

El *Sale & Lease Back*. No ejercicio de la opción de compra en el período de sospecha: *¿negocio revocable?*  
(*El caso Interfinanzas*)

Por:  
**Pablo Augusto Van Thienen**  
Director académico  
CEDEF Law & Finance

# El *Sale & Lease Back*. No ejercicio de la opción de compra en el período de sospecha: *¿negocio revocable?*

Comentario correspondiente a los encuentros de debate de jurisprudencia mercantil, laboral y tributaria que mensualmente se lleva a cabo en el **CEDEF** **LAW**

**Sumario:** I. Abstract. – II. Los hechos: a) *Reclamo del síndico*. – b) *Argumentos del síndico*. – III. La decisión final: a) *La nulidad del leasing. La sobregarantía*. – b) *El sale & lease back*. – c) *Sale & lease back sobre cosa mueble*. – d) *El sale & lease back es una operación simulada*. – e) *Rescisión del leasing. Procedencia de la revocatoria concursal*. – IV) El comentario: 1) Posibles efectos de este precedente. – 2) El leasing y el sale and lease back como genuino negocio de financiación de capital: a) *El Leasing*. – b) *El sale and lease back (venta con alquiler con opción a compra)* – c. *Los incentivos contractuales y económicos del leasing y el sale and lease back*. – 3) El sale and lease back es una operación de financiación. – 4) El sale and lease back como “sobregarantía”. – 5) Las garantías tienen por objetivo reducir los costos transaccionales. El sale and lease back y las garantías clásicas. – 6) El “aforo” y el costo del dinero en los clásicos. – 7) El aforo y el costo del dinero en el sale and lease back. – 8) El sale and lease back, el warrant y la libertad de configuración contractual. – 9) El sale and lease back y la ley N° 25.248. – 10. El sale and lease back y el pacto de retro. Nulidad. – a) *Sobre cosa mueble*. – b) *Sobre cosa inmueble*. – c *Sobre bienes registrables. Hipoteca naval y régimen de inmuebles*. – V) El (*presunto*) sale and lease back del caso Interfinanzas. – VI. El no ejercicio de la opción de compra como negocio sospechoso en caso de quiebra del tomador. – VII. Conclusiones.

## I. Abstract:

La sala A resolvió declarar nulo el siguiente negocio jurídico: venta de cosa mueble, pudiendo el vendedor usar y gozar de la cosa por un tiempo y con la opción de comprarla pagando un valor residual.

Se trataba de un bien suntuario (un velero).

La nulidad de esta operación comercial se dio dentro de un contexto tortuoso: (i) concurso preventivo del vendedor y, (ii) relación de grupo o conjunto económico del comprador.

Vencido el plazo para el ejercicio de la opción de compra el vendedor (locatario) omitió ejercerla. El síndico de la quiebra intentó declarar inoponible la venta y por ende, el no ejercicio de la opción por considerar que dicho acto de disposición se había realizado dentro del período de sospecha.

El Tribunal declaró la ilicitud del negocio. Para así decidir se fundó en lo siguiente: la venta con opción de compra sobre un velero es un negocio jurídico nulo por implicar *un pacto de retro sobre cosa mueble*; negocio expresamente prohibido por ley.

En su defensa el vendedor (locatario) argumentó que se trataba de un contrato de *sale and lease back*. Negocio no prohibido. La Cámara receptó el argumento del *sale and lease back*. Y no sólo lo hizo suyo sino que además lo desarrolló para fundar su veredicto. A pesar de reconocer de que podíamos estar ante un negocio de *sale and lease back* el tribunal lo declaró nulo. La razón: *el código civil prohíbe el pacto de retro sobre cosa mueble*.

Un dato importante para este comentario: la operación cuestionada se llevó a cabo durante los años 84 a 86 del siglo pasado. O sea antes de la sanción de la ley 24.441 y 25.248 que expresamente regulan el negocio financiero de *sale and lease back*.

Más allá de este dato temporal (trascendente) no quiero pasar por alto los fundamentos jurídicos de este precedente que, a mi modo de ver las cosas intentan poner en entredicho la validez de este negocio financiero.

Sobre la simulación no abrigo la menor sospecha. Ahora bien, una cosa es anular un acto por vicio de simulación y fraude y otra muy diferente es declarar nula una operación de *sale and lease back* anclando el argumento en normas civiles que poco y nada tienen que ver con el negocio financiero que estamos tratando (esté vigente o no la ley 25.248). Esto último es anecdótico.

En este sentido va orientado mi achaque. Veamos:

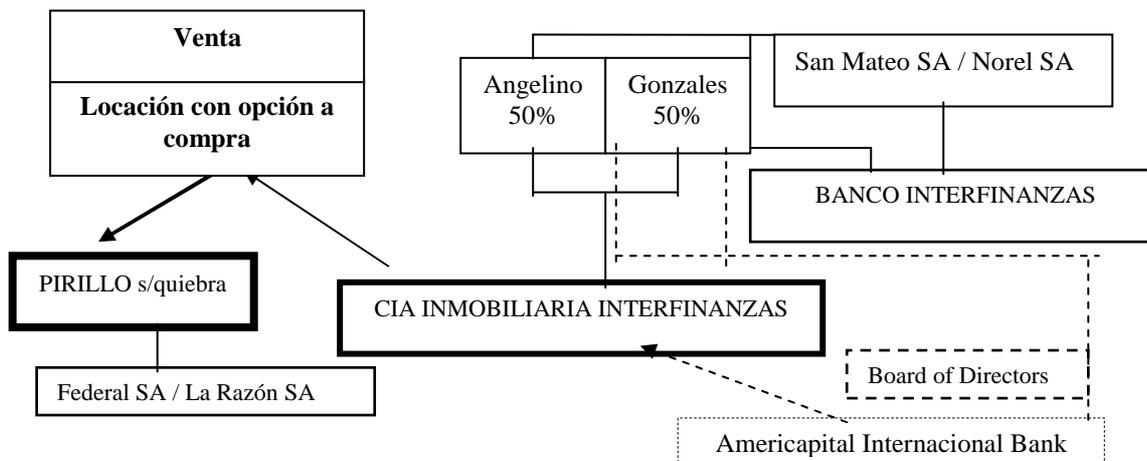
## II. Los hechos.

