

## MEMORANDUM

### I. Apreciaciones introductorias

**1.1** El presente Memorándum está dirigido al directorio de Mercado a Término de Buenos Aires SA (Matba). Su objeto es efectuar un análisis de las implicancias jurídicas que derivarían de un proyectado proceso de escisión-fusión por absorción, mediante el cual Rofex SA (Rofex) escinde una parte de su patrimonio y su actividad como Mercado, para que la parte escindida sea incorporada (o absorbida) por Matba.

**1.2** En este contexto, durante la elaboración del Memorándum, se me han suministrado, además de una presentación en power point de los pasos programados, los siguientes documentos:

- a. Compromiso Previo de Escisión-Fusión.
- b. Prospecto de Escisión Fusión.
- c. Proyecto de Estatuto Matba Rofex SA.

He leído estos documentos con especial atención en lo referido a la atribución de pasivos y contingencias que eventualmente afecten a la sociedad escidente Rofex

**1.3** Tal como se me informó, el propósito de la reorganización societaria proyectada es la unificación operativa, económica e institucional de la actividad de los mercados que hoy cada una de las entidades desarrolla por separado, ello así en beneficio de los usuarios y clientes, de la eficiencia operativa y de la racionalidad de inversiones y costos de explotación, para potenciar con ello una actividad en cuya eficiencia está interesada toda la comunidad.

**1.4** La reorganización se concretaría mediante la escisión de una parte del patrimonio de Rofex, incluidas las marcas y derechos vinculados a la actuación de Rofex como Mercado, y la fusión de esta porción que se desprende, para ser absorbida o incorporada en Matba.

**1.5** Se trata del caso previsto en el Art. 88, supuesto I, primera parte, de la Ley General de Sociedades (LGS): "*una sociedad sin disolverse destina parte de su patrimonio para fusionarse con sociedades existentes*". El dato subrayado es distintivo y relevante para el caso en análisis porque, a diferencia, de otros supuestos de escisión, la entidad escidente subsiste como sujeto titular de sus derechos y de sus obligaciones.

**1.6** Es preciso destacar que el origen del instituto de la escisión se halla en la

ley de sociedades francesa de 1966, pero con dos substanciales diferencias respecto del régimen argentino. En Francia la escisión exige siempre que la sociedad que se escinde se disuelva. Por este motivo es lógico que, como principio, la ley establezca allí la solidaridad de todos los entes resultantes de la escisión por las deudas preexistentes de la sociedad escidente. Esta solidaridad **no fue adoptada por la ley argentina** y esta decisión de política legislativa de apartarse de la fuente no sólo permite sostener su inexistencia en nuestro derecho, sino subrayarla al margen de toda duda para el supuesto no admitido en el derecho francés, como es el de la sociedad que no se disuelve y escinde una parte de su patrimonio, manteniéndose como deudora de sus propias obligaciones..

**1.7** Sin entrar en un innecesario análisis de todos los recaudos exigidos por la LGS para la escisión y la fusión –ni mucho menos en el de los de la ley fiscal para encuadrar la reorganización como libre de impuestos- me parece relevante señalar algunos aspectos:

**a.** El efecto natural de toda escisión es que todos los socios de la sociedad escidente pasan a ser, en la misma proporción entre sí, socios de la sociedad resultante de la escisión. En el caso de la escisión-fusión, asumirán la condición de socios en la proporción que resulte de la relación de canje a que me referiré más abajo.

**b.** No obstante que, aunque sin relevancia para el caso en análisis, algunos autores y un fallo -que cito en el numeral 4.3- lo discuten para ciertos supuestos, el segundo efecto de los procesos de fusión, escisión y escisión-fusión, consiste en que la o las sociedades resultantes del proceso son sucesoras a título universal de todos los derechos y obligaciones de las sociedades antecedes.

**c.** Lo recién dicho requiere de algunas precisiones. La primera de ellas es que las sociedades preexistentes que subsisten, no son consideradas sucesoras respecto de los derechos y obligaciones que ya estaban en su patrimonio. Respecto de esos derechos y obligaciones, y en relación con la sociedad que era su titular, nada se altera.

