*leveraged buy out*); condiciones para su oponibilidad en el concurso *

Doctrina:

- 1) *En un concurso preventivo de acreedores nada obsta a que –una vez homologado el acuerdo– el concursado pueda prestar su conformidad para que un crédito termine siendo verificado dentro de su pasivo ya que, salvo que exista la sospecha fundada de la existencia de un concilium fraudis con el tercero insinuante, o un supuesto que pueda reputarse como reñido con el orden público, la moral o las buenas costumbres o perjudicial para un tercero, no debiera haber razón para apartarse de la voluntad libremente expresada por el deudor, en última instancia principal afectado de su actitud de aceptar como*
- 2) *acreeador a quien en principio no debiera reunir la condición de tal. Sin embargo, ello no significa que no existan situaciones en que la sola voluntad del deudor resulte insuficiente para justificar –por sí sola– la admisión de un crédito en su pasivo concursal. En primer lugar, no está de más recordar que quien insinúa un crédito en el proceso concursal no efectúa una demanda individual contra el deudor (en cuyo caso el allanamiento, el reconocimiento, o la confesión de éste –y aun su silencio– tienen plena validez porque se hallan en el marco de lo dispositivo), sino que concurre a un trámite con pluralidad de interesados, con los cuales directa o in-*

*Publicado en *El Derecho* del 11/11/2004, fallo 53.052.

directamente confronta, ya que es de interés común de todos éstos que el monto de los créditos se ajuste a la verdad, porque el porcentaje que cada uno percibirá se aumentará o disminuirá según la suerte que corra cada uno de los pedidos de verificación que se insinúen en el pasivo concursal.

- 3) No aparece como razonable que, en un trámite inicialmente concebido con la finalidad específica de esclarecer jurídicamente la oponibilidad de cierta acreencia frente al pasivo concursal del deudor, la evaluación jurisdiccional respectiva pueda ser eludida por la sola manifestación de voluntad del deudor de reconocer la existencia de la obligación.
- 4) La homologación del acuerdo preventivo no trae aparejada –como principio– la conclusión de los procesos de revisión o verificación en trámite, los cuales deben proseguir hasta su finalización conforme al mérito de la causa; por otra parte, si bien dicha homologación permitió a la deudora recuperar la libre administración de sus bienes y la posibilidad de acordar libremente en relación con su patrimonio, esto carece de incidencia en el particular supuesto de autos, en el que la incorporación o no del cuestionado crédito en su pasivo quedó sustraída de la esfera de incumbencia decisoria de la deudora a raíz de la resolución adoptada por el Tribunal en la oportunidad del art. 36 de la LCQ, en la cual se decidió diferir a una instancia y/o evaluación jurisdiccional ulterior la oponibi-

lidad o no de la acreencia a los restantes acreedores y, consecuentemente, la pertinencia –o no– de su admisibilidad en el pasivo de la sociedad deudora.

- 5) El resultado del trámite revisorio sólo puede ser alcanzado a través de una decisión judicial que concluya en la admisibilidad de la acreencia sobre la base de la valoración de la legitimidad, licitud y/u oponibilidad de la operatoria de “apalancamiento” frente a los restantes acreedores de la deudora.
- 6) No produciéndose perjuicio alguno a los acreedores sociales anteriores al apalancamiento, y verificándose la situación de que los aparentemente escasos acreedores anteriores al negocio habrán de percibir –si no lo hicieron ya– el 100% de sus acreencias dentro de los tres días de homologado el acuerdo, no se advierte que existan razones jurídicas de peso que hagan menester invalidar la operatoria (en el sentido de declarar la inoponibilidad del crédito nacido de los préstamos materializados para concretarla) por ausencia de un interés jurídico tutelable que justifique tal declaración.
D. R. V.

Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 16, firme, agosto 10 de 2004. Autos: “Havanna S. A. s/concurso preventivo s/incidente de revisión –art. 37, LC– por Deutsche Bank Trust Company Americas y otros respecto del crédito insinuado por ese acreedor (préstamo sindicado)”.