El Sr. Pirillo le vendió a Cía Inmobiliaria Interfinanzas SA un velero de su propiedad. En otro instrumento se documentó un contrato de alquiler, sobre dicho bien, constituyéndose el Sr. Pirillo en locatario. Al cabo de un tiempo Pirillo podía ejercer una opción de compra pagando a Cía Inmobiliaria Interfinanzas el valor residual previamente pactado. La venta se instrumentó en un documento. La locación con opción a compra en otro. Ambos instrumentaban un negocio de financiamiento.

Pirillo era cliente del banco Interfinanzas surgiendo de su legajo crediticio la propiedad del bien enajenado a Cía Inmobiliaria Interfinanzas. O sea aún efectuada la venta el Sr. Pirillo declara ante el banco ser propietario de dicho activo (*ver gráfico*).

Cía Inmobiliaria Interfinanzas financió la compra a través de fondos girados por una sociedad *off shore* propiedad de los accionistas controlantes del grupo Interfinanzas. El vehículo utilizado fue: Americapital International Bank.

El gráfico siguiente muestra la operación, las participaciones accionarias y la relación de grupo.



- 1) San Mateo SA y Norel SA poseían el 28% y 22% del capital social de BI.
- 2) Angelino poseía el 99% de San Mateo SA y Gonzalez de la Fuente 52% de Norel SA.
- 3) Angelino y Gonzalez de la Fuente eran directores de CII.
- 4) Angelino y Gonzalez de la Fuente eran directores de Americapital Internacional Bank.
- 5) Americapital Internacional Bank financía el precio de compra.
- 6) CII suscribe con Pirillo el contrato de compraventa y el contrato de "Leasing" (alquiler con opción a compra).
- 7) Banco Interfinanzas tenía una larga relación comercial con el grupo Pirillo y sus empresas controladas.

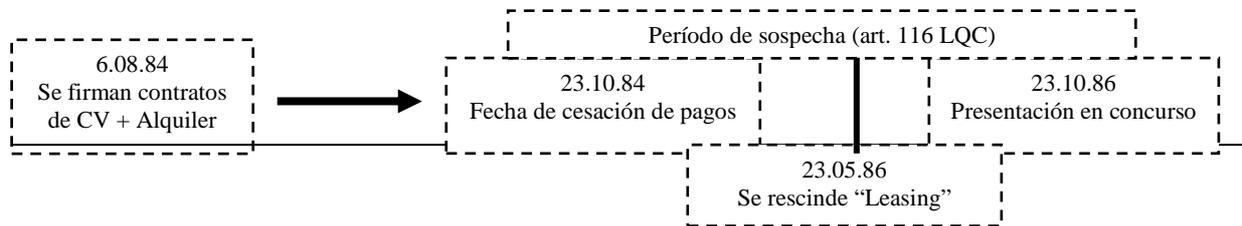
\*Pirillo abonó canon locativo hasta abril de 1996 pagando 20 cuotas de u\$s16.000 Bx = u\$s320.000 solicitando la rescisión del Leasing. No ejerce la opción de compra.

\*CII restituye a Pirillo u\$s60.000 y éste alquila a CII el Velero por 3 años pagando un canon locativo mensual de u\$s2.000.

Llegado el plazo para el ejercicio de la opción de compra Pirillo rescindió el contrato y omitió ejercerla. De esta forma el vendedor perdió el derecho a recobrar la propiedad del bien explotado en leasing. El dador (Cía Inmobiliaria Interfinanzas) procedió a la venta del bien a un tercero (aparentemente) de buena fe.

El síndico de la quiebra intentó atacar la operación con el objetivo de traer a la masa el bien enajenado o en su caso el valor equivalente. El tema de fondo en este caso fue: *el no ejercicio de la opción de compra como acto de disposición realizado por el concursado dentro del período de sospecha*.

El siguiente gráfico muestra los tiempos dentro del cual se desarrolló la operación.



#### a) Reclamo del síndico.

El síndico concursal solicitó: (i) revocatoria pauliana (art. 961), (ii) revocatoria concursal (art. 119 LCQ), (iii) simulación absoluta (art. 955 C.c.) y (iv) nulidad respecto de (x) la compraventa, (y) el leasing (ambos firmados en la misma fecha) y (z) el préstamo simulado por estar “sobregarantizado”. Se declare por lo tanto la ineficacia de este negocio jurídico frente a la masa solicitando se restituya el Velero y, de no ser posible, su valor: u\$s309.000 + intereses + gastos.

#### b) Argumentos del síndico.

(i) El contrato de Leasing era leoninio puesto que el canon más el valor residual excedían exageradamente el precio de compra. (ii) La tasa de interés implícita en el contrato de leasing llegaba al 63% anual. (ii) El perito fijó una tasa razonable para una operación semejante en 12% / 15% anual. (iii) El grupo Interfinanzas conocía perfectamente el estado de cesación de pagos del Sr. Pirillo al momento de rescindir el contrato de leasing y abandonar, por lo tanto el ejercicio de la opción en directo perjuicio de la masa de acreedores.

**1º INSTANCIA:** Hizo lugar a la demanda.

### III. La decisión de la Sala.

La sala A fundó su decisorio bajo los siguientes razonamientos:

#### a) La nulidad del leasing. La sobregarantía

Tal como lo entendió el tribunal el leasing había funcionado como una *sobregarantía* al adquirir el acreedor la propiedad del bien que sirve de respaldo al repago del mutuo. Esta garantía encubrió un acto legalmente prohibido: el pacto de retro sobre cosa mueble quedando la garantía en manos exclusivas del acreedor. A través de la compraventa el acreedor pasó a ser propietario del bien *invirtiendo el orden de las dificultades naturales a las que normalmente se enfrenta quien presta* para recuperar su crédito (*sic*).

#### b) El sale & lease back.

La operatoria de *sale and lease back* fue propuesta como argumento de defensa. El tribunal entendió que esta operatoria configura una técnica de financiación mediante el cual el dador de fondos adquiere en propiedad un “bien de capital” (mueble o inmueble) facilitándole al tomador durante un plazo determinado el uso del bien a cambio de un canon, fijándose una fecha precisa para el ejercicio de la opción de compra por un precio residual expresamente pactado. Es una técnica financiera mediante el cual el propietario (deudor) se convierte en locatario mutando la relación jurídica sobre el bien de capital. Esta fuente de financiamiento permite al deudor hacerse de fondos evitando tener bienes de capital inmovilizados. Tiene directo impacto sobre sus índices de liquidez.

