

LEVERAGE BUY OUT: UNA VISION INTEGRADORA HACIA UN ENFOQUE  
ACORDE CON LA REALIDAD DE LOS NEGOCIOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

“Si todo lo que pensamos, si todo lo que nos aparece, es la verdad, es preciso que todo sea al mismo tiempo verdadero y falso. La mayor parte de los hombres piensan diferentemente los unos de los otros; y los que no participan de nuestras opiniones los consideramos que están en el error. La misma cosa es por lo tanto y no es. Y si así sucede, es necesario que todo lo que aparece sea la verdad; porque los que están en el error y los que dicen verdad, tienen opiniones contrarías. Si las cosas son como acaba de decirse todas igualmente dirán la verdad”

*Aristóteles, Metafísica, Libro Cuarto, V*

## **I. INTRODUCCIÓN. PLAN DE EXPOSICIÓN**

En el presente trabajo intentaremos esbozar una breve aproximación al concepto de leverage buy out o compra apalancada de empresas.

Como veremos al emprender su lectura, el abordaje de esta técnica de financiamiento nos embarca en una tarea a menudo surcada por posturas disímiles.

En efecto, algunos autores y juristas han realizado un análisis sumamente astringente de la figura, omitiendo apreciar así los variados matices que la misma puede tomar, como así también las sucesivas adecuaciones a los sistemas jurídicos que ha experimentado a lo largo de su evolución.

A fin de proporcionar un hilo conductor a este trabajo, partiremos desde un enfoque eminentemente conceptual, avanzando luego sobre la estructura clásica de un LBO y una breve descripción de la técnica financiera de apalancamiento y la estructura de capital que la misma supone

Posteriormente, nos introduciremos en el análisis de los diversos intereses que a menudo interactúan en su implementación y realizaremos una breve descripción del tratamiento de la figura en el Derecho Comparado, con particular énfasis en la reciente reforma de la Segunda Directiva del Consejo de la Unión Europea. Finalmente reseñaremos los debates doctrinarios y jurisprudenciales motivados por

la figura a la luz de nuestro derecho positivo, exponiendo la conclusión a la que arribamos en función de la postura propiciada.

Sin dudas, el propósito del presente trabajo no reside en agotar el tratamiento de la figura de "leverage buy out", sino propender a una valoración integral de la técnica, adecuada a las nuevas realidades de los negocios corporativos y los desafíos que seguramente demandarán nuestra atención en los años venideros.

## II. COMPRENDIENDO EL CONCEPTO DE LBO.

El leverage buy out<sup>1</sup> (LBO) o compra apalancada - en la acepción española del término- , ha sido definida como aquella operatoria o modalidad de financiación por la cual se adquiere todo o parte del capital social de una compañía, financiándose una porción significativa del precio de compra mediante el pago de una deuda por parte de la compañía adquirida inicialmente o en forma posterior, a través de una fusión con la sociedad adquirente o garantizando la operación con los activos de aquélla.<sup>2</sup>

Se trata de operaciones financieras que se caracterizan por constituir compras de un porcentaje mayoritario en el capital social de la compañía definida previamente como objetivo (“target”) financiándose tal adquisición a través del préstamo otorgado por un tercero, quien a su vez obtiene garantía en los activos de la target o se reembolsan con el patrimonio o cash flow esperados de la misma.<sup>3</sup>

Esta técnica posibilita, a través de una pequeña inversión con relación al precio pagado por la compra, la adquisición de una compañía, a quien se traslada el repago de la deuda tomada para financiar dicho negocio.

El LBO ha asumido asimismo diferentes variantes, tales como Management Buy Out (compra por los ejecutivos de la empresa) (MBO); Management Buy In (MBI) presentándose asimismo combinaciones de ambas (BIMBO) y transacciones Public to Private ( PtoP)

<sup>1</sup> La literatura financiera también utiliza la alocución inglesa “stock leverage”.

<sup>2</sup> *“A leverage buy out is a transaction in which capital borrowed from a commercial lender is used to fund a large portion of the purchase. Generally, the loans are arranged with the expectation that the earnings of the business will be easily repaid the principal and interest...”* **Andrew J. Sherman, Milledge A. Hart,** *“Mergers & acquisitions from A to Z”,* AMACOM Div American Management Association, pág. 123, Ed. 2; año 2006;

<sup>3</sup> *“La actividad asociada a este negocio se denomina private equity que en general se define por la industria como inversión en títulos a través de un proceso negociado, incluyendo tanto operaciones de venture capital como buy out. Sin embargo, en la actualidad en numerosos ámbitos...se restringe el concepto de private equity a las operaciones de LBO”* **Cruz Manzano, María.** *“La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación Posibles implicaciones para la estabilidad financiera”* Rev. Estabilidad Financiera Nro. 13, Noviembre 2007, Banco de España. <http://www.bde.es/inforrms/be/estfin/completo/IEF200713/PDF>

Sin embargo, todas las operaciones de leveraged buy out tienen este rasgo distintivo: la deuda que contrae la sociedad adquirente debe ser satisfecha con recursos propios de la target

Tomamos asimismo como valioso el concepto esbozado por Van Thienen, quien resaltando otros aspectos de la figura, enuncia: "El LBO es una operación jurídica compleja cuyo objetivo es la adquisición de una empresa aprovechando la deducibilidad impositiva de los intereses del financiamiento y el efecto amplificador que el empleo del endeudamiento genera, maximizando la rentabilidad empresarial."<sup>4</sup>

### **III. ANTECEDENTES. ORIGENES.**

En la década del 60 se originó en Estados Unidos el fenómeno de los "private equity"..." Esta nueva forma de negocio se centra en la inversión en diversos títulos o acciones a través de un proceso previamente convenido por simples acuerdos privados, sin control y la regulación públicos. En derecho argentino, su equivalente es el capital accionario de las sociedades anónimas cerradas y también, en menor medida, el de las sociedades de responsabilidad limitada. Se incluyen en el concepto las sociedades de familia.

Según destaca Polak<sup>5</sup>, el primer caso de compra apalancada o LBO del cual se tiene registro se ubica en Estados Unidos, con la compra - por un precio de casi diez millones de dólares- de la compañía Stern Metals ( fabricante de productos dentales en el Estado de Nueva York).

La operación fue llevada a cabo por un grupo de inversores encabezados por el banquero Jerome Kholberg, con una gran porción de dinero prestado y adquiriendo las acciones a un dólar con veinticinco centavos cada acción. Unos meses más tarde Kholberg vendió su tenencia en ocho dólares cada una.

---

<sup>4</sup> **VAN THIENEN, Pablo Augusto.** "Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO" ( Análisis Crítico al fallo de la Sala A) CEDEF. Law & Finance. Working paper, Nro. 22, 2008.

<sup>5</sup> **POLAK, Federico G.** El "leveraged buy-out" y el derecho internacional privado argentino" Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (D.S.C.E.)XVI; 509; Mayo 2004

En 1976 Kholberg, asociado con George Roberts y Henry Kravis, fundaron KKR <sup>6</sup>

Entre los puntos salientes del “know how” de las compras apalancadas desarrollado por KKR se advierte<sup>7</sup>:

- 1) La adquisición de empresas que se consideraban infravaloradas.
- 2) El financiamiento de hasta el 10% del precio de adquisición con su propio capital, financiando el resto a través de préstamos bancarios y de bonos de alto rendimiento (“bonos basura” o “junk bonds”); garantizados con los activos de la empresa.
- 3) Con objeto de alinear los intereses entre KKR y los directivos de la empresa adquirida, KKR animaba a estos últimos a adquirir un importante paquete de acciones de la empresa ( MBO). Se observa asimismo una alta estimulación y programa de incentivos a los ejecutivos, a fin de comprometerlos en los resultados de la compañía.
- 4) Una vez devueltos los préstamos y mejorada la eficiencia de la empresa, ésta podía ser revendida produciendo un alto rendimiento.

#### **IV. COMPONENTES DE UN LBO:**

**La “Shell Company”. La “Target Company” y su perfil. Los inversores y agentes financieros.**

La organización y estructura de este tipo de operaciones suele basarse en los siguientes protagonistas:

4.1. En primer término existe la denominada “shell company” (adquirente). Como se vió, esta compañía realiza un aporte mínimo de fondos propios para la adquisición. En la ingeniería del negocio, se valen

---

<sup>6</sup> (Private equity con sede en Nueva Cork, popularizando el método en la década del 80, con la adquisición de diversas compañías a través de LBOs. Desde su formación, KKR creció hasta controlar 59.000 millones de \$ en activos en 1989. Sólo GM, Ford, Exxon e IBM eran mayores).

<sup>7</sup> **MASCAREÑAS PÉREZ- Iñigo, Juan** “Fusiones y adquisiciones de empresas”; McGraw Hill. Madrid. 2005 (4ª ed.)

prioritariamente de los recursos financiados por terceros, quedando su crédito subordinado respecto a quienes realizaron el mayor aporte.

Los adquirentes del paquete accionario pueden ser los actuales administradores de la sociedad que quieren convertirse en propietarios (management buy-out), los trabajadores de la empresa (employee buy-out), socios de la sociedad que quieren tomar el control y no cuentan con recursos suficientes para ello, alguno de los integrantes del grupo empresario al que pertenece la sociedad cuyo paquete accionario se intenta adquirir (corporate buy out), o cualquier tercero interesado en la operatoria.<sup>8</sup>

4.2. Asimismo, la "target company" (sociedad adquirida o sociedad objetivo) es la compañía cuyas acciones se procuran adquirir a través de la operatoria de LBO y que por lo mismo será quien asume el coste de su compra.

Los accionistas de la target obtienen dinero a cambio de sus acciones, con una prima bastante alta por sobre el valor de mercado de la misma.

En cuanto a los precios medios de la compañía objetivo han presentado un importante crecimiento en los últimos años.

Sin embargo, cabe advertir que para ser objeto de esta técnica de apalancamiento, deberá cumplir con ciertos y determinadas características que la harán viable para un LBO.

Entre los más salientes se destacan:

a) La existencia de un cash flow estable que permita repagar la deuda contraída para su adquisición o deuda principal, la deuda subordinada y la retribución de los directivos de la compañía.

b) Un crecimiento sostenido de las distintas fases del negocio de la compañía.

---

<sup>8</sup> **FERRER, Patricia.** "La compra apalancada del paquete accionario (leverage buy out) Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad. RDCO 2003-605. Lexis Nº 0021/000307

c) Posibilidad de recortar costos sin que por ello se comprometa la existencia misma de la corporación ( resistente a una recesión)

d) Un bajo nivel de deuda con relación a los activos y un reducido nivel medio de derechos de cobro ( de esta forma por un lado, se aprovechará la capacidad de endeudamiento no utilizada y por el otro se obtendrán fondos con facilidad)

e) Una gran rotación de inventario y una línea de productos bien posicionados en el mercado.

f) Alto nivel de activos fijos propios, que posibilitarán su utilización para obtener financiación extra para el repago de la deuda. Si éste resulta alto con relación al cash flow y al precio de compra, podrán además ser vendidos para reducir la deuda contraída para la adquisición de la empresa. ( Efecto sinérgico negativo de la compañía) No se ajustan a este modelo las empresas de servicios

g) La empresa objetivo no suele cotizar en bolsa, tratándose en general de empresas familiares o con posibilidades de expansión, que requieren para ello de una reorganización en términos de eficiencia y que para ello requieren de financiamiento ( Buy out funds)

h) También se han observado empresas multinacionales que desean desinvertir por razones de estrategia, por ser su negocio marginal en relación a su actividad principal o bien que necesitan ávidamente de liquidez o mejorar sus ratios financieros.