Nota a fallo

El caso “Havanna”. Compra de acciones mediante el apalancamiento. Verificación del crédito en el concurso. Un acercamiento a esta forma de adquisición

Por **Alfonso Gutiérrez Zaldivar**

Desde hace unos años venimos escuchando sobre los posibles problemas e inconvenientes de la llamada “compra apalancada” de una sociedad o el *leveraged buy out*.

Tema sobre el que no se ha escrito mucho en nuestro país y las opiniones vertidas se concentraban en la licitud o ilicitud del procedimiento.

Varios de esos artículos son muy buenos, algunos estaban a favor de la utilización de este procedimiento y otros no, basados principalmente en que su uso puede lesionar derechos de los demás acreedores de la sociedad, remarcando que la deuda en sí no es una deuda de la sociedad sino de los socios que la utilizan para financiar su compra.

Hasta ahora la mayoría de los aportes y opiniones eran doctrinarios, hoy tenemos un caso concreto con una resolución judicial de Primera Instancia, que falla teniendo en cuenta las situaciones particulares del caso.

No nos sentimos obligados en este trabajo a tomar una posición, lo que trataremos de hacer es explicar cómo funciona este mecanismo y comentar el fallo resaltando el trabajo realizado por el juez.

El fallo analiza el concurso de una sociedad adquirida a través de este sistema. Es el caso “Havanna S. A. s/ concurso preventivo”.

La compra apalancada. Procedimientos

Se daría esta situación cuando los adquirentes de una sociedad utilizan los bienes de ésta para garantizar o financiar su compra. O sea, para abonar el precio solicitan un préstamo a un banco o institución financiera, garantizando dicho mutuo con las marcas, maquinarias, inmuebles y patrimonio de la sociedad que se adquiere. Transfiriendo, en algunos casos, también la deuda producida por el préstamo a la sociedad que se adquiere.

En un primer momento ese préstamo puede no entregarse, sujeto a la compra de la nueva sociedad que se hará simultáneamente, o puede entregarse a la sociedad compradora (si es una persona jurídica) entregando ésta en garantía sus acciones en prenda y los derechos políticos derivados de esas acciones.

Uno de los autores que ha escrito sobre el tema (Di Chiazza ¹) nos dice que “la operatoria denominada *leveraged buy-out* consiste en la adquisición de una sociedad por medio de la financiación de una parte significativa de su precio de compra a través de la utilización de créditos recibidos de terceros y que son

(1) Di Chiazza, Iván G., “Los *leveraged buyouts* desde la visión del derecho europeo. Perspectiva doctrinaria y jurisprudencial”, *ED*, t. 202, pág. 590.

asegurados con los activos de la empresa adquirida [...] La inversión del comprador en el capital es pequeña en relación con el precio de compra y la mayor parte del mismo se financia mediante préstamos externos, que a su vez se sustentan con el crédito de la sociedad adquirida, con sus activos –garantía de por medio– con la convicción de que el negocio ha de generar suficiente ‘cash flow’ como para devolver el préstamo.

“... Por otra parte, la deuda que contrae la sociedad adquirente debe saldarse con recursos de la sociedad adquirida. Es ésta la que en gran parte financia la operación de su propia compra”².

Polak³ también menciona que usualmente se distinguen tres protagonistas centrales en una operación de compra apalancada: la *shell company* (adquirente), la *target company* (sociedad adquirida) y los denominados *merchant banks*, esto es, la sociedad financiadora de la operación. Agrega que la *shell company*, para adquirir la *target company* sin disponer de capital suficiente, lo requiere en préstamo, denominado “nueva sociedad” o “sociedad vehículo” –*holding company, venture capital company o newco*–, cuyos constituyentes son los sujetos participantes de la adquisición, con el único objeto de adquirir la *target company*.

Se realiza un procedimiento por el cual resulta deudora la misma empresa objeto de la adquisición, en lugar de sus adquirentes⁴.

Por otro lado, entendemos que el verdadero apalancamiento no se daría cuando solamente se constituyen garantías sobre los bienes de la sociedad, sino cuando, además, se transfiere la deuda a la misma sociedad.