**d.** La segunda precisión se refiere a que la sucesión universal se limita a los derechos y obligaciones que en el proceso le son atribuidos a cada sociedad resultante del proceso. Esto significa que si se trata de una fusión propiamente dicha, por ejemplo, cuando dos sociedades se disuelven sin liquidarse para fusionarse y crear una nueva, esta última será la sucesora a título universal de ambas. Lo mismo ocurre cuando una sociedad absorbe o incorpora a otra.

**e.** En cambio, cuando se trata de una escisión, sea una escisión pura (la sociedad no se disuelve pero parte de su patrimonio se destina a la constitución de una o varias sociedades nuevas, o la sociedad se disuelve sin liquidarse para constituir con la totalidad de su patrimonio una o más sociedades nuevas), o una escisión fusión, **es imprescindible que se atribuya una parte del patrimonio,**

sean bienes o derechos y obligaciones, **a cada una de las sociedades resultantes de la reorganización**, describiendo concretamente qué pasa y qué queda en qué sociedad.

f. Esta atribución de derechos y obligaciones no está sujeta a ninguna regla que no sea la **autonomía de la voluntad**. En otras palabras, los actos orgánicos societarios que deciden la escisión, son los que atribuyen a cada entidad resultante lo que les parezca pertinente.

g. Cuando se trata de una escisión-fusión, como en el caso que se consulta, la escisión va acompañada de una negociación de resultados de la cual las entidades fijan una relación de canje, es decir, la determinación de cuántas acciones (o cuotas o partes sociales) corresponderán en conjunto a los socios de cada una de las sociedades partícipes del proceso. Esa porción conjunta se divide entre los socios en la proporción de sus anteriores participaciones, como se señaló en el punto a.

h. No es del caso profundizar aquí acerca del tema, pero es importante destacar que no es obligatorio que esa relación de canje esté solamente vinculada con el patrimonio de cada sociedad según los balances especiales respectivos: **pueden tomarse en cuenta valores inmateriales derivados del potencial del negocio de cada sociedad interviniente**. Por supuesto que la relación de canje debe ser clara y detalladamente fundada en principios de valuación técnicamente aceptados cuando no existe unanimidad en las decisiones de los órganos de gobierno (asambleas de accionistas) de las sociedades involucradas, y tanto más cuando, precisamente, la relación de canje no resulta directamente de la comparación del valor patrimonial según los balances especiales.

i. Aunque ello resulta directamente del texto de la ley, debe recordarse que *“cuando se trate de escisión-fusión se aplicarán las disposiciones de los arts. 83 a 87”*, o sea, las normas sobre fusión.

j. Enfatizo esta remisión por la imposición del Art. 83, numeral 1), apartado a), de la LGS, en cuanto a que el Compromiso Previo debe obligatoriamente comenzar por *“la **exposición de los motivos y finalidades de la fusión**”*. Por las particulares características del proceso en estudio, asigno especial relevancia a la profundidad y el detalle que, no sólo ***deberá*** darse, sino que ***conviene*** dar, al cumplimiento de este recaudo. Esto es de crecida importancia tanto en lo que concierne a los accionistas que no voten favorablemente en las asambleas de ambas sociedades, como *vis à vis* los acreedores y terceros.

**1.8** El Memorándum que se me pide gira alrededor de las cuestiones que puedan plantearse con motivo del hecho de que una cantidad de pasivos y de eventuales contingencias, incluso derivados de la actividad que en el proceso de escisión-fusión será continuada por Matba, permanezcan en cabeza de la sociedad escidente, o sea de Rofex.

**1.9** Las disposiciones legales que rigen la materia no resuelven las variadas dudas que se plantean en relación con los acreedores de las sociedades partícipes del proceso de reorganización. Sin embargo, es preciso subrayar que el caso concreto se plantea a partir de un dato que a la hora de interpretar las normas y llegar a una conclusión, puede resultar decisivo: como ya lo señalé, **la sociedad deudora no desaparece, sino que subsiste**. No hay un cambio de sujeto deudor, como cuando se produce una escisión con disolución de la sociedad escidente, o como cuando, aun subsistiendo esta última, la deuda es atribuida a otra sociedad de las involucradas en el proceso.