Realizamos la salvedad de que ocasionalmente se adquieren compañías que no presentan la totalidad de estas características, pero que muestran notables oportunidades de crecimiento futuras bajo las percepciones de la adquirente, aún cuando, aún cuando los beneficios no se hayan estabilizado ni haya una cuota de mercado bien establecida.<sup>9</sup>

---

<sup>9</sup> **LOPEZ DUMRAUF, Guillermo**, Universidad del CEMA Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas, Curso: Fusiones y Adquisiciones. “La compra apalancada de empresas (leveraged buy out)”

Sin embargo, este extremo debe ser cuidadosamente analizado dado que, tal como apunta Patricia Ferrer, si estas variables no son producto de un adecuado análisis, la transferencia del endeudamiento que se efectúa con relación a la sociedad puede traer aparejada su propia cesación de pagos, demostrando ello que no hubo una adecuada estrategia o que circunstancias sobrevinientes irrumpieron alterando el plan de empresa trazado al momento de la adquisición.<sup>10</sup>

4.3. Los inversores. Los recursos de los que se nutre el fondo se compone de capital aportado por inversores financieros o no financieros privados y por recursos no propios procurados a través del endeudamiento. El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de las operaciones del LBO y es comúnmente aportado por bancos, inversores privados, los gestores del fondo organizadores de la operación ( general partners) y ejecutivos de la empresa target <sup>11</sup>.

Son los denominados "limited partners" que en una etapa preliminar de constitución del capital del fondo de riesgo aportan capital ( normalmente inversores institucionales, hedge funds, bancos e inversores privados). Los mismos aportan la mayor parte del capital, normalmente por encima del 95% y su pérdida se circunscribe al capital aportado.

Las operaciones de LBO han obtenido tasas de rentabilidad muy altas, entre otros factores por el elevado riesgo que implican. Asimismo y con anterioridad a la crisis financiera internacional las operaciones de compra con apalancamiento han resultado insuficientes para atender la gran demanda de los inversores a raíz de un elevado grado de liquidez existente.

Eventualmente, puede adicionarse a esta estructura un cuarto integrante denominado "nueva sociedad" o "sociedad vehículo" -"holding company", "venture

---

<sup>10</sup> **FERRER**, Patricia; op. Cit.

<sup>11</sup> **CRUZ-MANZANO**, María Op. Cit.



capital company" o "newco"-, cuyos constituyentes son los sujetos participantes de la adquisición, con el único objeto de adquirir la "target company".<sup>12</sup>

Esto, si la operación se limita a la adquisición del paquete accionario o a la fusión entre la "shell company" y la "target company", produciéndose confusión patrimonial en ambas variantes, por lo que el endeudamiento de la "newco" se traslada al patrimonio de la sociedad adquirida, se denomina "merger leveraged buy-out". La incorporación de la "target company" a la "newco" se conoce como "forward leveraged buy-out"; en cambio, cuando la "newco" se incorpora a la "target company", se la llama "reverse leveraged buy-out".

4.4. Los "merchant banks"; o sociedad financiadora de la operación. Comúnmente los gestores del fondo de private equity son los encargados de organizar y planificar la operación. Tienen una participación en el capital y solo asumen responsabilidad limitada frente a las obligaciones del fondo.

Usualmente, en el comienzo de la operación, los bancos se convierten en los proveedores directos de la operación mediante préstamos (leverage loans), préstamos sindicados o traspasan la deuda a los mercados secundarios. Asimismo la financiación bancaria otorgada en los inicios de un LBO toma la forma de crédito puente o "bridge loans"<sup>13</sup>

Adicionalmente asumen la gestión de la target, procurando así un management más eficiente.

Normalmente los bancos de inversión luego de la concreción del LBO observan detalladamente los resultados mensuales y trimestrales de la target, confrontándolos

---

<sup>12</sup> **DI CHIAZZA, Iván G.:** "Los leveraged buyouts' desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva doctrinaria y jurisprudencial" - ED - T. 202 - pág. 590

<sup>13</sup> **CRUZ-MANZANO, María.** Op.cit.

con los las proyecciones y con los realizados por los inversores. También suelen establecer cláusulas de protección, o test financieros para proteger a sus clientes.

En una etapa posterior y cuando el capital del fondo de riesgo ya se haya constituido, se buscarán empresas objetivo. Una vez que las mismas se hallan, se organiza la operación y los merchant banks procurarán la financiación de terceros, normalmente del sistema bancario. Los bancos inicialmente financiadores se ocupan ahora de distribuir la deuda entre los inversores a través de la sindicación de préstamos o enajenándola a otros inversores o fondos bajo la forma de CDOs.

Así, en los primeros estadios de la operatoria los bancos proveen financiación a través de los “ leveraged loans”. Ulteriormente los mismos son adquiridos por los los Collateralised Loan Obligations ( CLOs) o CDOs con elevado expertise en la compra de préstamos, quienes los titulizan y les proporcionan credit enhancements o ayudas crediticias, emitiendo nuevos instrumentos de deuda.

El riesgo se dispersa así en los mercados a través de los “derivados de créditos” ( Credit Derivatives). Los bancos conceden financiación para la posterior transferencia de los riesgos a otros agentes y mercados ( originate to distribuye approach)

Los adquirentes de las deudas usualmente “colateralizan” dicha deuda emitiendo nuevos pasivos (Collateralised Debt Obligations o CDOs)

La nueva deuda generada importa un cambio en su riesgo y por lo tanto en su “rating” diversificando así las posibilidades de inversión y ampliando el menú de combinaciones de “capital y riesgo”

A través de estas ventas a los CLOs o CDOs, los prestamistas recuperan los intereses y las comisiones pactadas respecto a la deuda <sup>14</sup>.

Los bancos de referencia ( entre los más importantes cabe señalar a HSBC, BNP Paribas, Deutsche Londres y JP Morgan) tienen una doble actuación. Por un lado aseguran la financiación necesaria para el negocio de LBO. Asimismo asesoran a la sociedad de capital de riesgo en la búsqueda y análisis de la compañía objetivo o target company, recibiendo como contraprestación importantísimas comisiones.

#### **V. ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE UN LBO. LAS GARANTÍAS DE REPAGO.**

Los componentes del LBO descritos en el acápite precedente guardan relación directa con la la deuda originada en la financiación de una compra apalancada, la cual se estructura en diversos niveles.

Básicamente, la financiación de un LBO consta usualmente de dos tipos diferentes:

- 1) Deuda senior o principal, que podrá ser garantizada con los cash flow esperados por parte de la target y sus activos
- 2) La deuda de “entresuelo” que recibe un mayor rendimiento por la entrega de acciones o constitución de warrants como mecanismo de compensación del alto riesgo asumido. Este tipo de inversor usualmente espera una mayor ganancia por el aumento de las acciones de la target en el futuro, como consecuencia de la operatoria de LBO.

---

<sup>14</sup> (Se sugiere ver Esquema Nro. 2 sobre “Estructura de redistribución de los riesgos” al final del presente trabajo)

Las operaciones de LBO son poco líquidas y se enmarcan en plazos de cinco y siete años para el recupero de la inversión (Long Term)

La senior debt o deuda principal tiene su garantía en los los activos de la target, dividiéndose en varios segmentos, calificándose según su plazo y tipo de amortización. Normalmente los segmentos poseen un plazo de amortización que se sitúa entre los seis y siete años. Los segmentos B y C se encuentran compuestos por deuda con pago al vencimiento (bullet amortisation o cupón cero) y mayores plazos de vencimiento

Por su parte, la mezzanine debt o deuda de entresuelo excede el plazo de cinco años en su amortización y también se paga al vencimiento. Existe asimismo la second lien debt que combina la senior debt y la mezzanine debt y posee una prelación en caso de liquidación que la sitúa por debajo de la senior debt. ( Se sugiere ver Esquema 1 sobre Estructura de las Operaciones de un LBO, al final del presente trabajo)

Usualmente el valor del préstamo avalado sobre los activos fijos representa el 80% del valor de liquidación de los mismos.

Se advierte asimismo una particular clase de deuda, un híbrido denominado "payment in kind notes ( PIK)" que ofrece la opción para el tenedor de ser reembolsadas con bonos o con acciones de la compañía , acumulando efectivo y principal de la deuda.

Los merchant banks, compuestos por grupos de capital de riesgo, inversores institucionales y bancos de inversión, constituyen la denominada financiación de "entresuelo" (mezzanine debt), ya que se trata de una financiación intermedia entre la deuda principal y los recursos propios utilizados en una operación de LBO, completando la financiación de la adquisición ( usualmente un 25% de los recursos financieros ajenos utilizados en la compra apalancada)

La financiación de este tipo se presenta a través de los denominados "junk bonds", "bonos basura" o bonos de alto rendimiento .Esta deuda tiene carácter de

subordinada, por lo que los prestamistas sólo recibirán los intereses si se obtienen beneficios. mientras que la deuda principal debe pagarse en cualquier caso. Su riesgo y rendimiento se sitúan a mitad de camino entre la deuda principal y las acciones, puesto que antes de repartir dividendos deben pagarse los intereses de la deuda de entresuelo

La financiación de entresuelo es más flexible, dado que proporciona mayor rentabilidad y permite diversificar el riesgo, invirtiendo en diferentes fuentes financieras del LBO

Asimismo “La ventaja del LBO para los inversores en acciones, estriba en que la adquisición es financiada básicamente mediante deuda y con una pequeña cantidad de acciones. . Por lo tanto, cuanto mayor sea el acceso a los fondos de entresuelo, mayor será la facilidad de realizar el LBO. Como la financiación de entresuelo afecta sólo a una parte reducida del capital social, los propietarios sacrifican menos que si el acuerdo involucrase exclusivamente financiación mediante emisión de acciones.

Aunque parecida, no se debe confundir la financiación mediante bonos basura con la realizada a través de las acciones preferentes, ya que los dividendos preferentes no son deducibles para el impuesto a las ganancias de sociedades, mientras que sí lo son los intereses. El emisor ideal de bonos basura es una empresa que puede beneficiarse completamente de los ahorros fiscales que ellos le proporcionan, que tenga bajo riesgo financiero que pueda llevarla a la quiebra y cuyo valor de mercado de sus acciones descansa fundamentalmente en el valor de sus activos<sup>15</sup>

Apunta María Cruz Manzano<sup>16</sup> que la estructura de la financiación de operaciones de LBO depende del volumen y características propias de cada una de ellas, sin embargo en Europa los inversores han preferido las senior debt.

---

<sup>15</sup> **LÓPEZ DUMRAUF , Guillermo**, La compra apalancada de empresas ( leveraged buy out)” Universidad del CEMA Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas Curso: Fusiones y Adquisiciones “

<sup>16</sup> **CRUZ- MANZANO**, María, Op.cit.

En cuanto a las garantías, como se vio, el pago puede estar asegurado por activos individuales de la target o bien por la totalidad de los activos de la misma.

Asimismo, puede utilizarse como garantía las acciones ordinarias de la empresa adquirida

Respecto a los riesgos, este dependerá en definitiva de la cantidad de garantías y el asiento de las mismas, la trayectoria de la empresa target en términos de resultados, los éxitos de su cúpula de management y las expectativas de futura generación de valor por parte de la misma.

Por ello, el LBO implica un alto riesgo financiero. Esta variable a menudo trata de compensarse con la entrega de acciones de la target en forma gratuita o bien a un muy bajo precio.