#### c) Sale & lease back sobre cosa mueble.

Así las cosas, la sala entendió que la “venta” con pacto de “recompra” a través de un leasing aplicado a bienes muebles se encuentre vedada por el artículo 1380 del C.c. que prohíbe el pacto de retro sobre este tipo de cosas. El *Sale & Lease Back* bajo la apariencia de una venta y alquiler con opción a compra, sobre el mismo

bien no deja de ser una pretensión simulada de encubrir un modo de instrumentar *sobregarantías* de inmediata realización para operaciones de crédito.

d) *El sale & lease back es una operación simulada.*

En opinión de la sala era de toda evidencia que: (i) la operación de que se trata y (ii) tal como fue pactada encubrió una venta con pacto de retroventa expresamente prohibida por el artículo 1380 C.c. Aparece no sólo como una operación simulada sino también ilícita por (i) violar la ley y (ii) causar daño a terceros. Ergo, la invalidez de la compraventa debe prosperar teniendo derecho la masa a exigir: (i) la restitución del bien objeto de compraventa por efecto del artículo 1050 C.c. o (ii) indemnización de daños si fuera imposible la restitución.

e) *Rescisión del leasing. Procedencia de la revocatoria concursal.*

Sostuvo la sala que el leasing se rescindió dentro del período de sospecha estando acreditado además, que el Grupo Interfinanzas conocía el estado de cesación de pagos de Pirillo al momento de abandonar éste la opción. La larga y profunda relación comercial y financiera que unía a las partes permite obtener serios indicios de ese conocimiento.

Hasta aquí una breve reseña de los argumentos jurídicos de la sala A para fundar su decisión.

## **IV. El comentario.**

Más allá del negocio simulado y presuntamente fraudulento llevado a cabo entre el deudor y el “Grupo Interfinanzas”, y de la necesidad de traer al concurso los bienes extraídos del activo en perjuicio de la masa, interesa abordar este precedente desde la perspectiva del negocio de *sale and lease back* y sus posibles consecuencias a la luz de la ley 25.248, llamada “*ley de leasing*”.

### **1) Posibles efectos de este precedente.**

Usted podrá decir que a partir de la sanción de la ley de leasing y sus decretos reglamentarios el negocio de *sale and lease back* goza de muy buena salud. Usted podrá afirmar que este precedente no hace mella y no socava las bases estructurales de este genuino negocio financiero. Usted acaso podrá argumentar que la validez del contrato *sale and lease back* - a esta altura de los acontecimientos - es materia superada. En su opinión este negocio se encuentra sólidamente blindado.

Frente a todas estas afirmaciones y argumentos que yo podría incluso compartir quiero no obstante, transmitir alguna preocupación. Y tiene que ver con los potenciales efectos del caso. Lo cierto es que el precedente no alude a la ley de leasing y tampoco ha hecho expresa referencia a un aspecto para mí central: entre el negocio cuestionado y la sentencia *ad quem* el Parlamento Nacional dictó la ley de leasing. Este silencio no me parece inocente, me genera incertidumbre y deja abierta algunas dudas. Y todos sabemos que más allá de la letra y el espíritu de <la ley>, los jueces son sus únicos intérpretes.

Los fundamentos “pilares” del fallo son preocupantes por varias razones. La primera es la percepción del tribunal sobre el *sale and lease back* como un negocio de *sobregarantía*. La segunda es la ilicitud del *sale and lease back* en virtud de la prohibición del pacto de retro sobre cosa mueble prevista en nuestro código civil, y la tercera, la declaración de ineficacia del negocio por haber el tomador omitido el ejercicio de la opción dentro del período de sospecha. Todo esto me parece ciertamente inquietante.

Vale la pena preguntarnos: ¿encierra el negocio de *sale and lease back* un pacto de retro? ¿Opera el *sale and lease back* como una *sobregarantía*? Si esto último fuera cierto, ¿implica ello una ilicitud?

¿Es el *sale and lease back* un negocio de garantía? ¿Es el leasing un negocio de garantía?

### **2. El leasing y el sale and lease back como genuino negocio de financiación de capital.**

a. *El leasing.*

El alquiler con opción a compra tiene por objetivo permitir al tomador del leasing aprovechar la capacidad económica que tiene un bien de capital para generar flujos de fondos durante el plazo de uso. El locatario sacará provecho económico del activo sin que éste ingrese a su patrimonio.

Al cabo de un tiempo el locatario podrá ejercer la opción de comprarlo (*Call option*). Esta opción debe ejercerse en el plazo expresamente pactado y que normalmente coincide con la amortización del bien. El precio para el ejercicio de la opción se lo denomina precio de opción y está directamente relacionado con el valor “residual” al momento de la opción. El precio podrá ser igual al valor amortizado neto según se pacte en el contrato y lo prevean normas de orden fiscalista.

Dependiendo de factores comerciales, tecnológicos, impositivos y financieros, el tomador podrá ejercer la opción según le convenga. Es común observar que este derecho suele no ejercerse. Es más, podríamos decir que en este negocio el ejercicio de la opción es un acto *contra natura*. En efecto, una de las ventajas primarias del negocio de leasing es precisamente contar con bienes de capital razonablemente amortizados o, si se quiere, razonablemente actualizado en términos tecnológicos sin tener que pagar por ellos la totalidad del precio. Y esto no es un dato nimio pues permite al empresario hacer un uso financieramente eficiente de su capital de trabajo reponiendo bienes de uso a un coste adecuado.

Por su parte para el dador del leasing su negocio financiero consiste en que el tomador no ejerza aquella opción. En efecto, aquel buscará colocarle al tomador un nuevo leasing pudiendo el dador recolocar en el mercado aquellos bienes ya desgastados por el uso del anterior tomador. No todos los mercantiles están en condiciones de adquirir bienes de uso joya nunca taxi. Siempre hay un segmento interesado en sacar provecho económico a bienes de capital ya utilizados. Una suerte de “mercado de pulgas”.