En un caso sólo se usa como garantía, con hipotecas, prendas y demás, garantizando las deudas de un tercero. En el segundo, también se transfiere la deuda del préstamo.

Es común en algunas sociedades anónimas la prohibición en el estatuto a que el directorio pueda constituir garantías, fianzas o hipotecas sobre bienes de la sociedad en garantía de obligaciones de terceros. Algunos también han opinado que esta práctica, aunque no esté expresamente prohibida, viola el objeto social.

Esto ha hecho que en algunas situaciones se exija, por ejemplo, que para constituir hipotecas en garantía de obligaciones de terceros la resolución que determina el otorgamiento de dicha garantía provenga de una asamblea, considerándose insuficiente la decisión del directorio.

En el caso comentado, la forma utilizada para transferir la deuda a la sociedad adquirida fue fusionando las sociedades, mediante una fusión por absorción. En el caso “Havanna” y, como veremos a continuación, la sociedad adquirente (Havanna S. A.), solicitante del préstamo, se fusiona con la sociedad

(2) Polak, Federico G., *El leveraged buy-out y el derecho internacional privado argentino. Doctrina Societaria y Concursal*, ERREPAR (D.S.C.E.) tomo/Boletín: XVI.

(3) Polak, Federico G., op. cit.

(4) Ver: Cesaretti, Oscar D., *El “apalancamiento” financiero (compra de paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso “Aerolíneas”*. *Doctrina Societaria y Concursal*, ERREPAR (D.S.C.E.) tomo/Boletín: XIII. Recomendamos la lectura del presente.

adquirida (Confitería Havanna S. A.). Se mezclan así los pasivos y activos de ambas sociedades.

En definitiva, la sociedad estaría dando garantías por obligaciones o deudas asumidas por terceras personas (los nuevos accionistas) y se endeudaría –en principio– por actos ajenos a su actividad.

El objetivo de este trabajo es comentar el caso y su resolución.

Entendemos que es importante tener en cuenta que lo resuelto en este caso es para un concurso en particular. Para un caso concreto. Al que no se puede considerar como que va a marcar las decisiones a futuro. Pues, además de que no nos encontramos regidos por el *Common Law* –donde la fuente principal del derecho son los antecedentes jurisprudenciales–, por el tipo de transacción va a ser necesario estudiar y ver cada caso en forma particular y aislada.

Tanto las situaciones como las conclusiones a que es posible llegar pueden ser totalmente distintas.

El caso a comentar ⁵

En el concurso de la sociedad Havanna S. A. se insinuaron 125 solicitudes de verificación de créditos, de los cuales treinta y uno recibieron impugnaciones de la concursada y del acreedor Deutsche Bank Trust Company Americas o de algún otro acreedor (ver artículo 34 LCQ).

Luego de esto el síndico del concurso presenta el informe establecido en el artículo 35 (LCQ), analizando cada una de las verificaciones presentadas, incluidas las impugnadas y muy especialmente el crédito reclamado por el grupo de bancos, encabezado por el Deutsche Bank Trust Company Americas. Este crédito fue el que posibilitó el apalancamiento y la compra de las acciones de la hoy fallida; representa, además, el 90,38% del pasivo de la concursada, mientras que el resto pertenece a otras sociedades, de la siguiente manera: BT (Pacific) Limited el 4,55%, al BBVA Banco Francés el 2,71%, al Banco de la Nación Argentina el 0,81% y el 1,56% restante a otros acreedores.

Dentro de este último grupo de acreedores podemos mencionar a la Administración Provincial de Impuestos de la Provincia de Santa Fe, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), la Dirección Provincial de Rentas de la Provincia de Buenos Aires, la Municipalidad del Partido de General Pueyrredón, además de otras entidades y personas particulares.

La resolución judicial analizó en concreto y en forma detallada las observaciones de los interesados así como el informe del síndico.