## **VI. EL CONCEPTO FINANCIERO DE APALANCAMIENTO**

La técnica de adquisición denominada “leverage buy out” se ha desarrollado en los países anglosajones y particularmente en Estados Unidos desde fines de los años setenta, como evolución de un fenómeno por el cual las acciones de una “public company” era compradas por pocos “inversores” privados (denominados going private) . En un lapso de tiempo relativamente breve ésta ha devenido en una técnica financiera de adquisición extremadamente difundida e importante hasta la primera mitad de los años noventa, en el curso de los cuales, sin embargo, un conjunto de factores ( crisis económica, aumento de tasas de interés, etc) han determinado la quiebra de muchos LBO tanto en Estados Unidos como en Europa. Ello ha provocado una suerte de “demonización de dicha técnica de adquisición financiera, frecuentemente poco motivada y justificada”<sup>17</sup>

Sin embargo y a fin de evitar caer en concepciones maniqueístas, y alejadas de la realidad de los negocios, procede comprender la razón y lógica del funcionamiento de la técnica de apalancamiento desde el punto de vista financiero. Abordaremos el

---

<sup>17</sup> BRUNO, Niccoló. “Ill leverage buy out nella casística giurisprudenziale” Centro di ricerca per ill diritto d'impresa” Febrero de 2002

análisis del concepto financiero del apalancamiento o leverage con la lógica circunscripción a las consignas que el presente trabajo nos plantea

En primer término corresponde conocer el concepto de “ Estructura de Capital,” entendiéndose que la misma se trata de una decisión referida al tipo de derechos que se emiten sobre los activos de la empresa.. Estos derechos pueden ser comprendidos como derechos sobre el flujos de fondos y sobre el control de los recursos de la empresa

En otras palabras, y comprendiendo que una compañía puede financiarse con capital propio o bien con deuda, arribamos al concepto “Estructura de Capital”.

El mismo se configura con la relación de Capital y Deuda que elige una empresa para financiar sus activos.

6.1. Capital. En tal sentido, entendemos por capital los aportes de los accionistas ordinarios de la sociedad y por deuda los aportes de los terceros ( a través de la emisión de deuda y otros pasivos) .

La premisa será pues, minimizar los costos de capital y maximizar el valor de la empresa.

La estructura del capital es el resultado de la mezcla de fondos a largo plazo:<sup>18</sup>

- a) Deuda a corto plazo que se renueva en forma permanente
- b) Deuda a largo plazo
- c) Acciones preferidas
- d) Acciones ordinarias
- e) Utilidades retenidas.

Por otra parte , la decisión sobre el tipo de derechos a emitir tiene impacto sobre la magnitud y riesgo del flujo de fondos de la empresa, y el control sobre las decisiones de negocios de la empresa y su impacto posterior en el flujo de fondos y sobre la capacidad de decisión para emitir nuevos derechos.

El capital propio se encuentra a su vez compuesto por:

---

<sup>18</sup> **GIVONE, Horacio - ALONSO, Alejandro.** “ Introducción al Estudio de las finanzas de empresas” Ed. Universidad Católica Argentina , Ed. Segunda, pág. 209.

- Acciones comunes<sup>19</sup>: ( En el derecho argentino, previstas en el artículo 216 de la Ley de Sociedades Comerciales 19550) en las que los accionistas son los dueños residuales de la empresa . En caso de liquidación o dificultades financieras, tienen derecho luego que hayan cobrados los acreedores y accionistas preferentes. Para tomar decisiones necesitan información completa sobre el cash flow de todos los agentes.

Debe destacarse asimismo que para estas acciones el pago de los dividendos no resulta deducible impositivamente por la firma que los distribuye.

- Acciones preferidas<sup>20</sup>: ( Art. 217 LS) Combina características de las acciones comunes y los bonos. Tienen un dividendo fijo (que en ocasiones puede diferirse) y, en principio, no tienen derecho a voto, salvo en determinadas circunstancias

Esta clase de acciones confiere a su tenedor una particular situación en el ente, ya que si bien son accionistas, las preferencias patrimoniales que ostentan los colocan también, en cierta medida como acreedores de la sociedad.

6.2. Deuda. La deuda en cambio, tiene su origen en una obligación contractual ( que establece plazos y formas de pago ) y en la demanda de fondos de la compañía por parte de terceros, generando derechos “negativos” sobre el cash flow de la misma. La empresa debe pagar intereses más la suma del capital tomado.

Puede conceptualizarse como el Rendimiento =  $F$  (interés, tasa, ajustes)

En contraposición al Capital, la deuda, no afecta la propiedad del capital y los intereses constituyen una carga fija deducible del impuesto a las ganancias. Por lo tanto existe un ahorro impositivo al incorporar deuda a la estructura de capital.

---

<sup>19</sup> Genéricamente se caracterizan como acciones ordinarias aquellas que, por no conferir preferencias patrimoniales se mantienen en los cánones del principio general según el cual los socios participan de las utilidades en proporción de los aportes ( art. 11 inc. 7 LS) Respecto de los derechos políticos, sin perjuicio de sentar como principio que cada acción da derecho a un voto la ley admite que se instituya por vía estatutaria el reconocimiento de más de un voto y hasta el máximo de cinco por acción ordinaria. Estas son las denominadas “acciones privilegiadas”o bien “acciones ordinarias de voto plural”. Régimen de Sociedades Comerciales Ley 19550 y complementarias., 23 ed. Ed. Astrea, pág. 227

<sup>20</sup> Aquellas que reconocen o conceden ventajas patrimoniales por sobre el principio que informa a las acciones ordinarias. Estas ventajas pueden consistir, por ejemplo en una participación adicional en las ganancias, en preferencias sobre la cuota de liquidación o en el derecho a un dividendo preferido sea este en base a un porcentaje respecto del total de las ganancias o consistente en un monto fijo por sobre el valor nominal de los títulos. (Régimen de Sociedades Comerciales, op. Cit., comentario al artículo 117)



Como aspecto negativo, puede advertirse que los tenedores de dicha deuda a veces pueden reclamar los activos, pidiendo la quiebra de la empresa y su repago tendrá prioridad respecto de los accionistas.

Las características de la deuda estarán dadas por el plazo, la moneda pactada, la tasa de interés, la garantía otorgada, la forma de amortización del capital y los intereses

La totalidad de estos factores proporcionaran el “rating de la deuda” <sup>21</sup> , los cuales a menudo son evaluados por las calificadoras de riesgo ( Moody’s ; Standard & Poor’s ) que evaluarán la calidad crediticia de la inversión considerando Cuál es la probabilidad de default o impago

Las obligaciones de categoría Baa (BBB) o superior se conocen como investment grade. Los de mínima calificación bonos basura (junk bonds)

Las firmas que tengan una mejor calificación pueden endeudarse a una tasa más beneficiosa (más baja) que una firma peor calificada.

## **VII. EL CONCEPTO DE ESTRUCTURA DE CAPITAL**

Dado lo anteriormente expuesto, y en el afán de arribar a la justificación lógica del apalancamiento, este concepto financiero nos plantea un interrogante básico:

- ¿Existe alguna relación entre capital propio/deudas que “maximice” el valor de las acciones comunes?

La estructura óptima de capital es la que minimiza el costo promedio ponderado de capital WACC,<sup>22</sup> resultado de multiplicar cada uno de los costos por la participación del financiamiento correspondiente en la estructura total, maximizando el retorno a los accionistas.

### **El apalancamiento y la rentabilidad por acción:**

Siendo uno de los objetivos que persiguen los ejecutivos financieros la maximización de la riqueza de los accionistas, se analizará a continuación las

---

<sup>21</sup> Ver Esquema Nro. 2 al final de presente trabajo

<sup>22</sup> WACC: Weighted average costs of capital.

herramientas que sobre la base del apalancamiento tendientes a definir la mejor estructura de capital orientada a dicho objetivo.

El apalancamiento (leverage) consiste en la utilización de pasivos de costo fijo para aumentar el rendimiento de los accionistas.

El apalancamiento surge de comparar el monto del endeudamiento con el monto del capital (deudas/capital).

Cuando una empresa incorpora un activo con un financiamiento con un costo fijo (deuda, acciones preferidas) la empresa está utilizando un apalancamiento financiero. Si como consecuencia del apalancamiento, las ganancias que produce la inversión en activos superan los costos fijos estaremos moviendo la empresa hacia arriba.

Sin embargo sostiene Givone<sup>23</sup> que la utilización del endeudamiento para incrementar la riqueza de los accionistas produce entre los empresarios, acreedores, proveedores de capital reacciones contradictorias.

Considerando al dinero como una mercancía más, que tiene un costo determinado y el rendimiento que produce la utilización del mismo es superior a su costo, la recomendación será utilizar el endeudamiento para incrementar el valor de la empresa. Estos costos fijos constituyen un riesgo para la empresa y por lo tanto se procurará reducirlos al máximo. Existe pues, la búsqueda de un equilibrio entre riesgo y rendimiento.

En algún sentido el nivel de apalancamiento señala una exposición al riesgo, dado que cuanto mayor es el apalancamiento, mayor es el riesgo de incumplimiento de la empresa en caso de su quiebra.

Verbigracia: si los activos de la compañía están financiados en un 90% por terceros, solo existen un margen de 10%, y si el valor de los activos cae más de un 10% el dinero de los acreedores corre riesgo.

Desde otro punto de vista, el apalancamiento o leverage permite influir positivamente en la tasa de rendimiento, cuando la empresa es capaz de obtener fondos a una tasa menor de la que puede obtener en el empleo de dichos fondos. Ej: si

---

<sup>23</sup> GIVONE, Horacio- ALONSO, Alejandro, op. Cit. Pág 227.

el costo de los fondos es del 12% y los aplicamos en activos que producen un rendimiento neto antes de intereses el 20%, nos encontraremos frente a una válida alternativa de financiamiento.

Por lo demás, la empresa se halla en un punto de equilibrio económico y financiero ( PEE), cuando para cierto nivel de ventas el resultado económico es igual a cero. Es decir, las ventas cubren exactamente el total de los costos variables ( CV) más los costos fijos ( CF)

Una empresa para financiarse puede recurrir a la emisión de acciones, utilizar fondos propios o recurrir al financiamiento de terceros. Cada una de estas alternativas presenta diversos costos que difieren entre sí y deberá procurarse hallar la combinación que minimizando el costo, maximice para cada actividad en particular, la utilidad por acción. Debe buscarse un punto de equilibrio sobre o bajo el cual, se encuentre el óptimo.

A fin de ilustrar aún más el concepto realizaremos un breve análisis empírico sobre el aumento de utilidad por acción ( UPA). La presente muestra se realizará conforme al criterio ( EBIT) <sup>24</sup>

A continuación brindaremos una breve muestra de comparación respecto al impacto que distintos métodos de financiamiento (deuda, acciones preferidas, acciones comunes y otros) tienen sobre las ganancias para los propietarios y sobre las utilidades por acción (UPA).