Desde un punto de vista patrimonial y financiero la operación de leasing ofrece al tomador la ventaja de evitar la inmovilización de activos. Analizado esto desde el ángulo estrictamente patrimonial el leasing permite al empresario mejorar su índices de rentabilidad sobre activos (ROA) y sobre patrimonio (ROE) puesto que el bien locado no es de su propiedad. Desde un ángulo financiero la ventaja del leasing consiste en permitir al tomador destinar fondos líquidos a capital de trabajo que se traduce en una mayor rentabilidad. De esta manera el leasing ayuda a apalancar la operación del negocio facilitando la generación de flujos de fondos de libre disponibilidad.

Para el dador el negocio del alquiler es eficiente pues el bien dado en locación opera como garantía de repago del canon. La mora implica el recupero inmediato del bien pues el dador es el propietario pleno del activo. Con esta mirada podríamos preguntarnos: ¿acaso el leasing es un prenda simulada?

Todos sabemos que entre nosotros está prohibido que el acreedor prendario se haga propietario de la prenda. Si esto opera así para la prenda con mayor razón para el leasing. Con esto quiero decir que desde la perspectiva de la sala A el leasing sobre cosa mueble también estaría prohibido.

Es muy importante destacar aquí que el leasing es un instrumento que busca financiarle al empresario la posible adquisición de bienes de capital. En general esos bienes son bienes de uso, o sea *cosas muebles*. Esto que digo no implica desechar el leasing sobre inmuebles.

b. *El sale and lease back (venta con alquiler con opción a compra)*

El *sale and lease back* es una operación financiera sencilla el tomador es el propietario del bien dado en alquiler. Este negocio opera de la siguiente manera: quien posee un activo decide venderlo. De esa forma se hace de fondos frescos destinados a financiar capital de trabajo. Ahora bien el vendedor ofrece al comprador alquilar el bien a cambio de un canon más la posibilidad de recuperar el bien mediante el ejercicio de una opción futura. El canon locativo representará, desde el punto de vista financiero, el precio de compra más un interés compensatorio (valor del dinero en el tiempo). El vendedor (locatario) podrá ejercer la opción pagando un precio equivalente al valor residual del bien al momento del ejercicio del call. Como el vendedor (locatario) era el propietario pero con la opción de poder recuperarlo, la operación es una combinación de *sale and lease*, o si se quiere, de venta con alquiler con cláusula de opción de compra: *sale and lease back*.

El dato distintivo entre este negocio y el leasing es que el tomador posee -al momento de instrumentarse la operación- la propiedad del bien dado en locación. Y este elemento no es baladí. El leasing y el *sale and lease* tienen incentivos económicos muy diferentes, diría opuestos. Veamos:

*c. Los incentivos contractuales y económicos del leasing y el sale and lease back.*

Mientras en el leasing uno puede especular que el locatario no ejercerá la opción de compra; en el negocio de *sale and lease back* es altamente probable que el tomador sí, ejercerá dicha opción. No ejercer este derecho implicará la pérdida definitiva de un activo a un costo de reposición negativo. Con esto quiero significar que en el negocio de *sale and lease back* los incentivos económicos están puestos para que el tomador ejerza, al final del plazo, la opción call.

Esto último quiere decir que el precio de la opción representará en términos generales un valor residual que incentive al ex propietario a recuperar su activo. Se observa entonces que mientras en el leasing los incentivos económicos están puestos para que el tomador pueda no ejercer la opción, en el negocio de *sale and lease back* ocurre todo lo contrario. El tomador está pronto y preocupado porque el bien revierta a su dominio. Sería irracional que el propietario decida perder graciosamente un activo económicamente aprovechable.

De lo que se trata en este negocio financiero es lograr dos eficiencias: (i) hacer líquido ciertos activos que están inmovilizados y (ii) a un tasa inferior a la normal del mercado para operaciones con garantías reales. Con este negocio el empresario busca transformar activos inmovilizados en metálico invirtiéndolo en el proceso productivo que es, sin duda, la única máquina genuina generadora de flujos de fondos.

Mientras en el leasing el tomador se hace de un bien para explotarlo económicamente, en el *sale and lease back* el tomador se *desprende* de un bien con la misma finalidad. Se observa así una tajante diferencia. Mientras el primero podrá optar por comprarlo el segundo es altamente probable que quiera recuperarlo.

### **3. El sale and lease back es una operación de financiación.**

Alguien podría argumentar que el mismo objetivo de financiación se logra a través de un mutuo garantizado. Usted podría preguntarse: ¿para qué recurrir al *sale and lease back* si contamos con los clásicos: la hipoteca, la prenda y el warrant? Esta es sin duda, la visión de la sala A.

Encontramos algunas diferencias importantes entre este negocio y los clásicos: me explico.

La primera es que en el *sale and lease back* el activo sale del patrimonio del vendedor ingresando al patrimonio del comprador. Hay una verdadera y genuina transferencia de dominio operada por un negocio de compraventa.

Usted podría cuestionar: ¿hay una genuina operación de venta o estamos ante un negocio de financiación de capital de trabajo?, ¿acaso el vendedor no es un deudor y el comprador un acreedor?, ¿por qué tergiversar las cosas si Vélez y Acevedo previeron otras figuras que conducen al mismo resultado?

La segunda diferencia es que el empresario no sólo busca convertir sus inmovilizados en metálico sino que además, el *sale and lease back* mejora considerablemente sus índices de liquidez puesto que desde un estricto análisis patrimonial y financiero el precio de compra se incorpora como capital de trabajo engrosando las partidas de “caja y bancos”, “inversiones” o “clientes” o, en su caso, reduciendo pasivos exigibles de corto, mediano o largo plazo. O sea, ingresa un activo líquido y sale un activo ilíquido.

La tercera diferencia (o ventaja) respecto de los clásicos es que permite al dador recuperar de una manera eficiente el precio pagado mediante la venta del bien, en caso de mora del tomador o no ejercicio del call.

La cuarta diferencia (o ventaja) respecto de los clásicos es que el tomador pagará por el alquiler del bien un canon locativo cuyo componente financiero será inferior a la tasa de interés de mercado de una prenda o hipoteca, precisamente por la ventaja apuntada arriba. Esta suerte de sobregarantía opera en beneficio de ambas partes del negocio.

Está claro que tanto el *leasing* como el *sale and lease back* son negocios financieros y como tales exigen su contrapartida: una garantía eficaz. El alquiler con cláusula de compra no genera demasiado ruido entre

nosotros. Ahora bien, la venta con derecho de uso más cláusula de opción de compra genera un ruido estrepitoso. Este negocio encerraría, en la visión del tribunal, una *sobregarantía*.