**1.10** En otras palabras, no se trata en el caso en consulta de la cuestión de la eficacia de una liberación de la primitiva deudora, sino, en todo caso, de la legalidad de una disminución del patrimonio de ésta para hacer frente a deudas que ya eran suyas.

**1.11** Esto hace que, como criterio interpretativo, la situación pueda ser asimilada a otros supuestos que, desde la perspectiva de los acreedores, se presentan como similares. Tales son el régimen de transferencia de fondos de comercio (ley 11.867) y, en el terreno propiamente societario, la reducción de capital, que, de conformidad con lo establecido en el Art. 204 de la LGS, protege a los acreedores por remisión al mismo sistema de oposición del Art. 83. Cumplido el régimen, otorgada la oportunidad de oposición a los acreedores, la transferencia en un caso, y la reducción en el otro, se ejecutan, sin ninguna ulterior contingencia a cargo del adquirente del fondo de comercio o de los socios que retiraron activos o que fueron pagados por el rescate de sus acciones.

## **II. La atribución convencional de activos y pasivos y la protección de los acreedores**

**2.1** Como antes señalé, como principio pueden atribuirse los activos y pasivos, incluso los contingentes, conforme libremente lo determinen los interesados. La autonomía de la voluntad sólo encuentra sus límites en los principios generales del derecho, algunos recogidos en la parte general del Código Civil y Comercial (CCyC), como el ejercicio de los derechos de buena fe (Art. 9º), el no amparo del ejercicio abusivo de los derechos (Art. 10), el no abuso de una posición dominante en el mercado (Art. 11) o el rechazo al fraude a la ley (Art. 12).

**2.2** Si bien la escisión y la fusión son el resultado de actos orgánicos internos de las sociedades involucradas, desde el punto de vista del modo como se interrelacionan las partícipes del proceso, en cualquiera de las formas de fusión también se da una relación intersubjetiva de carácter contractual entre las sociedades involucradas (compromiso previo, acuerdo definitivo). Por ello, a los principios señalados en el numeral precedente deben añadirse los establecidos en la parte general del régimen contractual, como los límites de la libertad de contratación que se hallan impuestos por la ley, el orden público, la moral y las



buenas costumbres (Art. 958), otra vez la buena fe en la celebración, interpretación y ejecución de los contratos (Art. 961), la regla del efecto del contrato sólo entre las partes contratantes y no con respecto a terceros (Art. 1021), y la de que "el contrato no hace surgir obligaciones a cargo de terceros, ni los terceros tienen derecho a invocarlo para hacer recaer sobre las partes obligaciones que éstas no han convenido, salvo disposición legal" (Art. 1022).

**2.3** De lo dicho deriva que **los terceros acreedores no deben verse afectados por un contrato del cual no son parte** (v.gr., el compromiso de escisión-fusión) si no lo han consentido expresa o tácitamente. Los perjuicios de un proceso de fusión pueden ser internos o externos. Si una sociedad solvente y próspera se fusiona con una que está cercana a la cesación de pagos, sus socios se verán perjudicados por la disminución de valor consiguiente. Por lo tanto, en los tipos sociales en los que estas decisiones se adoptan por mayoría y no por unanimidad, amén del eventual derecho de receso, no siempre efectivo, cualquier distorsión puede dar lugar a la impugnación de las pertinentes resoluciones, sobre la base de su falta de razonabilidad, sea en sus fundamentos, sea en la relación de canje, u otros aspectos.

**2.4** Los acreedores no cuentan con legitimación para ninguno de los remedios indicados en el numeral anterior. Para ellos, **la ley establece una protección específica** que, si bien eficaz desde el punto de vista de su operatoria, en la práctica la posibilidad de servirse de ella a menudo no llega a conocimiento de los acreedores en tiempo oportuno y sus derechos quedan afectados.