Planteamos como hipótesis de trabajo la siguiente: Un campo sembrado con soja de primera categoría de 10 hectáreas, financiada totalmente con capital propio, posee un valor total de \$500.000 representado por 10.000 acciones de \$50 cada una. Obtiene utilidades, antes de intereses e impuestos de \$10.000 por hectárea y existe la posibilidad de comprar la el campo vecino que posee 30 hectáreas. Para ello debe pagarse al propietario \$50.000 la hectárea. La operación puede financiarse con capital propio o con bien tomando endeudamiento al 12%. La tasa de impuestos a las ganancias es del 35%

---

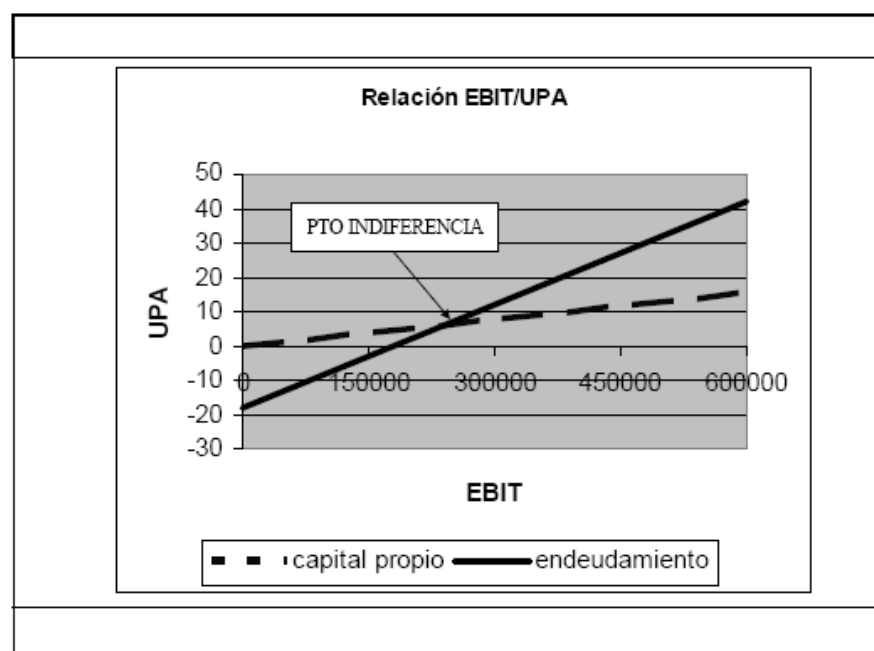
<sup>24</sup> Conforme las siglas en inglés: "Earnings before interests and taxes"

Se presenta así la siguiente situación actual:

<b>SITUACIÓN ACTUAL</b>	
Ebit	100.000
Intereses	0
Utilidades antes de impuestos	100.000
Impuestos a las ganancias	-35.000
Ganancias Netas	65.000
cantidad de acciones	10.000
UPA	6,50

En tanto, tomando endeudamiento de terceros la situación es la siguiente:

<b>SITUACIÓN PROYECTADA TOTAL</b>		
	capital propio	endeudamiento
Ebit esperado	400.000	400.000
Intereses	0	-180.000
Utilidades antes de impuestos	400.000	220.000
Impuestos a las ganancias.	-140.000	-77.000
Ganancias Netas	260.000	143.000
cantidad de acciones	40.000	<del>10.000</del>
<b>UPA</b>	<b>6,50</b>	<b>14,30</b>



En donde el punto de indiferencia indica el punto de EBIT que produce el mismo UPA entre ambos métodos de financiamiento.

### **VIII. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE UN LBO**

Utilizando los conceptos esbozados ut supra, y según enseña el Profesor Dr. Guillermo López Dumrauf, procederemos a presentar la Estructura de capital de un LBO, el que resulta uno de los aspectos más trascendentes del mismo, debido a que resulta imperioso coordinar los flujos de ingresos y egresos de fondos, adaptando un esquema de financiamiento a los ingresos operativos de la empresa objetivo. Por ello es que describiremos las diferentes posibilidades para la estructura de capital, adoptando un orden de apalancamiento creciente. Así es que comenzaremos con un ejemplo donde debe financiarse una inversión de \$ 1.000.- La estructura de capital inicialmente está compuesta solamente por acciones. Posteriormente, se irán sumando graduales apalancamientos, primero con acciones preferidas, luego con deuda principal hasta utilizar deuda de “entresuelo” (mezanine debt).

### **8.1 Estructura primaria<sup>25</sup>**

Supondremos una estructura de capital que está formada por acciones ordinarias que se reparten entre los inversores y la gerencia que puede participar en un LBO-MBO. ( En el caso la gerencia sólo financia el 1 % de la inversión)

<u>Estructura de capital</u>	<u>Gerencia</u>	<u>Inversores</u>	<u>Total</u>
Acciones ordinarias	10	990	1000
% Financiación	1%	99%	
% Acciones	1%	99%	
Total Financiamiento			1000

### **8.2 Estructura con apalancamiento a través de acciones preferidas**

Se incorporan acciones preferidas que tienen derecho a un dividendo fijo y a una preferencia sobre los activos, en caso de liquidación de la compañía, por delante de los accionistas ordinarios. Existen también las “acciones preferidas con dividendo acumulativo” que conceden a su propietario la posibilidad de acumular el dividendo que la empresa no ha podido pagarle en su momento por haber tenido pérdidas o beneficios insuficientes. Al tener que pagar una cantidad fija en dividendos, se produce una situación de apalancamiento financiero.

<sup>25</sup> Los ejemplos han sido tomados de las exposiciones brindadas por el Profesor Dr. Guillermo López Dumrauf en el Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas, Curso de Fusiones y Adquisiciones., Universidad del CEMA.

Estructura de capital	Gerencia	Inversores	Total
Acciones ordinarias	10	90	100
Acciones preferidas		900	900
% Financiación	1%	99%	
% Acciones	10%	90%	
<b>Total Financiamiento</b>			<b>1000</b>

Al apalancarse con acciones preferidas, aumenta el porcentaje de acciones en poder de la gerencia. En los ejemplos que siguen seguiremos aumentando el apalancamiento con deuda principal, deuda subordinada y opciones de rescate de acciones.

Estructura de capital	Gerencia	Inversores	Obligacionistas	Total
Acciones ordinarias	10	40		50
Acciones preferidas		350		350
Deuda principal			600	600
% Financiación	1%	39%	60%	
% Acciones	20%	80%	0%	
<b>Total Financiamiento</b>				<b>1000</b>

### **8.3 Estructura con apalancamiento financiero a través de deuda principal**

Ahora reemplazamos parte de las acciones ordinarias y las acciones preferidas por deuda principal, aumentando el apalancamiento. La gerencia sigue aportando el 1 % de la financiación aunque vuelve aumentar su porcentaje de participación en acciones:

Estructura de capital	Gerencia	Inversores	Obligacionistas	Total
Acciones ordinarias	10	40		50
Acciones preferidas		350		350
Deuda principal			600	600
% Financiación	1%	39%	60%	
% Acciones	20%	80%	0%	
<b>Total Financiamiento</b>				<b>1000</b>

### **8.4 Estructura con rescate de acciones**

El próximo paso consiste en considerar una estructura con acciones que pueden ser rescatables. Por lo tanto, los inversores seguirán teniendo \$ 40 en acciones de la firma, donde la mitad de las cuales (\$ 20) es rescatable.

Estructura de capital	Gerencia	Inversores	Obligacionistas	Total
Acciones ordinarias	10	20		30
Acciones rescatables		20		20
Acciones preferidas		350		350
Deuda principal			600	600
% Financiación	1.0%	39.0%	60.0%	
% Acciones	20.0%	80.0%	0.0%	
% Acciones después del rescate	33.3%	66.7%	0.0%	
<b>Total Financiamiento</b>				<b>1000</b>

### **8.5 Estructura con rescate y deuda subordinada**

El último paso en nuestro análisis consiste en incluir deuda subordinada. Los prestamistas de entresuelo se hacen con un pequeño porcentaje de las acciones ordinarias (8 %) a cambio de lo que suministran el 25 % del capital ajeno en forma de deuda subordinada (sólo cobran los intereses si hay beneficios; en compensación, debido al mayor riesgo, el interés de este tipo de deuda es mayor que el de la deuda principal).

Estructura de capital	Gerencia	Inversores	Obligacionistas	Deuda subordinada	Total
Acciones ordinarias	10	18	-	2	30
Acciones rescatables		18	-	2	20
Acciones preferidas		300	-		300
Deuda principal			400		400
Deuda subordinada				250	250
% Financiación	1.0%	33.6%	40.0%	25.0%	
% Acciones	20.0%	72.0%	0.0%	8.0%	
% Acciones después del rescate	33.3%	60.0%	0.0%	6.7%	
<b>Total Financiamiento</b>					<b>1000</b>

## **IX. EL ANÁLISIS EMPÍRICO: CONSECUENCIAS Y EFECTOS DE UN LBO**

En los últimos años, los reportes económicos y financieros han mostrado el enorme crecimiento registrado en esta operatoria financiera en los mercados más desarrollados, sobre todo de Estados Unidos y Europa, e incursionando en menor escala en Latinoamérica.<sup>26</sup>

Sin embargo, la figura ha sido duramente atacada a raíz de que se ha cuestionado la compra de numerosas empresas por medio de LBOs, con un aporte de fondos propios limitados a un 10%. Estos inversores han comprado créditos de otras

<sup>26</sup> *Approximately 90% of financing transactions in the European leveraged finance market consist of LBO deals, most of which are not publicly rated. The majority of these transactions were structured in 2006 and 2007 with tenors between seven years and nine years, which means that refinancing risk will increase substantially in 2013 and 2014, according to data from Dealogic and Standard & Poor's (see chart 3). These transactions were based on structures that assumed a high level of EBITDA growth because of the necessity to provide for material deleveraging. This was necessary to attract investors, as the debt multiples on these transactions were high due to high purchase price multiples. However, that growth has not typically materialized, making deleveraging in many cases impossible* "The Financial Times" A European LBO legacy, Julio 29, 2009



empresas con el objeto de revenderlos rápidamente y obtener así importantes ganancias.

Se critica asimismo que estas compras a crédito, mediante el efecto de palanca, permiten a los fondos enriquecerse rápidamente racionalizando la estructura de la empresa, recortando puestos de trabajo en pos de la eficiencia y haciendo que la sociedad comprada, les reintegre a través del pago de generosos dividendos, la casi totalidad del costo de su compra.

Por otra parte se sostiene que los LBO han contribuido a inflar excesivamente los créditos bancarios, uno de los factores que originan la actual desestabilización de los sistemas bancarios. La contracción del crédito que ha seguido a la actual crisis financiera así como el alza de las tasas de interés decidida por los bancos centrales, han dificultado el negocio a los LBOs, ocasionando a su vez esta situación el cierre a las empresas controladas por estos inversores con la consabida eliminación de puestos de trabajo.

Sin embargo, somos partidarios de un enfoque integral de la cuestión, que en procura de una visión libre de pasiones opte por comprender esencialmente la totalidad de las causas de utilización de un LBO y las variantes que el mismo puede asumir en la práctica

En este espíritu, vale citar la opiniones que pregonan que “las adquisiciones de empresas avaladas por sus propios activos, y las asociaciones que nacen entre este tipo de organizaciones, parecen haber solventado el problema de los costes de agencia, principal causa de pérdida de eficacia en las sociedades anónimas, a la vez que han modificado notablemente la importancia de los recursos ajenos en la financiación de la empresa. En resumen, tras un buy out, hay un incremento en el valor de la empresa motivado por el ahorro fiscal, mejoras operativas y aumento del valor de cotización de las acciones. Los principales beneficiarios de estas transformaciones serán los accionistas, los directivos y los obligacionistas que gocen de acuerdos de protección.”<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> LOPEZ ITURRIAGA, Félix-RODRÍGUEZ ESCUDERO Ana – TASCÓN FERNÁNDEZ, Javier. “Aproximación a los efectos financieros del Leverage Buy Out”

Por su parte el MBO ( Como se vió Management Buy Out) resulta además una valiosa herramienta de resistencia a las adquisiciones hostiles, en tanto se produce un aumento de la motivación en las tareas de dirección de los ahora propietarios de la empresa, que confían en la posibilidad de mejorar la eficiencia con la nueva estructura de propiedad.

A su vez, en el LBO los cambios organizativos y el elevado endeudamiento (con un ratio medio del 88, 4% según Kaplan<sup>28</sup>) actúan también como fuertes incentivos para mejorar la gestión de los directivos que encuentran en el reembolso de la deuda una limitación a su discrecionalidad en la utilización de los fondos generados.

Por lo demás, se pone de manifiesto que tal como ya se demostrara, existe un notable incremento del valor de los títulos de los antiguos accionistas. Todos los datos apuntan a que estos ven incrementada su riqueza tras un LBO.