¿Es una sobregarantía?

#### **4. El sale and lease back como “sobregarantía”.**

Dijo la sala A: “A través de la compraventa el acreedor pasa a ser propietario del bien invirtiendo el orden de las dificultades naturales a las que normalmente se enfrenta quien presta para recuperar su crédito”.

La sala comprendió bien el problema. Admite que estamos ante un evidente negocio de financiación. Ahora bien, a mi modo de ver las cosas no nos enfrentamos a una *sobregarantía* sino, a una “Supergarantía”.

En opinión del Tribunal el *sale and lease back* debe ser rechazado. Éste ofrece al acreedor dos ventajas intolerables para nuestro sistema jurídico: (i) permite al acreedor hacerse de la propiedad del bien y (ii) permite al acreedor *eludir las dificultades naturales que deben soportar quienes prestan (sic)*.

Esta forma de ver el negocio debe ser puesto en entredicho. Y este es para mí el aspecto más preocupante de fallo y la razón de estas reflexiones.

Debemos aclarar este punto: el *sale and lease back* no tiene por objetivo convertir al acreedor en propietario ni tampoco ayudarlo a eludir las dificultades propias de quienes pretenden ejecutar sus créditos con garantías reales bajo las figuras clásicas. Todo lo contrario este negocio busca que el empresario acceda a capital de trabajo a costos financieros por debajo del costo normal de mercado. Y ésta es la piedra angular y el racional económico-financiero-patrimonial y jurídico del negocio que estamos tratando. Analizar el *sale & lease back* únicamente desde la perspectiva del acreedor es poner una mirada parcial del negocio. El deudor también saca su provecho económico: reduce el costo de capital. Por lo tanto propongo analizar este negocio desde ambas perspectivas buscando una mirada más equilibrada, si se quiere.

Vale la pena otra aclaración: considerar que el *sale and lease back* opera como una suerte de *sobregarantía* no significa que aquella garantía deba ser considerada *per se*, ilícita. En nuestro entorno hay muchas sobregarantías.

#### **5. Las garantías tienen por objetivo reducir los costos transaccionales. El sale and lease back y las garantías clásicas.**

Existen en nuestro mercado muchas *sobregarantías*. Éstas tienen por objetivo evitarle al acreedor soportar aquellas “*dificultades naturales a las que normalmente se enfrenta quien presta*”. A modo de ejemplo podemos citar las llamadas garantías autoliquidables reconocidas por el Banco Central de la República Argentina para las entidades financieras. Aquellas tienen por objetivo ofrecerle a los bancos recuperar su acreencia eludiendo las dificultades propias de nuestro mercado.

En efecto, aquellas dificultades no serían otras que someterse a los plazos y chicanas propias de nuestro entorno procesal donde el que presta pierde y el que adeuda termina ganando. Ya sea por fatiga procesal o por cansancio profesional lo cierto es que la ejecución de un crédito en nuestro mercado judicial se asemeja más a una carrera de obstáculos. No en vano pululan en nuestro medio los fideicomisos de garantía. Estamos todos descreídos de las ventajas de los clásicos. Sin duda estas nuevas figuras tienen por objetivo económico eludir aquellas <*dificultades naturales*> y de esta manera ver si podemos abaratar un poco los costos transaccionales o sea, el costo del crédito.

Me permito discrepar con la visión del Tribunal. En nuestro medio las dificultades para ejecutar un crédito ya no son naturales, ordinarias o comunes, sino intolerables y extraordinarias. El tedioso, costo e insoportable proceso de ejecución de garantías terminan socavando las propias bases del sistema.

Está claro que la posibilidad de prestar dinero imputándolo jurídicamente a precio con el objetivo de asegurar el recupero de lo prestado, o si se quiere, adquirir la propiedad de un bien con cargo a un mutuo, no es un negocio ilícito *per se*, ni siquiera mirado desde el cristal del código civil.

Entre las garantías clásicas y el *sale and lease back* hay una diferencia de fondo: la sustancial reducción del coste financiero. Y esto no es poco.

Las garantías tienen por objetivo darle al acreedor la opción de ejecutar su crédito con preferencia y privilegio. Pues bien esas preferencias y privilegios no funcionan muy bien. El acreedor necesita sortear aquellas *dificultades naturales* de nuestro sistema de crédito. Esa facilitación tiene una ventaja para el deudor: la reducción en la tasa de interés.

Todos sabemos por experiencia propia que un préstamo de consumo a sola firma y sin garantías tiene un precio de mercado muy superior a un préstamo de consumo con garantía real (prenda o hipoteca). La razón de esa reducción en el precio del dinero es precisamente la garantía. O sea el acreedor reduce su horizonte de incertidumbre buscando reducir la contingencia de potencial expropiación de su crédito. Este es el fundamento económico de las garantías reales, o personales.

Si esta lógica funciona entre un mutuo a sola firma y uno garantizado también funciona entre uno garantizado y otro “supergarantizado”. La realidad es que las *sobregarantías o supergarantías* tienen un único objetivo: reducir el costo de transacción. Y estas supergarantías quedan fuera de la fórmula cerrada del *numerus clausus* del artículo 2505 C.c.

Entre las múltiples opciones para asegurar un préstamo la más exigente es, sin duda, el *sale and lease back*. Para el deudor porque pone a riesgo su fortuna en caso de incumplimiento y para el acreedor porque le exige reducir sus expectativas de ganancias a una cifra tal que incentive al deudor a ceder la propiedad. La reducción en aquellas expectativas de ganancias está dada por el riesgo de que el tomador sea un fiel pagador que ejerza la opción call en tiempo. Frente al deudor cumplidor no hay duda que los clásicos ofrecen al acreedor rentas más jugosas.

La sobregarantía representada por el *sale and lease back* tiene por finalidad económica acceder a capital de trabajo a un coste que justifique la cesión de dominio. Sin este incentivo no es racional transferir la propiedad. Son preferibles los clásicos.

La tasa de interés implícita en el canon locativo debería ser sustancialmente inferior a esa tasa de interés de mercado de préstamo con garantía. La reducción del coste del dinero se debe precisamente, a la casi eliminación de las potenciales contingencias expropiatorias que todo acreedor percibe sobre los clásicos.