**2.5** El régimen de protección de los acreedores está dispuesto en el Art. 83, numeral 3), segunda parte, de la LGS. Dentro de los quince días desde la última publicación del aviso que dispone la primera parte de la citada norma, "los acreedores de fecha anterior pueden oponerse a la fusión". El significado concreto de esta *oposición* en el derecho vigente, es su facultad de exigir que se les pague o garantice adecuadamente, no como un instrumento que les permita *impedir* o *detener* el desarrollo y la continuación del trámite de fusión.

**2.6** El régimen de esta norma sigue la misma estructura lógica que la antigua ley 11.867 de Transferencia de Fondos de Comercio, a cuya normativa originariamente remitía el Art. 83. La introducción de un régimen propio tiene naturales ventajas, como la ya señalada de que expresamente se establecen los alcances de la oposición. Pero ello no descarta la eventual posibilidad de recurrir a algún criterio interpretativo que contemple, aunque sea como elemento de análisis, el sistema de la citada ley.

### **III. Continuación: qué acreedores pueden oponerse. Efectos del cumplimiento del régimen de oposición**

**3.1** Como se describe en un conocido comentario a la ley de sociedades, pueden formular la oposición "*acreedores de cualquier tipo de obligación, vencidas o no, sean de dar, hacer o no hacer, y cualquiera sea su naturaleza*



(civiles, comerciales, laborales, fiscales, previsionales, etc.), siempre que se trate de obligaciones de causa anterior al día de la última publicación” (ROITMAN, Horacio, *Ley de sociedades comerciales comentada y anotada*, Bs. As., La Ley, 2ª ed., 2011, T. II, pág. 729). El derecho se extiende a fiadores y coobligados cambiarios (ibídem). El autor aquí citado centra el derecho a la oposición en el *interés legítimo* del oponente, razón por la cual propone que en supuestos de acreedores privilegiados, el análisis concreto acerca de si su interés se afecta con la fusión o escisión deba realizarse caso por caso (pág. 731). Varios de estos supuestos ofrecen distintas interpretaciones por parte de destacados autores (v.gr., CABANELLAS de las CUEVAS, Guillermo, *Derecho societario*, Parte General, T. 11, Bs. As., Ed. Heliasta, 2007, págs. 332/5 y 336/42, OTAEGUI, Julio C., *fusión y escisión de sociedades comerciales*, Bs. As., Ábaco, 1981, págs. 160/8), pero excede del marco y de las necesidades de la consulta y de este Memorándum analizar cada uno de ellos.

**3.2** El ya citado Roitman, al tratar sobre el derecho a oponerse de quienes son o alegan ser titulares de créditos litigiosos, escribe que, por hallarse controvertido su derecho, para ejercer la oposición deberán recurrir al “*instituto cautelar genérico (art. 232 CPCN y concordantes de los códigos provinciales) ... cumpliendo los requisitos de procedencia de toda medida cautelar*” (ibídem, pág. 731). En similar sentido, Cabanellas, apoyado en Héctor Cámara, se pronuncia en favor del derecho de oposición de los titulares de créditos litigiosos, pero que “*el juez deberá determinar la verosimilitud de la pretensión del titular del crédito litigioso, además de la necesidad que la medida precautoria solicitada presenta para la protección de ese crédito en el contexto de la fusión que ha dado origen a la oposición*” (op. cit., pág. 335).

**3.3** Esta doctrina llevaría a la conclusión de que quien carece de una sentencia firme que le haya reconocido el crédito, sólo podría hacer uso del instituto de la oposición si consigue que el tribunal dicte una medida cautelar en tal sentido. Ello le obligaría a demostrar los dos elementos clásicos para toda cautelar, a saber, la verosimilitud del derecho y el peligro en la demora. No bastaría así a los acreedores litigiosos, y mucho menos a los acreedores contingentes que ni siquiera han promovido un juicio o formalizado un reclamo, efectuar en forma directa la notificación de una oposición.