Aceptada la hipótesis de creación de valor como origen de riqueza, se pueden señalar varias causas en el aumento de los recursos generados por la empresa. Se producen cambios operativos de importancia que mejoran la eficiencia, la que a su vez influye en los beneficios asimismo el elevado ratio de endeudamiento

Dado el gran monto del capital ajeno (deuda) el reembolso del mismo más el pago de los intereses debe centrar la actividad de los directivos ya que “un incumplimiento de los compromisos financieros y el intento por parte de la banca y de los obligacionistas de renegociar la deuda, puede costarles su independencia y probablemente su trabajo”<sup>29</sup>

Observan también los autores el gran papel que desempeñan los beneficios fiscales en el apalancamiento como fuente de ganancias. Esto tomando en cuenta el carácter deducible de los intereses en el impuesto a las ganancias de las sociedades. Tras una operación de LBO es habitual que los dos primeros años se paguen pocos

---

<http://dialnet.unirioja.es/servlet/oaiart?codigo=787979>; (Revista) ISSN 0213-7569 en “ Anales de estudios económicos y empresariales”, ISSN 0213-7569, N° 8, 1993, pags. 79-92

<sup>28</sup> **KAPLAN**, s. “Management buy out: evidence on taxes as a source of value” The Journal of Finance. Vol 44 Nro. 3, Julio 1988

<sup>29</sup> **LOPEZ ITURRIAGA, Félix; RODRÍGUEZ ESCUDERO, Ana ; TASCÓN FERNÁNDEZ, Javier**, op. Cit, pág. 85.

impuestos dado que los gastos financieros por los intereses son elevados, registrándose a partir del tercer año una disminución de deducciones como una consecuencia del esquema de amortización progresiva de la deuda principal. Asimismo, impositivamente se verá reducida la base imponible debido al incremento de deducciones por amortización de dichos activos.

Asimismo se han distinguido por los financistas diversos modos de aplicación de la técnica de apalancamiento. Entre ellos cabe mencionar el método "Portfolio Plan o Plan de cartera". Al respecto, describe Michael Schmidt<sup>30</sup> que: "El plan de la cartera tiene el potencial de beneficiar a todos los participantes, incluido el comprador, la gestión y los empleados.. Otro nombre para este método es la "acumulación de apalancamiento" y es en cuanto a su naturaleza "defensiva y agresiva ". En un mercado competitivo, una empresa puede usar el apalancamiento para adquirir uno de sus competidores (o cualquier empresa en la que podría lograr sinergias de la adquisición).. El plan es arriesgado: la empresa debe asegurarse de que el rendimiento de su capital invertido superior a su coste de adquisición, o el plan puede ser contraproducente. Si tiene éxito, puede beneficiar a todas las partes: los accionistas pueden recibir un buen precio de sus acciones, la gestión actual se puede conservar y la empresa puede prosperar en su nueva forma"

Otra variedad de LBO puede advertirse en "El Plan de Reacondicionamiento" Este implica generalmente una compañía de capital privado mediante préstamos apalancados desde el exterior a tomar actualidad pública empresa privada mediante la compra de la totalidad de sus acciones en circulación. El objetivo de la empresa compradora es la de volver a empaquetar la empresa y devolverlo al mercado en una oferta pública inicial (OPI)... Esto permite a la sociedad dominante volver a empaquetar la compañía detrás de puertas cerradas, haciendo varios y ajustes y empujar a la empresa "para arriba". Cuando esto se hace a gran escala, las empresas privadas pueden comprar muchas empresas a la vez en un intento por diversificar su

---

<sup>30</sup>SCHMIDT, Michael" Entender las compras apalancadas" <http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/leveraged-buyouts.asp>

riesgo entre varias industrias. Una vez que la empresa adquirida se viste, se ofrece de nuevo al mercado como una oferta pública inicial con algunas fanfarrias. ""

Aquellos que se benefician de un acuerdo como éste son los accionistas originales (si el precio de oferta es mayor que el precio de mercado), los empleados de la empresa (si el acuerdo le ahorra a la empresa de fracaso), y la firma de capital privado, que genera tasas desde que el proceso de compra se inicia. Lamentablemente, si no hay grandes cambios se hacen a la empresa, es un juego de suma cero y los nuevos socios financieros de obtener el mismo la antigua empresa tenía.

Por cierto sí resultan válidas las aversiones contra las técnicas de LBO llamadas "Split Up" o ""tala y quema" o "cortar y correr". La premisa subyacente en este plan es que la empresa, tal como está, vale más cuando se destruya o con sus partes valorándose por separado.. Esto es bastante común con los conglomerados que han adquirido varios negocios en industrias relativamente independientes durante muchos años. El comprador habitualmente es un extranjero que pueden utilizar las tácticas agresivas. Si tiene éxito, la empresa será desmantelada después la compra y "las piezas" se venderán al mejor postor.

Este método es el más temido por los empleados, dado que se aprecia que sus puestos de trabajo quedan reducidos a meros "números en una página". Estos acuerdos suelen implicar despidos masivos, como parte del proceso de reestructuración.

## **X. CASOS PARADIGMÁTICOS**

En el devenir evolutivo de la técnica financiera aquí analizada, se han destacado los supuestos de Coniston vs. KKR por el control de Storer, Rj Reynolds Nabisco vs. KKR y el MBO de General Cable.<sup>31</sup>

---

<sup>31</sup> MASCAREÑAS PÉREZ-IÑIGO, Juan "Fusiones y adquisiciones de empresas"; McGraw Hill. Madrid. 2005 (4ª ed.)

Hacia finales de 1984 la empresa Storer Communications Inc. una de las principales cadenas de TV por cable de los EE.UU., se encontraba con un nuevo año de pérdidas a lo que había que añadir un apalancamiento bastante alto: 2,64 (precio en Bolsa inferior 60 dólares por acción.).

En marzo de 1985 un grupo de accionistas (liderado por el banco de inversión Coniston Partners y que controlaban el 5,3% de las acciones de Storer) disconformes con la política seguida por los directivos de Storer formaron un grupo denominado "comité para el valor total de Storer Com." (CVT), cuyo objetivo era obtener el control de la empresa ... una vez conseguido esto, liquidarían los activos de Storer con lo que esperaban conseguir unos ingresos por valor de 2.000 millones de dólares, es decir, entre 90-100 dólares por acción. Aducían que la directiva actual era incapaz de mejorar la gestión de la empresa y, además, anunciaban que renunciarían a ejercer cualquier potencial pacto de recompra (órdago) que le fuese ofrecido por Storer. Como consecuencia de todo esto el precio en Bolsa se situó en 70,125 dólares por acción.

El equipo directivo se defendió aduciendo que la oferta de Coniston y CVT no convenía en absoluto a los accionistas, puesto que en pocos años cualquier accionista de Storer ganaría más que lo que ahora le pagaría el grupo disidente (estimaban 200 dólares por acción en cuatro años -lo que implicaba un crecimiento medio anual del 30%).

También se embarcó en un litigio legal con ánimo de ganar tiempo para organizar mejor su defensa. Hacia mediados de abril, el equipo directivo de Storer anuncia que está buscando un caballero blanco en el que apoyarse para rechazar el ataque, pero la mayor dificultad para que alguien quisiera hacerse con el papel, estribaba en el alto endeudamiento a largo plazo que soportaba Storer. La defensa se completaba con una carta a los accionistas en las que se les decía que si Coniston se hacía con la empresa y la liquidaba, entre los impuestos y la dificultad de vender a buen precio los activos, vendrían a recibir unos 63 dólares por acción. Lógicamente Coniston envió otra carta intentando demostrar todo lo contrario (el valor en Bolsa ascendía ya a 75 dólares por acción).

El equipo directivo lanzó una OPA-LBO a finales de abril por el 36% de las acciones de Storer, consistente en pagar por cada acción 40 dólares en dinero y 60 en bonos subordinados a diez años. Por aquel entonces, aparece en escena Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR) proponiendo pagar 75 dólares por acción en dinero más 25 dólares por acción en acciones preferentes a lo que se añadiría un número indeterminado de warrants para adquirir el 10% de las acciones ordinarias de la nueva empresa. La directiva de Storer consideró a la oferta de KKR como beneficiosa para sus accionistas por lo que decidió retirar la suya y adherirse a ésta última.

Tras la batalla por la delegación de voto el consejo directivo de Storer quedó formado por cuatro consejeros disidentes y cinco a favor de la antigua directiva. Un mes más tarde aparece en escena un nuevo comprador, Comcast Inc., una compañía de televisión por cable que ocupaba el lugar número 16 del ranking; Su oferta era de 98 dólares por acción (83,5 en dinero más 15 en acciones preferentes, bonos cupón cero y warrants) y era financiada por Merrill Lynch. Por si fuera poco un nuevo tiburón financiero aparece en escena, se trataba del famoso Ivan Boesky, que junto con un grupo de inversores se hacía con el control del 9,6% del capital de Storer con ánimo de obtener beneficios a través de la especulación.

Por fin KKR hizo una última oferta consistente en pagar 91 dólares por acción más un warrant valorado en 4,72 dólares para adquirir acciones ordinarias en la nueva compañía. Storer hizo, además, un contrato de bloqueo con alguno de sus activos fijos en favor de KKR, consistente en que si un tercero adquiría la compañía, el famoso grupo inversor se quedaría con dichos activos. Esta oferta de KKR fue la triunfadora y en noviembre los accionistas aprobaban la fusión con la aquiescencia de CVT, que al fin y a la postre se había salido con su objetivo de conseguir un valor para cada acción de Storer entre 90-100 dólares.

En el Esquema Nro. 4 ( al final del presente trabajo) se puede observar cómo se financió la operación a través de siete tipos de financiación distintos. Al final de la operación KKR y sus asociados controlaban el 83% de la nueva empresa, la directiva controlaba un 7% y el resto estaba en manos de los accionistas originales de Storer.

El Esquema nro. 5 muestra el proceso de fusión de Storer con el Holding SCI constituido especialmente para dicha ocasión, a través, de la absorción de SCI Fusión (compañía controlada totalmente por SCI Holding) por parte de la propia Storer. Es un típico ejemplo de fusión triangular opuesta.

La evolución de las operaciones de LBO en Europa y Estados Unidos se relaciona con algunos factores de importancia que debemos citar.

En primer término se destaca la búsqueda de rentabilidad por los inversores (search for yield) en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo.

Asimismo, se observa una notoria expansión de este mercado, completándose las condiciones propicias para el desarrollo de la figura bajo análisis la aparición de nuevos intermediarios como los hedge funds <sup>32</sup> y los vehículos de "Collateral Debt Obligations"( CDOs) <sup>33</sup>

## **XI. LOS INTERESES INVOLUCRADOS EN LAS OPERACIONES DE LBO**

La naturaleza de las operaciones involucradas en un LBO presumen la existencia de varios intereses en juego que deben considerarse.

Por un lado existen los acreedores que financian la operación de compra, los accionistas mayoritarios y minoritarios de la target y los ejecutivos o CEOs de la misma.

---

<sup>32</sup> *"Hedge funds son sociedades privadas con un reducido número de partícipes en las cuales el gestor tiene una significativa participación personal en el capital social , es libre de operar en una amplia variedad de mercados y de utilizar estrategias mercados neutrales mediante diferentes grados de apalancamiento"* MAILOC- LOPEZ DE PRADO, Marcos – ILLERA Carlos Rodrigo. *"Invertir en hedge funds. Análisis de su estructura técnica y eficiencia"* Ed. Díaz de Santos S.A., Madrid, año 2004, pág.31.