Entre eficiencia de la garantía y costo del dinero hay una directa relación de simetría.

## **6. El “aforo” y el costo del dinero en los clásicos.**

Otro dato no menor en las operaciones de financiación es el llamado *aforo*.

Este representa el *spread* que se toman los prestamistas al constituir una garantía. Este *spread* se toma en función del valor del bien (actual y futuro) versus el valor actual neto del mutuo. Todos sabemos que son casi inexistentes en nuestro mercado financiero los préstamos garantizados a la par. O sea obtener un préstamo al 100% del valor del bien dado en garantía. Aquel *aforo* opera, si se quiere, como una *sobregarantía* pues tiene por objetivo evitar el descalce entre el valor presente del dinero y el desgaste o amortización de la garantía.

Esto que digo se ve con mayor nitidez en los préstamos para financiar bienes de capital. Este tipo de activos suelen depreciarse de una manera acelerada por dos razones: (i) innovaciones tecnológicas y (ii) uso del bien. Ambos elementos juegan en contra de la solidez de la garantía. Los bienes de capital nacen para depreciarse de manera acelerada. Por esta razón el *aforo* suele superar el 50% del valor del bien, según el caso.

En cambio cuando se trata de financiar la adquisición o ampliación de inmuebles, el *aforo* es sustancialmente inferior. La demostración empírica acredita que los activos fijos suelen aumentar de valor a medida que el tiempo transcurre. El llamado valor del “ladrillo”. Lo opuesto a los bienes de uso.

No nos llamemos a engaño. Los clásicos también tienen sus *sobregarantías*. Y éstas tienen por objetivo descontar tres cosas: (i) el costo del dinero el tiempo, (ii) la amortización del bien por el transcurso del tiempo y (iii) el riesgo de tener que soportar las *dificultades naturales* para lograr el recupero del crédito.

La tasa de interés más el aforo buscan minimizar este riesgo de expropiación.

## **7. El aforo y el costo del dinero en el sale and lease back.**

Con el negocio de *sale and lease back* no solo se logra reducir la tasa de interés por reducción del riesgo sino que, además, no hay *aforo*. O sea el deudor saca de su activo el mayor provecho económico posible. Le extrae todo el jugo. Esta ventaja no ocurre con los clásicos, incluso en nuestro mercado financiero donde las garantías de segundo grado son una *rara avis*.

Recordemos que el *sale* implica una genuina compraventa. Cuando digo *genuina* estoy refiriendo a que el precio del bien debe ser de mercado. Este dato nos está indicando que las partes (deudor y acreedor, vendedor y comprador, dador y tomador) deben realizar una operación en condiciones equitativas. Incluso el precio de la opción debe ser a un precio que refleje el valor residual del bien conforme normas técnicas contables e impositivas. O sea debe reflejar la realidad económica del negocio. Esto quiere decir que el precio de venta debe ser aquel que pagaría un tercero por adquirir dicho bien en condiciones de libre competencia. Así las cosas el deudor obtiene fondos frescos equivalentes al valor de reposición del bien. Y esto no es poco si queremos comparar este negocio financiero con el mutuo oneroso respaldado con una garantía real.

Un dato revela la sinceridad del *sale and lease back*: al no producirse el aforo entregando el acreedor al deudor una suma igual al valor de mercado o valor de reposición, está claro que la garantía razonable exigida por el prestamista será, adquirir la propiedad.

Ante la mora en el pago del canon o falta de ejercicio del call el acreedor (propietario) cuenta con una salida eficiente: publicar un aviso de venta. El acreedor podrá disponer del activo y recuperar su crédito evitando chicanas procesales, honorarios, tasadores y enfrentarse con ciertas organizaciones indeseables, entre muchos otros costes de transacción innecesarios. Todos estos costes irracionales quedarían definitivamente eliminados en el negocio de *sale and lease back*. Y esto es una muy buena noticia para el mercado.

El único coste que debe soportar el acreedor es el coste de oportunidad. Ese coste estará dado en cuán urgido estará por venderlo. Está claro que a un menor precio de venta le corresponderá una celeridad mayor en el recupero del crédito. Eso sí, debe evitarse la venta a precio vil.

## **8. El sale and lease back, el warrant y la libertad de configuración contractual.**

Entre la oferta de garantías disponibles, ambas partes tienen plena libertad para concertar la que más les convenga a sus mutuos intereses. Nadie en su sano juicio comercial cederá la propiedad de un activo a cambio de un interés equivalente a una típica garantía real. Desde esta perspectiva parece ineludible que la cesión de un activo exige un costo de financiamiento acorde a esa operación.

Con esta misma lógica económica podemos afirmar que las seguridades jurídicas que brinda el warrant como certificado de garantía permiten tasas de financiamiento sustancialmente más bajas que las tasas de mercado para una garantía real tradicional. Esas seguridades impactan de lleno en el costo del financiamiento. El warrant permite al acreedor ejecutar extrajudicialmente los bienes depositados recuperando el acreedor su crédito a un muy bajo costo. Todo esto gracias a la eficacia del sistema y de los privilegios que la ley de warrant ofrece a su tenedor.

Tanto el *warrant* como el *sale and lease back* tienen por finalidad dotar al deudor de un instrumento que le permita acceder a capital de trabajo a tasas más atractivas. Llamativo: ambos instrumentos se denominan en la lengua de Shakespeare.

## **9. El sale and lease back y la ley N° 25.248.**

El *sale and lease back* está hoy expresamente previsto en nuestro derecho como negocio típico. Me refiero al artículo 5(e) de la ley de leasing que expresamente dice: *Modalidades en la elección del bien. El bien objeto del contrato puede ser: (e) adquirido por el dador al tomador por el mismo contrato o habérselo adquirido con anterioridad.*

Vale decir que el tomador del leasing puede ceder en propiedad el bien a un dador de leasing para que sobre ese mismo bien se constituya un contrato de leasing que por su propia naturaleza incluye la opción de compra.

Incluso observamos que el dador puede adquirir la propiedad del bien antes, o al momento de instrumentarse el contrato de leasing.

Siendo esto así no veo cómo puede operar el pacto de retroventa.

