

Infracapitalización: conceptos esenciales en el análisis de fusiones y adquisiciones financiadas con deuda

Bazán, Marcos

Abstract: El capital social no solo es necesario para poder crear una sociedad, sino que su desarrollo y crecimiento depende también de este. De aquí surge su función de productividad. Los aportes de los accionistas son, en parte, necesarios para que la sociedad cumpla con su objeto social. Ahora bien, la relación entre el capital social y la magnitud del objeto social, o la complejidad de la operación en otras palabras, es asunto de discusión.

I. Introducción

En las finanzas corporativas, el buen uso del apalancamiento para alcanzar objetivos de negocio usualmente arroja retornos superiores para los acreedores. No obstante, si los negocios posteriormente no reflejan los niveles de actividad y resultados considerados en el análisis previo al apalancamiento, el patrimonio de la empresa puede disminuir hasta una situación de insolvencia. En la instancia en la cual los estados patrimoniales no permitan devolver los fondos a los acreedores, una compañía se encuentra infracapitalizada. La infracapitalización es una amenaza cierta para todas aquellas empresas que no solo tomen decisiones incorrectas de apalancamiento, sino también decisiones equivocadas en sus finanzas corporativas.

Por estas razones, los riesgos deben ser estudiados y analizados para prevenir situaciones de debilidad financiera y anticiparse a los daños, propios y de terceros. En este análisis, se definirán y estudiarán algunos de los conceptos importantes en finanzas corporativas para que aquellos responsables de la toma de decisiones conozcan sus derechos y obligaciones y los distintos procedimientos para que el manejo del capital se realice siempre evitando perjuicios.

II. Concepción del negocio

Para una mejor comprensión de la infracapitalización, se analizarán distintas instancias de las sociedades, desde la concepción de la misma en el manejo del dinero y su capital.

En términos de manejo del dinero y del capital propio, las posibles alternativas de resguardo y de inversión son muy variadas. A la hora de invertir capital, el empresariado cuenta con dos grandes alternativas: el desarrollo de un nuevo negocio, desde los cimientos, o la adquisición de una compañía operativa en marcha. Esta última opción puede resultar atractiva pero en la gran mayoría de los casos requiere de una capacidad económica y de recursos operativos significativa. Por otro lado, si se decidiera optar por el emprendimiento de un nuevo negocio, ¿cuáles son los pasos a tomar?

Para crear una empresa, es necesario registrar una sociedad. En Argentina están reguladas las sociedades civiles y las comerciales (para mencionar solo algunas) y el criterio de mercantilidad está determinado por la adopción de uno de los tipos societarios regulados en la ley 19.550, Ley General de Sociedades (LGSC) independientemente del objeto de la sociedad. La mencionada ley en el art. 1º (artículo sustituido por punto 2.2 del Anexo II de la ley 26.994, y con vigencia desde el 1º de agosto de 2015, según art. 1º de la ley 27.077) prescribe, en relación con la existencia de sociedad, que "Habrá sociedad si una o más personas en forma organizada conforme a uno de los tipos previstos en esta ley, se obligan a realizar aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios, participando de los beneficios y soportando las pérdidas.

La sociedad unipersonal sólo se podrá constituir como sociedad anónima. La sociedad unipersonal no puede constituirse por una sociedad unipersonal".

En el caso de las sociedades comerciales, éstas existen cuando una o más personas (jurídicas o físicas), en forma organizada y conforme a uno de los tipos previstos en la ley, realizan aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios, participando de los beneficios y soportando las pérdidas en caso de que sean dos o más las personas que la conformen.

De esta manera, para constituir una sociedad, es necesario que los socios fundadores realicen aportes monetarios, expresados en moneda argentina. A la suma del valor de estos aportes se la denomina capital social.

El capital social es un elemento necesario para la concepción de cualquier tipo de sociedad. Su cifra numérica se mantiene en principio invariada y estática. A partir del capital social se calcula la participación de cada socio en el ejercicio de sus derechos sociales.

Si bien estos conceptos son solo introductorios, son a su vez fundamentales para el entendimiento del origen y del funcionamiento de las sociedades. Una vez creada una sociedad, para comenzar a operar, será necesario el uso de capital. Como parte del análisis, se describirán fuentes y mecanismos para la obtención de capital en Argentina y sus implicancias para la sociedad. Dentro de esas implicancias, debe siempre contemplarse la necesidad de evitar aquellos escenarios que puedan llevar situaciones de desequilibrio entre el nivel del patrimonio y el objeto social de la compañía. Respecto de este último punto, es importante primero definir el concepto de infracapitalización.