<sup>33</sup> CRUZ MANZANO, María. "La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación Posibles implicaciones para la estabilidad financiera " Rev. Estabilidad Financiera Nro. 13, Noviembre 2007, Banco de España. [http: www.bde.es/infonrmes/be/estfin/completo/IEF200713/PDF](http://www.bde.es/infonrmes/be/estfin/completo/IEF200713/PDF)

Los primeros no pueden observar el uso que los accionistas hagan de los activos de la target y esto conlleva la existencia de un riesgo, en tanto existe una diversidad de objetivos en ambos grupos.

En tales supuestos, existe una notoria posibilidad de conflicto entre los promotores de los LBO y quienes resultan involucrados en la operación sin participar en ella, como lo son los acreedores de la target.

Ante tal situación se ha propugnado la posibilidad de que se legisle respecto de un un régimen de subordinación de créditos, en el que los acreedores preexistentes a la LBO tuviesen privilegio respecto a aquellos acreedores que participaron en su instrumentación.

Los accionistas eventualmente podrían obtener beneficios directos producto del control que ejercen sobre el management de la compañía. También podrían desviar los fondos obtenidos como préstamo fuera de la compañía, y utilizar estos en su propio beneficio.

Ante tales posibles conflictos las normas sobre prohibición de asistencia financiera han procurado preservar la integridad del capital de la compañía, prohibiendo el uso del mismo para la adquisición de acciones de la misma .

Sin embargo, y como en otro tipo de adquisiciones existen herramientas contractuales que pueden morigerar el riesgo de los acreedores, sin llegar a incurrir en los elevados costos que presuponen las prohibiciones “ex ante” respecto a los LBOs.<sup>34</sup>

Estas medidas preventivas pueden consistir en restricciones en cuanto a los ratios de deuda/capital propio admisibles, garantías, restricciones al pago de dividendos y cláusulas que contengan limitaciones a los accionistas de la compañía en cuanto a la enajenación de los activos de la compañía.

Estas medidas “ex ante” o preventivas, han sido objeto de críticas por algunos sectores en tanto las LBO y el consiguiente empleo del endeudamiento societario

---

<sup>34</sup> SILVESTRI, Marco, op. cit. pág. 132.



pueden perseguir al cumplimiento de objetivos o a fórmulas de reestructuración empresarial que resultan plenamente válidas. En efecto, como ha señalado Vaquerizo Alonso “,<sup>35</sup> el sobreprecio satisfecho al nuevo accionista mayoritario en el marco de la LBO no debe entenderse necesariamente como un menoscabo patrimonial o un robo a la sociedad, pues ello supondría ignorar los efectos beneficiosos planificados mediante la operación y que se ven forzosamente reflejados en el mayor valor de las acciones/participaciones en el momento de la adquisición. Tal sobreprecio puede ser reflejo de las nuevas expectativas de rendimientos futuros de la empresa surgidos a raíz de la reestructuración que normalmente trae consigo la sustitución de la mayoría de control, así por ejemplo, la reducción de costes operativos, un mejor aprovechamiento de los recursos sociales derivados de cambios en la gestión, etc.”

En otro orden, existen posibilidades de tensión entre el management de la target y sus accionistas.

En este sentido, los ejecutivos pueden utilizar la asistencia financiera para “manipular” a los accionistas, haciéndolos funcionales a sus objetivos personales en orden a terminar adquiriendo la compañía a través de un MBO.

Las herramientas de gobierno corporativo que pretenden neutralizar este efecto están dadas por los conceptos de “deber de lealtad” o “deberes fiduciarios” mediante los cuales las acciones de los ejecutivos son consideradas de acuerdo a un marco normativo o estándar de conductas.

Asimismo, los accionistas podrán utilizar otro tipo de recursos, como el uso de auditores, expertos e incluso directores independientes en procura de proteger sus intereses.

En cuanto al otro posible frente de conflicto entre los accionistas minoritarios y mayoritarios de la target, para el supuesto de que los primeros se negasen a enajenar su participación a la compañía adquirente, podrían acudir a diversas herramientas legales que posibilitarían la protección de sus intereses. Verbigracia, podrían solicitar

---

<sup>35</sup> **VAQUERIZO ALONSO, Alberto.** “Asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias” Ed : Civitas Ediciones, Madrid, 2003.

la nulidad de la operación si se comprobase que la transacción no refleja adecuadamente la débil capitalización de la adquirente.<sup>36</sup>

**XII. LOS LBOS EN EL DERECHO COMPARADO: EL SISTEMA ITALIANO. EL SISTEMA ESTADOUNIDENSE. EL DERECHO COMUNITARIO.**

Tradicionalmente y antes de 2004, el art. 2358 del Código Civil italiano<sup>37</sup> - el cual se implementa en Italia de las restricciones financieras de la UE de asistencia- . se había erigido a modo de una prohibición infranqueable para la instrumentación de un LBO.

Las normas sobre asistencia financiera procuran proteger los derechos de los acreedores de la target y de sus futuros acreedores, y asimismo proteger los derechos de los accionistas minoritarios de alguna forma de expropiación

Algunos comentaristas se mostraban adversos a las adquisiciones apalancadas de fusión, sosteniendo que si el comprador otorgaba garantías a fin de obtener la financiación para la adquisición de una empresa "objetivo" y luego terminaba fusionándose con dicha empresa "objetivo", el resultado final se traduciría una única entidad sobreviviente y por lo tanto en una dilución de las garantías ( fusión inversa) .

Sin embargo, tras la reciente reforma introducida por el art. 2501 bis del mismo cuerpo normativo - análogo a su vez 23 (1) Directiva 2006/68/CE de la UE (6 de septiembre de 2006), de hecho se legitima la fusión adquisiciones apalancadas ( ' ) MLBOs " sometida al cumplimiento de determinados requisitos adicionales de información.

El 1 de enero de 2004 entró a regir en Italia la mayor revisión del derecho de sociedades italiano desde 1942. Las nuevas normas legislaron sobre los supuestos de LBO "fusión" en las que el comprador no haya otorgado una garantía real o específica

---

<sup>36</sup> **MONTANARI, Alberto**, 2001. "La ratio dell' articolo 2358 codice civile e la differenza verso il leveraged buy out." *Revista di Diritto Privato* 2/2001.

<sup>37</sup> "una empresa no puede otorgar facilidades y seguridad para la compra de sus propias acciones."

sobre los activos de la target y por lo tanto en caso de incumplimiento el acreedor que proporcionó los fondos no tendrá derechos preferentes sobre algún activo en particular de la empresa adquirida. Por lo tanto, todos los LBO que prevén alguna forma de garantía específica que permita asegurar el repago o que no implican en los hechos una fusión, deberían quedar fuera del ámbito de aplicación de las nuevas normas.

De acuerdo a las nuevas normas, en los supuestos de LBO fusión, en principio se encuentran avalados por la presunción “iure et de iure” de que los recursos financieros obtenidos para la compra no violan los reglamentos de asistencia financiera si cumplen con determinados requisitos de información.

Los Consejos de Administración de ambas empresas ( la adquirente y la target) debe explicar detalladamente, en los documentos de fusión un plan estratégico financiero : 1) La información relativa a la financiación 2) Las fuente/s de la financiación : 3) Razones y objetivos de la operación de fusión. <sup>38</sup>

Los requisitos además se completan con un dictamen de un experto independiente y un auditor , que debe certificar la razonabilidad de la información sobre la situación financiera de los recursos previstos en el plan de fusión. “ relazione degli esperti”.

El informe del plan por parte de los expertos debe indicar además una descripción del método utilizado para la determinación de los ratios de endeudamiento.

El cumplimiento de estos requisitos proporcionará información sobre los siguientes aspectos. En primer término permitirá identificar la naturaleza de todas las deudas que se encontrarán involucradas en la nueva entidad surgida de la fusión. Verbigracia: deuda garantizada por la target y la nueva empresa. Asimismo la información deberá incluir una información detallada de las garantías otorgadas para la adquisición de la target.( cobertura utilizada , costos y programa de amortización de la deuda, etc)

---

<sup>38</sup> Art. 2501 bis Código Civil italiano: “La relazione di cui all’articolo 2501 quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l’operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione de la fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere”

Asimismo y a través de la divulgación de la información obligatoria podrá conocerse la viabilidad de los fondos que se planea usar para repagar la deuda ( cash flow, aumentos de capital, etc). Otra ventaja puede hallarse en la posibilidad de establecer a través de esta información los objetivos de mediano plazo que tendrá el LBO.

Teniendo en cuenta que el cash flow o flujo de fondos y otros estudios similares son corrientemente detallados en los memorandos, los aspectos a informar conforme la nueva legislación no resultan pues una carga excesiva ni anormal, pues esta información es normalmente la requerida al instrumentar cualquier operación de LBO.

Tras las nuevas normas debe considerarse que no podrá prescindirse del otorgamiento de esta información, en tanto el mismo será imprescindible para con la legislación vigente, y de este modo obtener el beneficio adicional de neutralizar el riesgo de que la operación de LBO pueda ser atacado por un tercero.

La reforma legislativa también implicó que luego de su sanción, ninguna operación de LBO fusión, pueda acudir a un procedimiento de “fusión simplificada”. En todos los casos se requerirá un dictamen técnico que evalúe la “relación de canje”. A partir de las nuevas normas en vigor, , incluso si el Comprador es dueña del 90% o más de la target, si la compra se realizará bajo apalancamiento, el plan de fusión debe incluir la información requerida por la las nuevas normas sobre adquisiciones apalancadas (es decir, la información sobre la financiación, la fuente de la financiación y las razones y los objetivos de de la transacción).

Por otra parte y en cuanto a la responsabilidad penal de los directores de las sociedades involucradas en un LBO, según las normas anteriores, , el incumplimiento de la asistencia financiera se declarado expresamente un delito.

Tras la reforma, el incumplimiento de las normas de asistencia financiera se transformó la figura en un delito doloso y no meramente “de peligro”, puesto que para la configuración del tipo penal se requiere la intención de proporcionar información errónea y además que como resultado de esa información falsa se haya producido un efecto perjudicial sobre sobre el resultado de los estados financieros de la empresa.

Yendo más lejos incluso cuando tras la operación de LBO se produzca la falencia de la target, si la operación ha cumplido con los requisitos de información exigidos por la norma se presumirá la falta de responsabilidad civil o penal de los directores en virtud de su aparente "buena fe"

Un panorama diametralmente opuesto evidencia el derecho de los EE.UU., en los cuales no existen normas análogas sobre limitaciones o prohibiciones a la asistencia financiera.

Los americanos ha reconocido invariablemente utilidad social a los LBO, resultando los Tribunales de ese país reacios a adoptar una postura perjudicial negativa contra este método de adquisición.. El tratamiento legal de EE.UU. establece una distinción entre los ex-post "ilegales" y "legal" LBO sobre la base de si tales transferencias son intencionalmente fraudulentas<sup>39</sup>

El análisis de la legalidad de los LBO se ha realizado la mayoría de las veces en torno a procesos excepcionales de falencia o "bankruptcy" y ha girado en torno a la premisa de determinar si la transferencia o compra apalancada ha sido realizada con la intención de defraudar a los acreedores ( alienatio in fraudem creditorum facta).

Las operaciones de LBO son estudiadas normalmente bajo la aplicación de la Sección 548 del Federal Bankruptcy Code.

En tales casos el "trustee" o representante de los acreedores tenedores de los bonos de la compañía en falencia deberá demostrar que la transferencia en cuestión fue realizada dentro del plazo de un año anterior a la petición de su quiebra y con el deliberado propósito de burlar a los acreedores. Se presume la intención fraudulenta por la realización de determinadas conductas .