## **10. El sale and lease back y el pacto de retro. Nulidad.**

### *a. Sobre cosa mueble.*

Llegamos aquí al punto neurálgico del fallo. Insistimos con esto: más allá de la simulación ilícita o del negocio fraudulento llevado a cabo por el concursado con el objetivo de burlar los derechos de la masa, la sala A dictó sentencia aludiendo de manera expresa al negocio de *sale and lease back*, y lo hizo en los siguientes términos: “*La venta con recompra a través de un leasing aplicado a bienes muebles se encuentra vedada por el artículo 1380 del C.c. que prohíbe el pacto de retro sobre este tipo de cosas. El Sale & Lease Back que, bajo la apariencia de una venta y alquiler con opción a compra, sobre el mismo bien no deja de ser una pretensión simulada de encubrir un modo de instrumentar “sobregarantías” de inmediata realización para operaciones de crédito.*”

Tal como ha sido explicado más arriba, el negocio de *sale and lease back* funciona sobre (i) bienes de capital y (ii) activos fijos. Los primeros son, por naturaleza, cosas muebles. Siendo esto así parece que la venta con locación con opción a compra o, si se quiere, la venta con opción a compra gozando el vendedor con el derecho a usar y gozar de la cosa a cambio de un canon, estaría expresamente vedada en nuestro medio. La opción de compra operaría como pacto de retro dentro de la compraventa originaria. Así lo estaría indicando de manera tajante y contundente el artículo 1380 del c.c.<sup>1</sup>

La ley de leasing no ha reformado el código civil en este aspecto. La duda que encierra esta omisión es si frente a ese silencio podemos concluir que el *sale and lease back* se encuentra prohibido para cosas muebles atento a que la recompra del bien por parte del vendedor implicaría un pacto de retro en los términos del artículo 1380 C.c..

Es difícil imaginar que el negocio financiero de *sale and lease back* pueda asimilarse al pacto de retro aún cuando la letra del 1380 C.c. pueda llevarnos a la falsa creencia de que sí estamos ante un pacto prohibido.

Incluso las razones que llevaron a Vélez a prohibir este pacto, razones que vienen desde larga data (vrg., el Código Canónico) fue precisamente evitar que la compraventa opere como garantía a favor de acreedores inescrupulosos y usureros. Esta norma buscaría desincentivar conductas leoninas o abusivas, incluso cercanas a la lesión subjetiva. Reitero un vez más: nadie en su sano juicio cederá la propiedad a cambio de una tasa de mercado de hipotecas y menos por una tasa usuraria; salvo: (i) ligereza, (ii) inexperiencia o (iii) estado de necesidad. Simplemente 954 C.c..

Nada de esto ocurre con el negocio financiero de *sale and lease back*. En primer lugar porque es un negocio de financiamiento dirigido a quienes operan e intervienen en el mercado. En segundo lugar porque el *sale and lease back* es un muy buen negocio para ambas partes de la operación. En tercer lugar porque el *sale and lease back* no funciona si los incentivos no están adecuadamente equilibrados para el deudor y el acreedor. En cuarto lugar porque el *sale and lease back* ofrece al tomador ventajas impositivas considerables. En quinto lugar porque el *sale and lease back* permite al acreedor recuperar su acreencia con nulos costes de transacción.

Nada de esto funciona en la venta con pacto de retro prohibida por Vélez.

Incluso uno podría preguntarse con cierta sensatez si esta prohibición es funcional dentro del ámbito de los negocios comerciales donde las cosas y bienes objeto del comercio están, dentro del comercio, para circular. Sin duda la prohibición del pacto de retro limita y restringe la circulación de bienes.

---

<sup>1</sup> Sobre el pacto de retro sobre cosa mueble el lector interesado puede consultar VAN THIENEN – DI CHIAZZA “Pacto de retroventa y opción de compra”. WORKING PAPER CEDEF N°34 y “Pacto de retroventa y prenda: un fallo preocupante”. WORKING PAPER CEDEF N° 37. [www.cedeflaw.org](http://www.cedeflaw.org)

*b. Sobre cosa inmueble.*

Si adherimos a la tesis de la sala A observamos que el *sale and lease back* no sólo estaría herido de muerte para las cosas muebles sino que las esquivarlas alcanzarían a las cosas inmuebles.

En efecto, el propio código de Vélez expresamente dispone que el pacto de retro sobre cosa inmueble se admite con restricción: sólo es posible con un plazo de duración máximo de tres años. Siendo esto así todo contrato de *sale and lease back* sobre inmueble, que exceda dicho plazo, será tachado de nulo por violación de la ley<sup>2</sup>.

Ya sabemos que dicho plazo conspiraría contra el propio negocio. Exigir semejante aceleración en la amortización lo tornaría inviable. Una de las ventajas del *sale and lease back* es, precisamente, la extensión de los plazos y la posibilidad de calzar la devolución del préstamo con la amortización económica y contable del bien en relación a su vida útil.

Si admitiéramos la tesis de la sala A llegaríamos a la conclusión de que el negocio de *sale and lease back* no sólo estaría malherido sino que se le habría extendido partida de defunción. No estoy dispuesto a participar del *réquiem* de esta figura hoy, típica entre nosotros<sup>3</sup>.

*c. Sobre bienes registrables. La hipoteca naval y su analogía con los inmuebles.*

Nuestros más destacados civilistas han debatido tanto desde la cátedra como desde la ciencia la utilidad de prohibir o limitar el pacto de retro sobre bienes registrables. Lo cierto es que la prohibición de retro sobre cosa mueble tuvo siempre por fin último evitar la traba en la libre circulación de los bienes. El derecho de rescate en cualquier momento daría a las transacciones un marco de absoluta incertidumbre para los terceros adquirentes de buena fe. Esta incertidumbre terminaría conspirando contra el propio sistema económico. Nadie compraría bienes. Este argumento es ciertamente entendible cuando se trata de bienes anónimos pero no cuando estamos ante bienes cuyo titular de dominio, restricciones y gravámenes se inscriben y anotan en registros oficiales. Aquel argumento caería por su propio peso. Y es por ello que Vélez terminaría aceptándolo para los inmuebles pero con una salvedad: plazo máximo de tres años.