El juez, en cumplimiento del artículo 36 LCQ, declaró verificadas todas las acreencias que no fueron impugnadas, teniendo dos de ellas privilegio general ya que pertenecían a organismos provinciales, municipales, y eran provenientes de impuestos y tasas adeudadas. Las restantes 65 acreencias no im-

(5) La presente información se obtuvo tanto del expediente del concurso de Havanna como del de la sociedad Great Brands y de las respectivas resoluciones judiciales.

pugnadas se declararon verificadas y se agruparon con carácter de quirografarias. De las impugnadas, algunas fueron declaradas admisibles y otras, no.

Por último, el juez trató el préstamo sindicado, insinuado por un sindicato de bancos encabezado por el Deutsche Bank Trust Company Americas e integrado por Citibank NA International Banking Facility, Banco Río de la Plata Grand Cayman Branch, Citibank NA Sucursal Buenos Aires, Banco BI Creditanstalt S. A. y Banco Sudameris Argentina S. A.

El juez entendió que en este caso su pronunciamiento sobre la admisibilidad del crédito merecía una especial consideración, tanto en este concurso como en el del “garante” “Great Brands Inc.”. Todo ello por la importancia del crédito, que ascendía a la suma de US\$ 33.738.426,86 (en el caso “Havanna”) y de US\$ 34.267.754,93 (en el caso de “Great Brands”) con privilegio especial prendario.

Veamos el procedimiento seguido para la compra del 100% del paquete accionario de Confitería Havanna S. A.

Con el fin de adquirir dicha sociedad, primero se constituyó una sociedad que se denominó “Cuba Acquisition S. A.”, la que luego cambió su denominación por “C. H. Acquisition S. A.”, denominación que suponemos significa o quiere significar: “Adquisición de Confitería Havanna”.

Luego el accionista mayoritario de esta última realizó un aporte de capital por la suma de US\$ 85.000.000, monto que de acuerdo con el fallo es equivalente al precio de compra de las acciones de “Confitería Havanna S. A.”. El fallo relata que para esto se solicitó un préstamo y da cuenta de la manera en que éste se llevó a cabo.

Continúa diciendo que el día 15/8/98 los accionistas de C. H. Acquisition S. A. resolvieron modificar la denominación de esta sociedad por “Havanna S. A.”, así como que los accionistas de ésta y los accionistas de Confitería Havanna S. A. fusionaron ambas sociedades. Havanna S. A. absorbió a Confitería Havanna S. A., la que se disolvió sin liquidarse.

Este último paso es el que permitió trasladar el costo de la adquisición a la propia sociedad, con lo que se financió gran parte del precio.

Impugnaciones recibidas

En el concurso se habla de un sindicato de bancos, ya que el préstamo para la adquisición fue otorgado por un banco, pero éste luego transfirió parte de su crédito a otros bancos.

Luego de esto la sociedad Havanna S. A., ya fusionada, continuó su actividad.

Es importante mencionar que en el caso la operación de adquisición de acciones y la fusión y la asunción de deudas consecuente por la adquirida está fuera del período de sospecha pues es anterior a los dos años de la cesación de pagos. Por otra parte, es de hacer notar que la sociedad comenzó a incumplir con sus obligaciones a mediados de 2001, o sea, unos meses antes de la declaración de nuestro país en *default*.

La verificación del crédito solicitada por el Sindicato de Bancos recibió tres impugnaciones. De la propia concursada, del Sindicato de Trabajadores Alfajoreros (S. T. A. R. P y H.) y de la Obra Social de Alfajoreros (O. S. A. R. P. y H.).

La concursada objetó principalmente la no aplicabilidad del decreto 410/02. El Sindicato y la Obra Social de Alfajoreros observaron defectos de personerías en los representantes de algunos de los bancos, la falta de acreditación del contrato de préstamos y garantías y aludieron a la pesificación de las obligaciones contraídas por inconstitucionalidad del decreto 410/02.

El informe estipulado en el artículo 35 LCQ del síndico concluyó propiciando la admisibilidad de la acreencia.

La decisión judicial

En primer lugar, el juez manifiesta que con los antecedentes agregados en autos no parece existir controversia sobre la real existencia del crédito ni sobre su origen y destino. Esto es así porque se encuentra probada la celebración del contrato de préstamo y la efectiva entrega de los fondos; a su vez, remarca que resulta indiscutible el derecho del acreedor para cobrar lo que se le debe.