Según la Sección 48 a) del Bankruptcy Code la operación de LBO se considerará fraudulenta si a través de la operación la target no obtuvo la equivalencia

---

<sup>39</sup> SILVESTRI, Marco (2005). The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 6 , pp 101-147 doi: 10.1017/S1566752905001011

razonable de retribución por la compra y existen cualquiera de estas dos situaciones: la compañía compradora era insolvente al momento de adquirir la compañía, había disminuido notablemente su capital o bien si se realizó la transferencia con la intención manifiesta de adquirir deuda por encima de su capacidad de repago.<sup>40</sup>

A través de un análisis de la Jurisprudencia de los EEUU se advierte que los Tribunales coinciden en los impactos negativos que provocaría una regulación estricta y prohibitiva “a priori” de los LBO.

Bajo la premisa de distinción entre LBO legales de aquellos que no lo son, en virtud de la intención o no de defraudar a los acreedores, los jueces americanos presumen que quien con el conocimiento suficiente optó por estas operaciones financieras, debe asumir el riesgo contraído. De ello se sigue que aquellos acreedores que otorgaron crédito luego de que conocieron la existencia de una operación de LBO, no pueden invocar la existencia de fraude.<sup>41</sup> Las leyes sobre transferencia fraudulenta no se configuran entonces como una medida de absoluta seguridad para los acreedores de un LBO.

Como se ha visto, ambos sistemas normativos, europeo y estadounidense dispensan diverso tratamiento para los LBO.

Mientras que el derecho europeo a través de las normas sobre prohibición de asistencia financiera exhibe una actitud “preventiva” o “ex ante”; los EEUU realizan un examen ex post, vinculado a la Ley de Bancarrotas y a un determinado estándar de conductas pasibles de sanción.

En esta línea de análisis procede valorar asimismo el costo de ambas alternativas de regulación. La alternativa del “ex ante” se traduce invariablemente en un aumento de los costos operativos de control<sup>42</sup>. Asimismo, tal como sostiene Marco

---

<sup>40</sup> *Wiebods Stores Inc. vs. Schottenstein* ( 1999) , 94 Bankr. 488 (ND Ill. 1988).

<sup>41</sup> *Lippi vs. Citibank*, ( 1992), 955 F.2d 599 (9th Cir. 1992). *Kupetz vs. Wolf* ( 1988) *Lippi v. City Bank* , 955

<sup>42</sup> **SHARFSTEIN SCHARFSTEIN, David.** 'The Disciplinary Role of Takeovers'. *The Review of Economic Studies* 55 ( 1988)

Silvestri,<sup>43</sup> en numerosos supuestos los cambios en el control de una compañía pueden incrementar sensiblemente su valor a través de la implementación de nuevas estrategias de management y la consecuente diversificación de inversores.

Desde este punto de vista, el funcionamiento del control corporativo puede ocasionar cierta pérdida de eficiencia.

### **XIII. LA SEGUNDA DIRECTIVA DE LA CEE Y SU REFORMA**

Desde una perspectiva de análisis de derecho comparado – en particular del Derecho Comunitario - los autores locales detractores del LBO sostenían como argumento fundamental que el artículo 23 de la Segunda Directiva de la CEE ( Directiva 77/91 del 13 /12/1976) prohibía a la sociedad aceptar en prenda o garantía sus propias acciones, como asimismo anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías o facilitar algún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de las acciones de su sociedad dominante por un tercero. Esta prohibición de facilitar asistencia financiera se consideraba comprensiva de actos tales como la compra al tercero adquirente del paquete accionario de bienes que la sociedad no necesita, con el afán de suministrarle liquidez a dicho tercero. No estaban permitidas ni la financiación previa como el posterior pago o asunción de la deuda por la sociedad una vez que la adquisición del paquete accionario se hubo efectuado y el tercero ya hubiese tomado el control de la sociedad. Sólo se admitía como excepción la no aplicación de esta prohibición de asistencia financiera a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo, o a las operaciones efectuadas por bancos u otras entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a los bienes libres de la sociedad.

En esta línea de pensamiento, ejemplificando la aplicación concreta de la legislación europea, entre los autores argentinos Patricia Ferrer ha mencionado que “

---

<sup>43</sup> SILVESTRI, Marco. Op. cit., pág. 121.

el Tribunal de Casación de la Quinta Sección Penal de Italia <sup>44</sup>sostuvo que el instituto de la compra apalancada no está permitido en el ordenamiento italiano, ya que en virtud de la norma contenida en el art. 2358 del Código Civil italiano, la sociedad no puede acordar préstamos, ni constituir garantías para la compra o suscripción de sus propias acciones, ni puede aceptar sus propias acciones en garantía, afirmando la ilicitud del mecanismo de financiación”

A esta afirmación proscripta de los LBO, cabe destacar, como lo hace Pablo Van Thienen – que dicha Directiva del Consejo Europeo fue recientemente modificada con fecha 6 de septiembre de 2006, mediante el dictado de la Directiva 2006/68/ CEE del Parlamento Europeo y del Consejo Europeo.

La nueva norma, sustituyó a la anterior Directiva 77/91 del 13 /12/1976), y concretamente dispone: *“1. Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto.*

*Las transacciones deberán tener lugar bajo la responsabilidad del órgano de administración o de dirección en condiciones de mercado justas, especialmente respecto del interés y de las garantías que la sociedad recibe por los préstamos y anticipos citados en el párrafo primero. La situación crediticia del tercero o, en caso de transacciones multipartitas, de cada una de las contrapartes deberá haberse investigado debidamente.*

*El órgano de administración o de dirección deberá presentar las transacciones, para su aprobación previa, a la junta general que actuará de conformidad con las normas de quórum y de mayoría establecidas en el artículo 40. El órgano de administración o de dirección deberá presentar a la junta general un informe escrito*

---

<sup>44</sup> Cassazione - Sezione Quinta Penale - Sent. 5503/2000 - Presidente P. Lacanna - Relatore F. Marrone. Reati fallimentari - bancarotta fraudolenta patrimoniale documentale.



*indicando los motivos de la operación, el interés que presenta para la sociedad, las condiciones en las que se interviene, los riesgos que presenta para la liquidez y la solvencia de la sociedad y el precio al que el tercero va a adquirir las acciones. Esta declaración se presentará al registro para su publicación de conformidad con el artículo 3 de la Directiva 68/151/CEE*

*La asistencia financiera total concedida a terceros no podrá en ningún momento tener por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe especificado en el artículo 15, apartado 1, letras a) y b), teniendo en cuenta también cualquier reducción del activo neto que haya podido producir la adquisición, por la sociedad o en nombre de ella, de acciones propias, con arreglo al artículo 19, apartado 1. La sociedad incluirá en el pasivo del balance una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.*

*Cuando un tercero adquiera acciones propias de una sociedad en el sentido del artículo 19, apartado 1, o suscriba acciones emitidas en el curso de una ampliación del capital suscrito mediante la asistencia financiera de dicha sociedad, la adquisición o suscripción deberá hacerse a un precio justo ".*

Por lo expuesto, en materia de asistencia financiera, la Directiva dispone que los Estados miembros que permitan que las sociedades anónimas concedan ayuda financiera para la adquisición de sus acciones por terceros, siempre con el límite del importe de sus reservas distribuibles, deberán hacerlo en cualquier caso bajo las siguientes condiciones: (I) que las transacciones se realicen en condiciones de mercado; (II) aprobación por la junta general con quórum y mayoría reforzados; (III) que el órgano de administración presente a la junta general un informe justificativo de la operación al que se dé la debida publicidad; (IV) que la asistencia financiera no tenga por efecto la reducción del activo neto por debajo de los límites que se

establecen en la Directiva; y (V) creación de una reserva, que no podrá ser distribuida, equivalente al importe de la asistencia financiera total.<sup>45</sup>

Puede advertirse así una notoria apertura de criterio en el legislador europeo, al admitir el apalancamiento para la compra de acciones, con un criterio de buenas prácticas establecidas expresamente por la norma.

#### **XIV. LBOS EN EL DERECHO ARGENTINO. ANÁLISIS DOCTRINARIO Y JURISPRUDENCIAL**

En nuestro derecho positivo no se encuentra una regulación precisa de las operaciones de apalancamiento financiero. Sin embargo acudiendo a la doctrina y jurisprudencia pueden distinguirse dos posturas antagónicas:

1) La primera de ellas, entiende que se trata de un procedimiento de dudosa legalidad y hasta ilícito, pues encierra un desvío del interés social en beneficio de un socio, es notoriamente extraño al objeto social (LSC 58) y choca con la prohibición de la LSC 220 en cuanto veda la adquisición de las propias acciones por la sociedad. Asimismo el esquema contraría lo dispuesto por el art. 258 de la L.S ( conflicto de intereses) <sup>46</sup>.

2) Otra, en la que nos enrolamos, sostiene que este procedimiento no es per se ilícito en nuestro derecho, pero hay que distinguir en cada caso si fue utilizado con fines fraudulentos o

<sup>45</sup> **MAYOR, Francisco, LÓPEZ CLAVER, Susana.** “El efecto de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas en España” Revista IDEAS EMPRESARIALES, IE Business School, Madrid, Nro. 97

<sup>46</sup> **FERRER, Patricia,** «La compra apalancada del paquete accionario (Leveraged Buy Out). Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad», RDCO N° 23/2003; RUBÍN, Miguel, «Verificación de crédito nacido de Leveraged Buy Out», Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR DSE 193, diciembre/03.T XV; VÍTOLO, Daniel Roque «Algo más sobre las inversiones por sistemas de «compra apalancada» o leveraged buy out y los procesos concursales» ED, 210:149; CESARETTI, Oscar, «El apalancamiento financiero (Compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas», Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR septiembre/01.T XII; POLAK, Federico G., «El Leveraged Buy Out y el derecho internacional privado argentino», Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR DSE 198 mayo/04 T XVI)

perjudica a los acreedores más vulnerables o a los accionistas minoritarios <sup>47</sup>

Entre las opiniones más relevantes se encuentra la de Oscar D. Cesaretti, quien entiende que bajo ciertas circunstancias una operación de LBO sería legal. Para ello requiere, en primer término que no exista asistencia financiera de la controlada a la controlante. Incluye en esta prohibición no sólo los préstamos o anticipos financieros de la controlada a la controlante sino también el otorgamiento de garantías y cualquier otra operación ajena al objeto social ( art. 58 LS) o que no se respeten las prácticas habituales del mercado. Asimismo advierte que, en pos de dicha legalidad el ente resultante no deberá quedar afectado por alguna causal de pérdida del capital social conforme lo normado por el art. 94 inc. 5 de la LS. Por lo tanto, el monto pagado por la target deberá resultar razonable conforme las características del negocio adquirido según determinadas variables: vida previsible del negocio adquirido, expectativas de éxito del nuevo cuerpo de management, etc.

A fin de realizar una correcta valuación de este precio de compra las normas contables internacionales establecen determinados métodos o procedimientos de compra ( purchase method) que establece criterios de valores de plaza para reflejar los activos, considerándose toda diferencia con el precio realmente pagado como valor llave en los casos en que el valor de utilización económica sea superior al valor de libros.

En cuanto a los intereses de acreedores y restantes accionistas de la target, se sostiene que los mismos se encuentran amparados por

---

<sup>47</sup> **DI CHIAZZA, Iván**, «Los Leveragd Buy Outs desde la visión del Derecho Estadounidense. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial» ED 201:725 y «Los Leveragd Buy Outs desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial» ED 202:591; **SKIARSKI**, Enrique M, La compra apalancada mediante fusión «Merger Leveraged Buy Out» (MLBO) y el concurso» Doctrina Societaria y Concursal» ERREPAR DSE 193 diciembre/03 T XV

las normas de la ley de sociedades argentina en cuanto dispone la publicación edictal de los supuestos de fusión ( art. 83 inc. 3 LSC) y el derecho de receso ( art. 245 LSC) y la posibilidad de impugnar la asamblea que aprobó la relación de cambio incluida en el compromiso previo de fusión ( art. 251 LSC)

Para los supuestos de fusión inversa, se requerirá siempre el consentimiento de los accionistas minoritarios por cuanto, por carecer de derecho de receso, “sus derechos patrimoniales afectados no encuentran resguardo legal”<sup>48</sup>

En la misma línea de pensamiento Edgar Jelonche concluye en que si bien no existen normas que condenen a la ilegalidad a las operaciones de compra apalancada, en cada caso deberá evaluarse tal aspecto bajo la égida de las disposiciones societarias y concursales.