III. Introducción al concepto de la infracapitalización

El capital social, además de organizar y estructurar la sociedad sobre la base de la participación de cada uno de los accionistas, funciona también como garantía frente a todo aquel que contrata y/o hace negocios con la sociedad. No obstante, si bien se podría argumentar que esta es la función esencial del capital, si se impusiera un mínimo de capital social, bajo en cantidad, a partir del cual una sociedad pudiera comenzar a funcionar, habría que empezar a dudar acerca del principio de garantía.

El capital social no solo es necesario para poder crear una sociedad, sino que su desarrollo y crecimiento depende también de este. De aquí surge su función de productividad. Los aportes de los accionistas son en parte necesarios para que la sociedad cumpla con su objeto social. Ahora bien, la relación entre el capital social y la magnitud del objeto social, o la complejidad de la operación en otras palabras, es asunto de discusión.

Cuando una sociedad cuenta con menor capital social que el que requiere su actividad, o, en otras palabras, el riesgo de la empresa (que dependerá de su objeto social), se considera una situación de infracapitalización.

El concepto gira, en parte, en torno a la responsabilidad de los socios en los casos en que la dotación de capital que hayan incorporado resulte insuficiente. El nivel de riesgo que asuman los socios tendrá que ser suficiente como para que los acreedores no se vean perjudicados en un futuro.

Para un mayor detalle del concepto de infracapitalización, existen dos grandes definiciones:

Infracapitalización sustancial o material: cuando los socios no dotan a la sociedad de los recursos necesarios para afrontar el giro social [\(1\)](#).

Infracapitalización nominal (formal): cuando los socios suministran los recursos necesarios para el giro en cantidad suficiente, pero bajo un título diverso del correspondiente de aporte... los accionistas en lugar de contribuir a la conformación y aumento del capital social hasta los niveles operativos exigidos... recurren a proveer los recursos mediante créditos o préstamos (estos modos no implican incluir los recursos en el capital social) [\(2\)](#).

IV. Análisis de la jurisprudencia

Repasando la jurisprudencia judicial y administrativa, existen antecedentes en torno a la infracapitalización y a la responsabilidad de los socios. En múltiples ocasiones, se ha negado la inscripción de sociedades en el Registro Público de Comercio por desproporcionalidades entre los objetos y los capitales sociales. Un caso destacado en esta materia es el de Veca Constructora SRL [\(3\)](#), que al momento de realizar su inscripción societaria no mostró consistencia en el posible manejo de sus actividades a partir del capital incorporado.

En cuanto a la función de garantía que cumple el capital social, la empresa Estampería y Tintorería Thames SA es la protagonista de un fallo ("Ceretti c. Ditto SA" [\(4\)](#)) en la Cámara Comercial, el cual ha resuelto que la empresa debía responder ante terceros por deudas de Ditto SA, una sociedad controlada por Estampería y Tintorería Thames, por confusiones generadas respecto de la administración de ambas sociedades. El fallo indica además que existía una insuficiente capitalización de Ditto SA para cumplir con el objeto social.

Estos fallos, son solo algunos ejemplos que ilustran la importancia de que toda sociedad cuente con un capital social acorde al objeto social que está buscando cumplir. Para que una sociedad esté bien estructurada, pueda ser productiva, y garantice la posibilidad de repago frente a terceros, los socios deberían asumir la debida responsabilidad.

Marcada por el compromiso y la asunción de riesgos, esta responsabilidad debería ser la principal distinción entre socio y acreedor. De todas maneras, el esfuerzo que conlleva constituir un capital social inicial acorde, podría dejar a los socios fundadores sin fondos como para poder continuar las operaciones y el desarrollo de la sociedad en etapas más avanzadas. Para dilucidar este paradigma, las sociedades podrían llegar a buscar acceder a un financiamiento externo, posible mediante una venta o fusión que involucre a compradores estratégicos o financieros.

V. Fusiones y adquisiciones como alternativas de financiamiento

Ya sea mediante la venta de una porción de su patrimonio o a través de una fusión, una compañía puede alcanzar un importante alivio financiero. Las transacciones de fusiones y adquisiciones, de esta manera, presentan una alternativa atractiva para cualquier compañía que busca financiamiento.