En el caso concreto de la operación de *sale and lease back* del caso comentado se observa que aquella fue realizada sobre un bien mueble “registrable”; y no sólo eso sino que el régimen de garantías reales sobre este tipo de bienes es ciertamente especial y único. Aquel “velero” esta sujeto al régimen de hipoteca naval. Ergo, nos encontrábamos frente un tipo híbrido. Bien pudo el tribunal evaluar este argumento para admitir el *sale and lease back* sobre este particular bien sujeto al particular régimen de hipoteca. No con el afán de declarar la licitud de la operación simulada, sino con el propósito de ampliar el análisis. El recurso a la analogía con los bienes inmuebles y la licitud del pacto de retro pudo brindar una salida argumental, desde mi punto de vista, un poco más sensata.

## V.

### **El (presunto) *sale and lease back* del caso Interfinanzas.**

Existen dos elementos para desechar la idea (creativa por cierto) de que estábamos parados ante un *sale and lease back*.

El primero: la cosa objeto de leasing dista de calificar como bien de capital. El segundo: la tasa pactada (incorporada al canon locativo) era, en opinión del tribunal, la tasa de mercado para operaciones de crédito con garantía real. Siendo que es irracional para un deudor celebrar el negocio de *sale and lease back* a un costo de capital equivalente al de una hipoteca esto revela parte de la simulación. Por lo tanto estaríamos frente a un negocio simulado ilícito. Punto y aparte.

<sup>2</sup> Quien desee conocer nuestra posición sobre nulidades en el ámbito mercantil puede consultar VAN THIENEN – DI CHIAZZA “*Orden público societario: ¿estás ahí?*” WORKING PAPER CEDEF N° 20.

<sup>3</sup> El *Réquiem* (en latín «descanso») o *Misa de réquiem* — conocido también en latín con el nombre de *Missa pro defunctis* o *Missa defunctorum* — es un servicio litúrgico de la Iglesia Católica. "*Requiem aeternam dona eis, Domine, et lux perpetua luceat eis*". («Concedeles El descanso eterno, Señor, y que brille para ellos la luz perpetua»).

Por las dos razones antes expuestas observo que el negocio celebrado entre el concursado y sus acreedores dista demasiado de ser un genuino contrato de *sale and lease back*. No logro comprender cómo el Tribunal *ad quem* se dejó seducir por este argumento (invocado por el deudor) que a todas luces aparece desprovisto de contenido jurídico y económico.

Con la nulidad por simulación ilícita bastaba.

## **VI. El no ejercicio de la opción de compra como negocio sospechoso en caso de quiebra del tomador.**

He dicho párrafos arriba que el ejercicio de la opción de compra es uno de los elementos que diferencian a este negocio del simple leasing. He dicho también que los incentivos de esta operación están orientados en esa dirección. No obstante, siempre le asiste al dador el derecho de ejercer o no esa opción. Es más, el ejercicio de esa opción es la esencia económica del negocio.

Ahora bien el artículo 119 LCQ nos enseña que todos los actos perjudiciales para los acreedores realizados por el deudor dentro del período de sospecha son ineficaces, si el tercero que contrata con el deudor fallido tenía conocimiento del estado de cesación de pagos *al momento de llevarse a cabo el acto perjudicial*; en nuestro caso, el no ejercicio de la opción de compra.

Ya no se trata de declarar ineficaz el negocio de *sale and lease back* sino declara ineficaz *el no ejercicio de un derecho*, un acto de disposición propio del negocio que estamos tratando. Es de toda evidencia que el no ejercicio de la opción implicará la consolidación del derecho de propiedad en cabeza del dador pues el derecho de propiedad que el dador tiene sobre el bien no estará sujeto a rescate alguno produciéndose la salida definitiva del bien del patrimonio del deudor. Se extingue la expectativa de recuperar el bien locado.

Tengamos presente dos cosas: (i) el período de sospecha se retrotrae en nuestro sistema falencial hasta dos años antes previos a la presentación en concurso y (ii) los dadores de leasing suelen ser profesionales del crédito; o sea, suelen conocer el estado financiero, económico y patrimonial del tomador como consecuencia de que estamos parados ante una operación de naturaleza financiera.

Bajo estas premisas observo serios peligros para esta operación de financiamiento puesto que el no ejercicio de la opción puede traer aparejado el riesgo de ineficacia si el tomador transita por un estado de cesación de pagos. Nacerá entonces no un derecho sino, una obligación; la de ejercer la opción call. ¿Es esto así? ¿Tendrá el acreedor el derecho a ejercer una opción put? ¿Es esto último un *sale and lease back*?

Más allá de la simulación comprobaba en el caso que comento es preocupante esta sentencia pues nos está indicando que *el no ejercicio del derecho de opción call (dentro del período de sospecha)* pueda ser considerado un acto revocable. Sin embargo el derecho de optar hace, precisamente, a la matriz jurídica, económica, patrimonial, fiscal y contable de este negocio. El concurso pone en crisis esta operación financiera; diría, la pone contra las cuerdas y en estado de KO. Que quede claro. Esta preocupación alcanza a todo *sale and lease back* honesto y sensato celebrado en nuestro territorio.

La cesación de pagos y posterior quiebra del tomador del leasing pone en serio peligro el negocio de *sale and lease back*.

El dador del leasing deberá reponer a la masa concursal el valor del bien más los intereses y eventuales daños. A mi entender, un costo de entrada demasiado alto.

## **V. Conclusión.**

La prohibición del pacto de retro no es de la esencia del *sale and lease back*. Aquel no participa de la estructura negocial, ni hace a la matriz jurídica, financiera y económica de este complejo negocio financiero.

El negocio llevado a cabo entre el concursado y el Grupo Interfinanzas debió ser tachado de nulo por simulado y fraudulento. Este argumento era suficiente para obtener la condena reparadora. De esta forma evitamos poner mantos de sospecha y traer al expediente negocios contractuales honestos y sensatos.

---

El *sale and lease back* nada tiene que hacer con el negocio defraudatorio, ni con la noción de sobregarantía, ni con el pacto de retro.

La ineficacia del no ejercicio de la opción de compra durante el período de sospecha pone en serio riesgo la operación.

Debemos evitar aplicar al derecho mercantil normas del derecho civil que no hacen a la naturaleza del negocio jurídico. El reenvío que el artículo 207 del código de comercio hace respecto del código civil no puede funcionar como “piedra libre” para justificar silencios del derecho comercial.

Este precedente debe invitarnos a una reflexión serena y profunda.