Con respecto a la pesificación manifiesta que no corresponde ya que las partes habían pactado la ley extranjera. Por lo tanto, no resultan aplicables las normas que establecían la pesificación, pero no por la inconstitucionalidad del decreto 410/02, sino por no ser de aplicación en este caso las leyes nacionales.

En relación con el apalancamiento, el juez hace una explicación de esta figura, mencionando sus características y las distintas opiniones sobre su licitud o ilicitud. Menciona las diferentes opiniones doctrinarias y el fallo “Chubut, Provincia del c/ Centrales Térmicas Patagónicas”⁶. Por todo ello entiende necesario extremar los recaudos antes de llegar a una declaración de admisibilidad, resolviendo por último declarar inadmisibile el crédito en esta etapa del proceso, difiriendo la decisión definitiva para la instancia de revisión establecida en el artículo 37 LCQ.

Recordemos que el artículo 37 LCQ establece en su segundo párrafo que la resolución que declara admisible o inadmisibile el crédito puede ser revisada a petición del interesado, estableciendo al efecto un plazo.

Una de las críticas que se hicieron a la utilización del artículo 37 LCQ fue que éste en su redacción dice: “... puede ser revisada a petición del interesado...”. Entendiendo que “interesado” son sólo las partes o las personas que de

(6) Chubut, Provincia del c/Centrales Térmicas Patagónicas S. A. s/Sumario. CSJN, 12/7/2001. Aquí la actora, que es accionista minoritaria de la demandada, impugnó expresamente en la asamblea ordinaria y extraordinaria la aprobación de los estados contables citados por entender que la cuenta “Cargos Diferidos-Remuneraciones” incluida en el balance correspondía a un pasivo que debía afrontar al adjudicatario de la licitación y no Centrales Térmicas. Ello, de conformidad al Pliego de Bases y Condiciones que había regido la compra del paquete mayoritario de las acciones clase A de la empresa demandada.

alguna manera tienen un interés legítimo en el concurso. Éstas, además, tienen que solicitarlo expresamente.

Por otro lado, se podría alegar que los jueces son también “principales interesados”. Sería un interesado ya que “... si bien los jueces deben fallar con arreglo a las normas y principios de forma, no puede ello justificar su insensibilidad respecto de la objetiva verdad ⁷, pues nada excusa la indiferencia de los magistrados al respecto en la misión de dar a cada uno lo suyo ⁸. Por ello los magistrados no podrían prescindir del uso de los medios a su alcance para determinar la verdad jurídica objetiva y evitar que el proceso se convierta en una sucesión de ritos caprichosos ⁹.

El juez realiza un análisis de las distintas posturas, a favor o en contra de la compra por apalancamiento ¹⁰.

En ellas se mencionan, entre otros, los artículos 58, 220 y 222 de la ley 19550.

Veamos:

El artículo 58 LSC es citado en relación con que establece que el administrador o representante obliga a la sociedad por todos los actos que no sean notoriamente extraños al objeto social. Se lo trae a colación manifestando que el garantizar deudas de terceros (adquirentes de las acciones - nuevos accionistas) por semejantes montos son actos notoriamente extraños al objeto social. Por lo tanto, dichas obligaciones no podrían ser exigidas ni obligan a la sociedad.

Se trae a colación el artículo 220 LSC ya que establece los casos en que está permitido que una sociedad adquiera sus propias acciones. El artículo esta-

(7) Conforme: C. S. J. N. Fallos 287:85.

(8) Conforme: C. S. J. N. Septiembre 20-1988, 0.469.XXI, *in re* “Ordenes, Roberto c/ Estado Nacional (Armada Argentina) s/ Ordinario”; ídem, Fallos 295:316).

(9) Conforme: C. S. J. N. Febrero 11-1988, B.443.Xxi, *in re* “Ballante, María Nilda s/ Pensión”.