El mercado de fusiones y adquisiciones en Argentina y en Latinoamérica ha estado activo los últimos años. En 2016 se registraron en Argentina 28 transacciones que fueron reportadas por los principales medios y analistas, número que se incrementó en 2017 a 55, con registros de montos totales por USD 4.250 millones, un 51% por encima de los USD 2810 millones de 2016. Durante el 2018, hasta agosto, el monto total de las transacciones alcanzó la cifra de USD 8500 millones, a pesar de que USD 6685 millones corresponden a la fusión de Cablevisión y Telecom. En los primeros ocho meses del año se concretaron únicamente 23 operaciones, lo que marca una probable baja en cantidad de deals respecto al año anterior.

El financiamiento que se consigue vía fusiones y adquisiciones, como mencionamos previamente, consiste en vender una porción del paquete accionario. Requiere de un largo proceso de negociación y de un gran involucramiento de recursos de ambas partes, comprador y vendedor. Una alternativa atractiva para compradores es financiar la compra acompañado por un tercer actor financiero, realizando una transacción con compra apalancada ("LBO" por sus siglas en inglés).

VI. La compra apalancada y el riesgo de insolvencia

Las opciones para realizar la adquisición de una compañía o una sociedad son variadas. Éstas difieren en algunos casos según los orígenes del capital utilizado para llevarla a cabo. Dentro de éstas, un tipo de adquisición que se suele realizar es la compra apalancada, o LBO.

Definimos LBO como la adquisición de una empresa, o de una participación mayoritaria en una empresa, utilizando deuda generalmente por el 70% del precio total de compra o más, siendo el resto capital privado del accionista. Esta deuda se paga utilizando los flujos de caja que genere el negocio adquirido (se podría decir que el activo adquirido se paga por sí mismo en los casos de éxito). De esta manera, el riesgo es tomado en conjunto entre el inversor y el accionista de la compañía objetivo, ya que suelen incluirse los activos fijos de la compañía como colateral para la toma de la deuda.

Edgar Jelonche (1998, p. 507), sobre compra apalancada:

"el adquirente que puede ser el grupo gerencial (management), otra sociedad o alguien dedicado a este negocio, compra una gran parte, cuando no la totalidad de las acciones. Inicialmente la adquisición se financia con créditos o préstamos puente (bridge loans), intermedios (mezzanine loans) o bonos basura (junk bonds), es decir con altas tasas de interés y mucho riesgo, sin calificación (non-investment grade). Una vez adquirido el control de la sociedad, ella asume de algún modo la deuda del adquirente, la garantiza; obtiene nuevos créditos para cancelarla y afecta sus ganancias futuras o vende bienes; distribuye reservas; se fusiona con la sociedad y se suman los pasivos. Si soporta esa carga financiera, será un brillante negocio y se podrá enajenar nuevamente el control a buen precio; si fracasa, la consecuencia será la bancarrota. Eventuales perjudicados directos son los accionistas minoritarios, si los hay, los acreedores anteriores de la controlada y los trabajadores".

La compra apalancada resulta ser una alternativa atractiva por diversas razones. No solo posibilita la adquisición en casos en los cuales no se cuenta con capital propio para afrontarla, sino que puede efectivamente llevar a obtener mejores resultados por los importantes ahorros de dinero, al momento de la compra, y de impuestos, por el alto nivel de deuda.

Ha habido diversos casos de compras apalancadas en Argentina, las cuales tuvieron su origen en el país en la década de los 90'. En el año 1993, la compra apalancada a cargo del Grupo Exxel, un grupo de inversores creado en 1991, significó uno de los acuerdos que demostró el objetivo del grupo de introducir en Argentina las prácticas estadounidenses de los fondos de Capital Privado. En tan solo 6 años, el Grupo

logró recaudar USD 1400 millones de aportes en cinco fondos, y completó 73 adquisiciones. Un ejemplo de LBO liderado por el grupo Exxel es la adquisición de Ciabasa (Compañía Industrias Argentina de Buenos Aires), que en ese entonces pertenecía a la británica Unión International Limited Company y producía la marca de detergentes "Camello". La compra de Ciabasa significó para el Grupo un desembolso de USD 7,6 millones, de los cuales USD 3 millones fueron financiados con aportes de capital propio y el monto restante fue financiado a través de un préstamo bancario del exterior.