**3.4** No obstante lo recién expuesto, es posible que los acreedores en esta situación, por lo menos los que están en litigio, igualmente traten de notificar su oposición de modo directo, en los términos del Art. 83 LGS. La sociedad deudora-demandada, deberá contestar alegando su falta de derecho por el ausente reconocimiento de su crédito, y es de esperar que recién entonces el presunto acreedor trate de obtener la medida cautelar. No menciono, por obvio, que este tipo de oposición también puede dar oportunidad para negociar.

**3.5** No deja de ser importante señalar que desde antiguo la doctrina destacó que el plazo para la oposición es un **plazo de caducidad** (ZALDÍVAR, Enrique y otros, *Cuadernos de Derecho Societario*, Vol. IV, Bs. As. Abeledo-Perrot, 1978, pág. 145; más modernamente, CABANELLAS, Guillermo, op. cit., pág. 345). La

falta de oposición no implica, por supuesto, que el acreedor pierde su crédito, pero sí que ha perdido el derecho de exigir ser pagado o garantizado.

#### **IV. La cuestión de la oponibilidad a los acreedores de la atribución de activos y pasivos pactada en el proceso de reorganización**

**4.1** En doctrina se han sostenido diversas posiciones sobre la materia. Por una parte, se ha dicho que la escisión es inoponible a los acreedores, por lo menos cuando la deuda es atribuida a una sociedad escisionaria. Ello resultaría del principio traducido actualmente en los Arts. 1632 al 1634 del CCyC, según el cual ningún deudor puede quedar liberado sin el consentimiento del acreedor (ROUGÉS, Julio M. V., *La escisión y la quiebra*, LL, T. 1996-C, pág. 1278).

**4.2** Otros autores sostienen que el régimen de oposición del Art. 83 de la LGS, aplicable al caso por remisión del Art. 88, conforma un sistema específico que prevalece sobre el régimen general del Código Civil (SAMMARTINO, Ignacio y BALLESTER, Gonzalo, *La escisión y la revocatoria concursal*, ED, T. 205, pág. 1063). Según ello, caduco el derecho por la expiración de los plazos legales, quedaría consolidada la relación acreedor-deudor en los términos establecidos o pactados en la escisión o escisión-fusión.

**4.3** La jurisprudencia conocida sobre este tema es extremadamente escasa. Un fallo que suele citarse es el del caso *Sococia SA s. pedido de quiebra por IGGAM SA*, fallado el 22.4.2005 por la Sala B de la Cám. Com. El texto del fallo es extremadamente confuso. La peticionante de la quiebra no dedujo oposición cuando la deudora se escindió y su crédito fue atribuido a la escisionaria. Al pretender pedir la quiebra de la escidente, el tribunal resolvió que no podía “*en el ámbito del pedido de quiebra pretender soslayar la transferencia patrimonial que se desprende de la escisión*”, ello así por falta de legitimación pasiva de la deudora original.

**4.4** Es decir que, de conformidad con ese fallo, lo pactado es oponible a los terceros aunque ello implique una liberación no consentida por el acreedor. De prevalecer esta doctrina judicial, tanto más ella será la que deba aplicarse en un caso como el aquí analizado, es decir, cuando la deudora primitiva retiene la responsabilidad por las deudas preexistentes.

**4.5** Corresponde mencionar que un autor sostiene que “*aunque la ley no lo señale expresamente, con respecto a la responsabilidad de las escisionarias frente a los acreedores anteriores ... se impone la solidaridad por las deudas*” (SOLARI COSTA, Osvaldo, *Fusión y Escisión Nacional y Transnacional de Sociedades*, Bs. As., Ad Hoc, 1996, pág. 577). Pero agrega allí mismo que “*si la escisionaria fuera una sociedad existente, su obligación queda limitada al patrimonio neto recibido, sin comprometer el resto de sus bienes*”. Estas soluciones las propugna, en todo caso, también para una reforma legal del instituto (ibídem, pág. 580).