(10) Cita a Cesaretti, Oscar, *El apalancamiento financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas. Doctrina Societaria y Concursal*, Errepar, Boletín XII, septiembre 2001. Di Chiazza, Iván, “Los *Leveraged Buy Outs* desde la visión del Derecho estadounidense. Perspectiva doctrinaria y jurisprudencial”, *ED*, 201-725, mismo autor, “Los *Leveraged Buy Outs* desde la visión del Derecho europeo. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial”, *ED*, 202-590; mismo autor, “Los *Leveraged Buy Outs* en el Derecho argentino. Planteos metodológicos e interrogantes introductorios”, *ED*, 204-788, Rubín, Miguel, *La compra apalancada de empresas en la visión de la Corte Suprema. Régimen jurídico aplicable, Doctrina Societaria y Concursal*, Errepar, Boletín N° 186, XV, mayo 2003; mismo autor, *Verificación de crédito nacido de Leveraged Buy Out, Doctrina Societaria y Concursal*, Errepar, Boletín n° 193, t. XV, diciembre 2003; Skiarski, Enrique M., *La Compra apalancada mediante fusión (Merger Leveraged Buy Out – MBLO-) y el concurso*”, *Doctrina Societaria y Concursal*, Errepar, Boletín n° 193, XV, diciembre 2003, Ferrer, Patricia, “La Compra apalancada del paquete accionario (*Leveraged Buy Out*). Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad”, *Revista del Derecho Comercial y de las Obligaciones*, n° 203, año 2003; Polak, Federico G., *El Leveraged Buy Out y el derecho internacional privado argentino, Doctrina Societaria y Concursal*, Errepar, n° 198, t. XVI, mayo 2004, v. Menciona también las Conclusiones de la Reunión Académica realizada por el Instituto de Derecho Comercial de la Universidad Notarial Argentina el 3-7-03 sobre el tema: “La garantía prestada por la sociedad a favor del vendedor en compra apalancada del paquete accionario (*Leveraged Buy Out*)”.

blece los únicos casos en que se puede dar dicha adquisición: a) para cancelarlas y previo acuerdo de reducción del capital; b) excepcionalmente, con garantías realizadas y líquidas o reservas libres cuando estuvieren completamente integradas y para evitar un daño grave, lo que será justificado en la próxima asamblea ordinaria y c) por integrar el haber de un establecimiento que adquiere o de una sociedad que incorpore.

En el caso “Havanna” no nos encontramos frente a una sociedad que adquirió sus propias acciones sino que se endeudó y garantizó la adquisición de sus acciones por parte de terceros.

Se cita también el artículo 118 LCQ, que establece los actos que son ineficaces de pleno derecho frente a los acreedores del concurso. Dicho artículo determina que son ineficaces respecto del acreedor los actos realizados por el deudor durante el período de sospecha y que consistan en: a) actos a título gratuito; b) pago anticipado de deudas cuyo vencimiento según el título debía producirse en el día de la quiebra o con posterioridad; c) constitución de hipoteca o prenda o cualquier otra preferencia, respecto de obligación no vencida que originariamente no tenía garantía. Esta declaración de ineficacia puede ser declarada de oficio.

Vemos acá nuevamente la aparición de un artículo que no se aplica al caso que nos ocupa, ya que en Havanna la adquisición quedó fuera de sus incisos.

Igualmente interesa mencionar que no existe en nuestro ordenamiento una norma específica que regule o prohíba esta forma de adquisición.

La doctrina cita también el artículo 54, párrafos 2 y 3 LSC. Éstos establecen: “... El socio o controlante que aplicare los fondos o efectos de la sociedad a uso o negocio de cuenta propia o de tercero está obligado a traer a la sociedad las ganancias resultantes, siendo las pérdidas de su cuenta exclusiva [inoponibilidad de la personalidad jurídica]. La actuación de la sociedad que encubra la consecución de fines extrasocietarios, constituya un mero recurso para violar la ley, el orden público o la buena fe o para frustrar derechos de terceros, se imputará directamente a los socios o a los controlantes que la hicieron posible, quienes responderán solidaria e ilimitadamente por los perjuicios causados”.