Un caso emblemático en la materia, que corresponde al mismo grupo inversores, gira en torno a la adquisición de los Supermercados Norte en 1996. El precio de compra por la Compañía Americana de Supermercados SA fue de USD 430 millones, de los cuales USD 197 millones fueron aportados en forma de capital y los restantes USD 233 millones fueron obtenidos por medio de un crédito sindicado por USD 84 millones, un crédito puente por USD 125 millones, USD 19 millones que se mantuvieron en reserva para cubrir eventuales cuentas no pagadas por los vendedores y USD 5 millones en efectivo. La estrategia del Grupo en este caso fue cambiar el mix de productos, incorporar marcas propias de la cadena, expandirse en el interior del país, y ganar productividad en áreas operativas. En línea con la estrategia, se duplicaron la cantidad de locales también. Los esfuerzos dieron como resultado aumentos de facturación y de participación de mercado. Al cabo de dos años de efectuada la compra, el Grupo vendió el 49% de sus acciones en Norte a Promodés, cadena francesa, por USD 420 millones. En 1999, negoció la venta del 2% con la condición de mantener la gerencia hasta el 2002, año en el cual se desprendió del 49% restante (5).

Parecería ser que las compras apalancadas son excelentes alternativas a la hora de llevar a cabo operaciones de compra. Estos casos de éxito definitivamente no demuestran lo contrario. Sin embargo, tanto el Grupo Exxel como muchos otros en Argentina y en el mundo, han también sido partícipes de operaciones en las cuales los resultados no fueron tan positivos. Casos históricos de concursos preventivos y quiebras de empresas sugieren considerar la siguiente pregunta acerca del financiamiento a la hora de realizar una adquisición: ¿puede la compra apalancada aumentar el valor de una firma sin generar un riesgo considerable de insolvencia?

Corresponde determinar hasta qué punto puede tolerarse el apalancamiento y, retomando el concepto principal bajo análisis, cuál es el límite de endeudamiento que podría llevar a una posible (y perjudicial) infracapitalización.

Dentro de esta determinación, dependerá la postura que tomen los accionistas. En el caso en que la empresa se encuentre endeudada, estos no podrían, p. ej., retirar fondos y dejar que el riesgo sea asumido casi en su totalidad por terceros. Esto sí llevaría a que el patrimonio neto corra el riesgo de descender por debajo de la cifra de capital social. Consecuentemente y para evitar este escenario, podría no ser posible la distribución de dividendos para sus accionistas.

No obstante, es importante recordar los beneficios de la deuda, antes de continuar con el análisis más profundo en relación con los potenciales riesgos de insolvencia introducidos en el párrafo anterior. En primer lugar, se ha destacado en este estudio el beneficio del endeudamiento por los intereses deducibles del impuesto a la renta (a diferencia de los dividendos que no son deducibles). En segundo lugar, debe destacarse el beneficio por un menor costo de financiamiento, justamente porque los acreedores están primeros en el orden de prelación de cobro en una eventual situación de quiebra. Y, en tercer lugar, es asumible que la gerencia de una compañía apalancada sea más prudente y analice mejor y detenidamente todo proyecto de inversión por presiones adicionales.

Por estas razones, cualquier empresa optaría por tener una importante porción de su capital financiado. El problema con la compra apalancada, de todas maneras, ocurre cuando la empresa adquirida comienza a incurrir en pérdidas, y el motivo por el cual esto representa un riesgo está directamente relacionado a lo que antes fue mencionado como un beneficio, la prioridad de cobro de acreedores.

Cuando una empresa comienza a incurrir en pérdidas, su patrimonio neto va disminuyendo a medida que los resultados negativos se acumulan. Esto podría llevar a una situación de desequilibrio, que puede ocurrir si el patrimonio neto desciende a niveles inferiores a 2/3 del capital social ("Escenario 1), o inferiores a la mitad del mismo ("Escenario 2). El Escenario 1 marca la necesidad de la sociedad de reducir el capital social, aunque también tiene como opción aumentarlo requiriendo un esfuerzo mayor de los accionistas. El Escenario 2, en cambio, establece que la sociedad debe disolverse, con la excepción de que el capital se aumente o se reduzca en la medida suficiente y que no sea procedente solicitar la

declaración de concurso. El capital social es susceptible de incrementarse mediante la emisión de nuevas acciones o a través del aumento del valor nominal de las ya existentes acciones (manteniendo el número de acciones). La reducción del capital social, en cambio, teniendo siempre en cuenta que se origina por una situación de debilidad económico-financiera y no porque el capital social de la empresa excede sus necesidades (caso a partir del cual correspondería una devolución de aportaciones a los socios, p. ej.), puede conseguirse mediante una reducción del valor nominal de las acciones (manteniendo el número de acciones), amortizando o eliminando acciones (con reembolso de las aportaciones a sus titulares), o agrupando acciones para su canje. Estas reducciones de capital se consiguen con el traspaso de la cuenta de capital a la de reservas.