4.6 Sin embargo, lo sostenido por Solari Costa carece de fundamento normativo, y ya se ha visto al principio que deliberadamente nuestro legislador se apartó de la solución francesa de imponer solidaridad entre todas las sociedades resultantes del proceso de escisión.

## V. Sobre si prevalecen las normas concursales o los efectos del régimen de oposición

5.1 La cuestión planteada en el título no ha sido objeto de tratamiento frecuente en la doctrina, tanto la societaria como la concursal. Sin embargo, los pocos autores que lo han hecho, coinciden en que en caso de quiebra de alguna de las sociedades resultantes del proceso de escisión, de configurarse los demás requisitos, procede la aplicación de la revocatoria concursal del Art. 119 de la LCQ. Aunque el tema ha sido debatido en doctrina, la del Art. 118 no procede porque la escisión no configura un acto a título gratuito (puede verse SAMMARTINO, Ignacio y BALLESTER, Gonzalo, *La escisión y la revocatoria concursal*, ED, T. 205, págs. 1062/3).

5.2 De todos modos, como bien se ha señalado también, para la procedencia de la declaración del Art. 119, se requiere "(i) que la escisión haya sido efectuada dentro del período de sospecha, (ii) que haya mediado conocimiento del estado de cesación de pagos por parte de la escisionaria y (iii) que se haya producido perjuicio a los acreedores" (ROITMAN, Horacio, op. cit., pág. 785)

5.3 Con lógica que es aplicable al derecho argentino, en el derecho francés se ha resuelto, incluso, que si se comprueba que la escisión se realizó en fraude a los acreedores, procede la acción pauliana del derecho común. No hay motivos para que ello no sea también así en el derecho argentino. El Art. 338 del CCyC es aplicable si se presentan las condiciones del Art. 339, en particular las del inc. c), acerca del conocimiento de quien contrató con el deudor (en este caso sería la sociedad que incorpora la parte que se desprende de la escidente) de que "*el acto provocaba o agravaba la insolvencia*". El efecto de que proceda cualquiera de estas acciones consiste en que el acto **le resultaría inoponible al acreedor**, o a la masa de acreedores, y pueda ejecutar su crédito como si el acto (la escisión) no hubiera existido.

5.4 En otras palabras, a este particular respecto, es claro que en una situación de insolvencia de alguna de las sociedades que participan del proceso de escisión-fusión, las normas relativas a la revocatoria pauliana del derecho común (CCyC, Arts. 338/40) y a la revocatoria concursal pueden ser aplicadas si se configuraran los requisitos de las respectivas normativas. En particular, sería preciso demostrar por el acreedor de fecha anterior, o por la masa de acreedores, que la reorganización causó o agravó la insolvencia del deudor y que quien contrató haya conocido o debido conocer que el acto provocaba o agravaba la insolvencia. Como queda dicho, en el párrafo anterior, el efecto será que un acreedor de la sociedad escidente, o todos ellos en caso de quiebra, pueda pretender cobrarse sobre los bienes que en el proceso de escisión se



incorporaron a la escisionaria-absorbente, en el caso concreto bienes de Rofex incorporados a Matba.

**5.5** Que se declare inoponible el acto no significa que el adquirente se convierta en deudor de la obligación. Esto es así en todos los regímenes que en protección de los acreedores establecen un sistema fundado en la oportunidad de ejercer la oposición y de exigir ser garantizado o pagado. Ni el adquirente de un fondo de comercio responde por las deudas de su enajenante, ni el accionista cuyo capital ha sido rescatado responde por las deudas sociales, ni tampoco la sociedad a la que se asignó patrimonio como consecuencia de una escisión, responde por la deuda con su patrimonio propio: el acreedor sólo tiene derecho a ejecutar su crédito sobre los bienes transmitidos, como si no hubieran sido transmitidos y permanecieran en cabeza de su titular.

## **VI. Prevenciones aconsejadas**

**6.1** El proceso de reorganización proyectado entre Matba y Rofex reviste una importancia y unas características tales que es exigible de todos quienes intervienen -integrantes del directorio, miembros de órganos de fiscalización y de las propias asambleas de accionistas- la máxima diligencia en el cuidado de los pasos legales requeridos para la decisión y ejecución de esta escisión-fusión.