También alguien podría alegar en contra de la posibilidad de este sistema que en la primera parte de este artículo establece que el daño ocurrido a la sociedad por dolo o culpa de socios o quienes no siéndolo la controlen, constituye a sus autores en la obligación solidaria de indemnizar, sin que puedan alegar compensación con el lucro que su actuación haya proporcionado en otros negocios. Se podría interpretar que por culpa de los socios la situación económica de la sociedad se vio comprometida por hechos ajenos a su actividad y objeto, empujando a un endeudamiento grande y desvinculado con su actividad.

Artículos 248 y 272 LSC. Se refieren a los casos en que los directores o accionistas deben abstenerse de votar cuando tienen un interés contrario al de la sociedad.

Algunos autores entienden que la actividad de los accionistas ha sido en

violación a estos artículos. En este caso los nuevos accionistas son los únicos accionistas de la sociedad, o sea, podría ser que el interés de ellos fuera el interés de la sociedad.

Posiblemente se pueda interpretar que este interés también abarca a los acreedores. En el caso comentado, éstos han sido completamente desinteresados.

En el fallo, el juez menciona –entre otras opiniones– a Di Chiazza ¹¹, quien sostiene, entre otros conceptos, que “... los *Leveraged Buyouts* no son lícitos ni ilícitos per se en nuestro ordenamiento. Ello no implica que una operación tal no pueda perjudicar a los acreedores más vulnerables e incluso a accionistas minoritarios, pero habrá que estudiar cada caso concreto y, a partir de allí, precisar sus implicancias jurídicas a la luz de las diferentes figuras o instituciones que se pueden ver afectadas [...] En resumen, la operación denominada L. B. O. es un mecanismo estratégico de reorganización empresaria que como tal puede ser utilizado de buena fe o con fines fraudulentos, al igual que cualquier figura –como ser la propia sociedad comercial–, puede emplearse para generar un negocio digno o para abusar de ella defraudando a terceros vulnerables –acreedores y socios minoritarios–, dificultados de prevenirse...”.

Cita también el juez el artículo de la Constitución (art. 19), que establece que todo lo que no está prohibido se encuentra permitido.

Resolución

Luego de lo mencionado, el juez se centra en el caso en particular:

a) Observa que no existen accionistas minoritarios afectados por la operación, la adquisición fue del total del capital social.

b) Con respecto a los acreedores sociales, hace una diferenciación entre los anteriores a la adquisición y los posteriores.

c) Menciona que los acreedores anteriores a la fusión no la cuestionaron. Que podrían haber cuestionado la fusión tal como lo establece el artículo 83, inciso 3 LSC. Ninguno de los dos grupos de acreedores cuestionó el crédito de acuerdo con lo establecido en el artículo 34 LCQ. Considera, por lo tanto, “... circunstancia que autoriza a presumir la ausencia de perjuicio para estos últimos inferible de la concreción del negocio que se analiza”.

d) Aclara que comparte gran parte de las opiniones de los autores citados, pero al darse una situación no habitual, ya que los pocos acreedores anteriores a la adquisición perciben el 100% de sus acreencias dentro de los 3 días de homologado el acuerdo, no advierte la existencia de razones jurídicas de peso que hagan inválida la operatoria.

Concluye que si bien la operatoria pudo ser considerada perjudicial a los acreedores de “Havanna”, y tal vez inicialmente lo fue, dicha situación no puede considerarse subsistente en la actualidad.

Concluye en que admite el recurso de revisión y declara admisible el crédito.

(11) Di Chiazza, Iván G., “Los *Leveraged Buyouts* en el Derecho Argentino. Planteo metodológico e interrogantes introductorios”, *ED*, 204-788.

to emergente del llamado préstamo “sindicado” en la medida en que había sido declarado inadmisibile en la instancia del artículo 36 LCQ.

No querríamos finalizar este comentario sin una mención al excelente estudio del caso realizado por el juez, máxime en un momento en que la mayoría de los poderes del Estado se encuentran cuestionados en cuanto a su eficacia.