Una de las causas que podría llevar a que una empresa se encuentre en dicha situación (que incurra en pérdida) podría ser una caída en sus flujos de caja. Estas caídas se traducirán en pérdidas de riqueza para cualquier persona que tenga una acreencia sobre dichos flujos de fondos, independientemente de la estructura de capital de la empresa. Es por esto que, en el caso en que la compra apalancada estuviese bajo consideración, una de las cuestiones más importantes a tener en cuenta es la capacidad de la compañía objetivo de generar flujos de caja. Poder predecir un flujo estable por parte de la compañía que se pretende adquirir debería ser la prioridad fundamental de cualquier inversor frente al análisis de un potencial LBO.

Frente a esto, a continuación se definen las características que deberían reunir las compañías que se buscan adquirir con apalancamiento (6):

- Que estén en condiciones actuales o potenciales de generar un flujo de caja consistente y estable para retribuir el endeudamiento recibido.

- Que posean un bajo nivel de endeudamiento para poder soportar una elevada carga de pasivos.

- Que tengan un crecimiento lento pero sostenido de las distintas fases del negocio para evitar la necesidad de disponer de alta liquidez o ser pasible de poder.

Si la empresa en cuestión estuviese fuertemente endeudada (como sucedería si esta fue adquirida mediante un LBO) y no fuese lo suficientemente madura como para generar flujos de caja sostenidos en el tiempo, inevitablemente incurrirá en pérdidas al no poder hacer frente al repago de sus deudas. Estas pérdidas generadas, como fue mencionado anteriormente, ocasionarán resultados de ejercicios negativos que se irán acumulando hasta causar disminuciones en el patrimonio neto, las cuales podrían llegar a ser de tal cuantía como para ocasionar una infracapitalización.

VII. Conclusión

En este estudio se han repasado las implicancias de un potencial desequilibrio entre niveles de capital social y objeto social en las sociedades conformadas bajo los regímenes argentinos. Retomando lo destacado en el análisis con respecto al capital mínimo necesario para la concepción de una sociedad, se ha determinado la importancia de validar la correspondencia entre la complejidad del negocio y de las operaciones y el nivel de capital, cimiento sobre el cual se establecerá y formará la compañía. Esto es importante ya que una cifra puede resultar exagerada para muchos negocios, pero a su vez insuficiente para otros.

El concepto de "objeto social" puede resultar, de cierta manera, subjetivo. En vistas de proporcionar claridad frente a un concepto que podría caer en la libre interpretación, y con el fin de entender cuál debería ser la magnitud del capital social; a partir de este estudio se comprende que la relación y el equilibrio debería darse entre el capital y el volumen del negocio, el activo social, o el pasivo, todos datos que surgen de la realidad de la sociedad y que son, en cierto aspecto, mensurables.

Para poder lograr este equilibrio y poder anticipar y prevenir una potencial infracapitalización, los accionistas deberían siempre buscar cumplir con los requisitos respecto de su responsabilidad como tales, priorizando conseguir una inversión mínima de riesgo aportada directamente por ellos y no por terceros. Sin desestimar los beneficios del apalancamiento ya mencionados, es necesario que los accionistas también realicen aportes de capital significativos para poder formar estructura, garantía, y productividad, y evitar la disolución.

(1) VÍTOLO, Daniel R., "Conflictos Actuales en Sociedades y Concursos", Ed. Ad-Hoc, Buenos Aires, septiembre 2002, p. 47.

(2) Idem.

(3) Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial de Registro, 30/06/1980, "Veca Constructora SRL", LA LEY 1980 D-464. Resuelto por Butty. Dicho fallo se apoyó en el art. 953 del Cód. Civil. La sociedad es un contrato (plurilateral de organización) y por lo tanto el objeto de dicho contrato debe ser de posible cumplimiento. Un capital desproporcionado en relación con el objeto de la sociedad no permitiría su cumplimiento, por lo tanto la inscripción fue denegada

(4) CNCom., sala E, 24/08/1987, "Ceretti, César R. c. Ditto SA y otros", JA 1990-I-318.

(5) SONEYRA, Sebastián (2016), "Economía de la compra apalancada: ¿creación de valor o insolvencia inducida? Análisis del caso argentino", The Latin American and Iberian Journal of Law and Economics: Vol. 2: Iss. 1, Article 3. Available at: <http://laijle.alacde.org/journal/vol2/iss1/3>.

(6) SONEYRA, Sebastián (2016), "Economía de la compra apalancada: ¿creación de valor...?", ob. cit.

© Thomson Reuters