**6.2** Esto implica el empleo de criterios de máxima racionalidad, así como de la exhaustiva explicación de los mismos, en todas las instancias de la adopción de las decisiones orgánicas y de la divulgación del proceso, ello en protección tanto de los accionistas de las sociedades como de los terceros y, en particular de los acreedores sociales.

**6.3** Los fundamentos de la conveniencia de la escisión-fusión deberían, en lo posible, no reducirse a su descripción lógica, sino acompañarla de datos sobre la realidad y las expectativas de mejora hacia el futuro. Sobre todo, esas explicaciones deben ser aptas para convencer de que, de haber alguna desventaja, ella quedará holgadamente superada por los beneficios para todos los intereses involucrados, tanto internos como externos.

**6.4** También debe explicarse que los acreedores actuales, los litigiosos y los contingentes que tiene la sociedad escidente, no corren riesgo en la atención de sus reales o potenciales acreencias. Además de la baja probabilidad de que tales litigios y contingencias incidan finalmente en el patrimonio de Rofex, en razón de que la responsabilidad última, si la hubiera, recaerá en el Banco Central, es importante destacar que el patrimonio que queda en Rofex es consistente y, de ser necesario, lo suficientemente líquido como para atender cualquier resultado adverso.

**6.5** Estimo que lo dicho en el numeral precedente es particularmente importante porque en el proceso de reorganización proyectado se presenta el poco frecuente caso de que los litigios y contingencias derivan de una actividad



de la sociedad escidente que es íntegramente transferida a la sociedad incorporante.

**6.6** De más está decir que todo ello deberá ser explicado en todos los documentos que hacen al proceso: resoluciones orgánicas, compromiso previo y luego acuerdo definitivo, y también en el prospecto.

**6.7** En términos generales puede decirse que los aspectos señalados en los numerales precedentes de este acápite están adecuadamente contemplados en la documentación proyectada que se me facilitó. Las reuniones orgánicas de las sociedades seguramente darán lugar a consideraciones coincidentes y, tal vez, a explicaciones complementarias, lo cual surgirá de su desarrollo y de las actas que se elaboren de cada una de ellas.

**6.8** En el numeral 6.4 *supra* hice mención a la necesidad de destacar que el patrimonio que queda en Rofex es consistente y, de ser necesario, lo suficientemente líquido como para atender cualquier resultado adverso. Este dato está expresado en el tercer párrafo del Artículo CUARTO del Compromiso, cuando se menciona que en el patrimonio de Rofex permanecen activos vinculados a su actividad inversora *“manteniendo así una solvencia y liquidez patrimonial adecuada y suficiente (la cual ROFEX se compromete a mantener y no afectar conforme lo previsto en este Compromiso Previo) incluyendo participaciones en sociedades que le otorgarán un flujo de fondos razonable para afrontar sus obligaciones futuras (incluyendo cualquier pasivo derivado de las Contingencias judiciales) ...”*. De ser posible, parece aconsejable agregar algún fundamento al aspecto relativo a la liquidez y al flujo de fondos con que se atenderían esos pasivos y contingencias. Más allá de una seguramente difícil cuantificación comparativa entre esos flujos y los eventuales pagos que Rofex deba afrontar, puede ser de importancia señalar que, efectivamente, el rendimiento pasado de esas inversiones produjo ingresos cuyo orden de magnitudes es razonable a la luz de los pasivos y contingencias que eventualmente se deberán afrontar.

**6.9** No encontré mención en el Compromiso al importante dato de que, en el supuesto de que alguna contingencia derivada de los negocios a futuro se materializara, la responsabilidad última debería recaer en el Banco Central. Tal vez sea de interés mencionar decisiones judiciales que hayan admitido la citación de este último a los respectivos juicios. Aunque sea difícil incorporar hipótesis de este tipo en el articulado de un contrato, tal vez quepa agregar una alusión a ello en los Considerandos del Compromiso.

**6.10** En el Prospecto esto último está dicho en el apartado intitulado *“El patrimonio, los negocios y las operaciones de MATba-ROFEX podrían verse afectados si MATba-ROFEX no fuera mantenida indemne de las Contingencias de ROFEX Inversora”*. Sin embargo, parece oportuno agregar en el mismo párrafo, cuando se hace referencia a la indemnidad dada por Rofex, de que ésta está en condiciones de responder en esa eventualidad con las inversiones que mantiene y con el flujo de fondos que de ellas producen.



## **VII. Opinión conclusiva**

**7.1** Se me ha pedido que opine, esencialmente, sobre si en el caso concreto de la proyectada escisión-fusión entre Matba y Rofex existe el riesgo de que acreedores consolidados, litigiosos o contingentes, luego de concluido el proceso de publicidad y oposiciones de los Arts. 83 y 88 de la LGS, puedan ser exitosos en reclamos contra la sociedad resultante de la absorción por Matba de la parte que se escinde de Rofex.

**7.2** Partiendo del presupuesto de la demostración racional de los factores indicados en el apartado VI de este Memorándum, y hecha la salvedad de un supuesto de insolvencia que haga aplicables las acciones pauliana o revocatoria concursal, la respuesta es que, en mi opinión **ese riesgo no existe**.

**7.3** Los concretos fundamentos para opinar de este modo son los siguientes:

**a.** Las deudas reales, litigiosas y contingentes son de Rofex, sujeto de derecho que permanece existente. No hay transferencia de esas deudas a otro sujeto con la pretensión de liberar a la deudora original.

**b.** Hay, sí, una disminución del patrimonio que es garantía del pago de esas deudas. Pero el de la escisión no es el único caso previsto en la legislación en el cual ciertos actos o negocios provocan una disminución patrimonial semejante.

**c.** Para proteger a los acreedores de una disminución patrimonial como la descrita, el legislador establece una mecánica de publicidad y de oportunidad para los acreedores para exigir el pago anticipado o que se garantice su acreencia.

**d.** La falta de actividad por los acreedores en implementar esa exigencia en el plazo de caducidad legalmente establecido, sin hacerle perder sus derechos al cobro de sus acreencias, hace caducar el reclamo por la disminución de la garantía que respalda su crédito.

**e.** Este no sólo es el régimen previsto en la LGS para la fusión y la escisión en cualquiera de sus formas, sino también para los supuestos de reducción de capital y de transferencia de fondos de comercio.

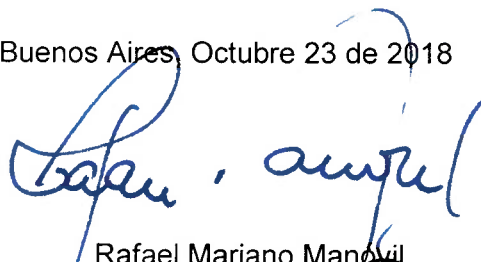
**f.** Aunque, por hipótesis, fuera discutible que mediante este régimen se logre liberar de sus deudas a una sociedad deudora, para atribuírselas a otra resultante del proceso de reorganización, cuando, como en el caso de Rofex, ésta no se libera de sus obligaciones sino que expresamente las reconoce como suyas, obligándose además en el Compromiso Previo a mantener indemne a la sociedad incorporante (Matba Rofex SA) ante cualquier reclamo referido a ellas (numeral 11.1.6 *in fine* del Compromiso), debe considerarse que **el efecto**



**atribuido al proceso de publicidad y oposición opera plenamente.**

**7.4** Con ello dejo fundada mi opinión y quedo a disposición para cualquier aclaración o profundización que fuera requerida.

Buenos Aires, Octubre 23 de 2018

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Rafael Manóvil', written in a cursive style.

Rafael Mariano Manóvil  
Profesor Titular Emérito Derecho Comercial (UBA)  
Miembro de número Academia Nacional  
de Derecho y Ciencias Sociales de Buenos Aires