Bajo esta premisa sostiene que “Un principio fundamental que se debe respetar en una LBO es el interés social, el cual ha de prevalecer sobre los intereses mayoritarios , minoritarios e individuales de los accionistas. Una aplicación de este principio en la actuación de los grupos societarios es que el traspaso de los beneficios de una sociedad a otro puede ser válido en la medida que todos los accionistas participen en todas las sociedades involucradas, pero no lo es cuando hay accionistas que no pertenecen al grupo y se ven perjudicados por la desviación de utilidades, bienes sociales o negocios hacia sociedades de las que no forman parte. Un enunciado normativo básico es que el socio o controlante que aplicare los fondos o efectos de la sociedad a uso o negocio de cuenta propia o de tercero está obligado a traer a la sociedad las ganancias resultantes, en tanto que las pérdidas son de su cuenta exclusiva ( ley 19550 art. 54) Entendemos que esta disposición que menciona el uso de fondos

---

<sup>48</sup> **SKIARKY Enrique, CESARETTI, Oscar.** “La compra apalancada a través de la fusión de la sociedad controlante y controlada” Ponencia del VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Iberoamericano de Derecho Societario y la Empresa, Ciudad de Rosario, octubre de 2001.

sociales y no necesariamente una actividad en competencia – es aplicable – por ratio legis al caso planteado. El adquirente del control, habiendo otros accionistas, no podrá tomar para sí el beneficio de la operación si usa fondos sociales: deberá llevarlo a la controlada. Además responderá por los daños que cause a la controlada y a los demás accionistas ( LS arts. 274, 276 y 279)

Para los supuestos de falencia, y en caso de fraude a los acreedores de la target será procedente la extensión de la quiebra a la adquirente, por desvío del objeto social o disposición de los bienes sociales como propios , y si hubiese fraude a los acreedores de la target se aplicará el ( art. 161 inc. 1 de la ley 24522)

Para los supuestos de asistencia financiera luego de la adquisición de la target prestada en interés de esta última como también las operaciones de créditos comprendidas en su objeto social, en tanto no pueda comprobarse un propósito de asumir la deuda contraída para la operación de LBO, no existen objeciones válidas.”<sup>49</sup>

#### 14.1. El artículo 58 ley 19550.

La norma en cuestión resulta ser elemento central de análisis para quienes se han pronunciado por la admisión o prohibición de la técnica de LBO.

En efecto, el artículo 58 de la LS ha sido advertido por la doctrina como eje del razonamiento para desentrañar la legalidad o ilegalidad de las compras apalancadas. Así , ejemplifica **Miguel Eduardo Rubín el profundo dilema que algunas situaciones pueden significar para el juez concursal**

“Hay supuestos en los cuales, según se mire, todos pueden ser vistos como víctimas, o todos lucen como desleales. Prototipo de esta situación es la compra “apalancada” de empresa, frecuentemente denominada por su nombre en inglés *Leveraged buy Outs* (o por sus siglas L.B.O)

<sup>49</sup> JELONCHE, Edgar I.: "La adquisición del control accionario a costa de la sociedad controlada (Leveraged Buyout)" - Ponencia en el VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa - Bs. As. - UADE - T. II - pág. 507, y las citas del derecho francés, italiano, español concordantes con la precitada directiva

Más allá de saber si es lícito que los acreedores generados por operaciones propias del objeto social de la compañía sean forzados a convivir con los acreedores ocasionados por la adquisición de esa misma corporación, lo que verdaderamente debe atribular al juez es el hecho que, cualquiera sea la solución que elija, puede desembocar en una severa injusticia.

En efecto, si el magistrado entiende que la deuda que, a raíz del L.B.O., asumió la sociedad (luego concursada) constituye un acto notoriamente extraño al objeto social, y, en consecuencia, la libera, beneficiará a los acreedores originales de esa sociedad y perjudicará al “nuevo” acreedor (generalmente, en estos tiempos, un Banco o los titulares de Obligaciones Negociables). Pero, de ese modo, favorecerá a los compradores de la sociedad (se me dispensará el neologismo: los “apalancadores”), tal vez, los verdaderos pícaros del entuerto.

En cambio, si el juez desestima los planteos fundados en el art. 58 LSC y legitima la deuda, puede ser que esté consagrando otra inequidad, la que pesará sobre las espaldas de los acreedores genuinos de la compañía.

El acto notoriamente extraño al objeto social como barrera para la admisión de créditos en el concurso preventivo está directamente conectado con el poder de voto que trae aparejado la sentencia que los declara “admisibles” o “verificados”.

Cuando el monto de la deuda no es importante la incorporación de ese acreedor no tiene mayor trascendencia. En cambio en los casos de L.B.O., los Bancos o el conjunto de titulares de Obligaciones Negociables que permitieron la compra apalancada de la compañía habitualmente son titulares de créditos de tal relevancia que terminan convirtiéndose en los dueños de la llave del concordato<sup>50</sup>

Como se vio, el análisis a realizar en cuanto a la licitud o ilicitud de los LBO no posee consecuencias menores.

---

<sup>50</sup> RUBÍN, Miguel, Eduardo “ Las tribulaciones de la Jurisprudencia sobre la responsabilidad societaria ex art. 58 LSC en los procesos concursales – Diario La Ley , 27/6/07

La posición que proscribe los LBO Sostiene que el esquema de esta operación en cuanto se “fuerza” a la sociedad ( en este caso la target) ha realizar un acto notoriamente extraño al objeto social, en tanto asume la deuda de su propia adquisición.<sup>51</sup>

En el entendimiento de este sector de la doctrina: “No hay duda de que la posibilidad de obtención de beneficios para la sociedad no puede derivarse en forma alguna del otorgamiento de garantías de esta especie, más aún si se advierte que estas garantías son dadas en forma gratuita, ya que no se establece en favor de la sociedad y a cargo del adquirente, retribución alguna por el compromiso patrimonial asumido

Aunque el afianzamiento de obligaciones estuviera comprendido dentro del objeto denunciado en el estatuto social, el tercero contratante no puede dudar de que esta forma de garantía no importa una actividad propia de la sociedad tendiente a la obtención de ganancias en beneficio de la totalidad de sus socios.

El desvío del interés social que encierra esta forma de operatoria denota su ser ajeno en forma notoria al objeto y, por tanto, la carencia de efecto vinculante para la sociedad”<sup>52</sup>

“Sin entrar en las disquisiciones – antiguas y actuales- respecto del interés social, al menos ha quedado claro que éste debe prevalecer sobre el interés individual sobre el interés de la mayoría o minoría y también sobre el interés grupal. Por lo tanto, la utilización que efectúa el adquirente de la sociedad para financiar la operación contraría claramente el principio de que todos los accionistas deben participar en todos los beneficios”<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> Art. 58 LS. , LSC “ El administrador o el representante que de acuerdo con el contrato o por disposición de la ley tenga la representación de la sociedad, obliga a ésta por todos los actos que no sean notoriamente extraños al objeto social.”

<sup>52</sup> **FERRER, Patricia.** Op cit.

<sup>53</sup> **BOUGAIN, Fernando Estanislao.** “Adquisiciones de Empresas”Primeras Jornadas Argentino – Belgas de Derecho Comparado

En el fallo Centrales Térmicas Patagónicas<sup>54</sup>, la Suprema Corte de Justicia de la Nación se pronunció sobre la nulidad de la asamblea de dicha sociedad en la demanda deducida por la provincia de Chubut y el Estado Nacional , quienes resultaban accionistas minoritarios de dicha sociedad.

El Supremo Tribunal sostuvo en dicho pronunciamiento que en tanto los socios de la sociedad no estaban habilitados para decidir cuestiones contrarias al interés social y al orden público y las buenas costumbres. Por lo tanto resultaban nulas de nulidad absoluta las asambleas que habían aprobado balances en los que se incluía en el pasivo la deuda que tenía que afrontar el adjudicatario de la licitación seguida con la finalidad de transferir el paquete mayoritario de las acciones.

Dicha maniobra, pues, implicaba hacer asumir a la sociedad una deuda que no le pertenecía y para cuyo pago había tomado deuda

La Corte consideró que ello no sólo afectaba el derecho de los demás socios, sino que violaba los principios rectores del proceso de licitación pública, "cuya observancia atañe a la preservación del interés y del orden públicos". Por este motivo sustentó la declaración de nulidad, no sólo en la norma contenida en el art. 251 , ley 19550, que contempla la nulidad de las decisiones asamblearias, sino que entendió que las decisiones impugnadas afectaban el interés general y el orden público, resultando ilegales por haber violado la ley de la licitación. Es por ello que consideró las asambleas viciadas de nulidad absoluta.

En el voto de la minoría se expresa que la asunción por la sociedad de una deuda ajena, en un acto no dirigido a favorecer el giro empresarial, constituye una liberalidad susceptible de afectar su consistencia patrimonial.

Sin embargo, cabe destacar que este análisis adquiere aún más relevancia ante el concurso de la target, por tanto se evaluará este acto al analizar el pedido de

---

<sup>54</sup> Corte Suprema de Justicia de la Nación 12 de julio de 2001 en la causa "CHUBUT, Provincia del c/ Centrales Térmicas Patagónicas S.A. s/ Sumario",



verificación de créditos del vendedor o enajenante del paquete accionario que insinúa su crédito. En efecto, el interrogante acerca de la licitud o ilicitud de la operatoria de LBO no se manifiesta corrientemente durante los períodos de “normalidad” o bonanza de la sociedad adquirida, en la cual se verifica una atención regular de sus créditos, sino que surge más nítidamente cuando se producen dificultades financieras y aparece el fenómeno concursal.

- A los argumentos enunciados se ha opuesto, desde otro sector, que debe distinguirse el concepto de inoponibilidad del acto celebrado por el directorio en infracción los actos mencionados en los estatutos de la sociedad.

En este sentido se ha dicho “los actos realizados por el directorio fuera de los expresamente mencionados en los estatutos sociales no hacen a la invalidez de los actos celebrados por la sociedad sino a su inoponibilidad. La doctrina del *ultra vires* no es un tema de capacidad de derecho del ente, sino de capacidad del órgano de administración (teoría del órgano) o de incapacidad del representante (teoría contractual de la representación). En ambos el acto es válido pero ineficaz frente a la sociedad pudiendo el acreedor perjudicado accionar contra los miembros del órgano de administración mediante la acción individual de responsabilidad (arg. Art. 279 LSC: 279 LSC)

En este punto resulta asimismo relevante definir qué se entiende por acto *notoriamente* extraño.

“ El régimen societario confiere al órgano de administración amplias facultades de dirección y gestión social siendo obligación de los accionistas circunscribir esas facultades al momento de redactar los estatutos. Está claro que la regla general es la amplia administración del patrimonio social, siendo la regla de excepción la gestión maniatada y restringida. En el curso ordinario de las cosas, es normal que los socios confieran al directorio amplias facultades de gestión reservándose los socios el derecho de veto para determinadas cuestiones.

No obstante este principio generalmente aceptado, la LSC introduce el artículo 58 como norma disuasiva para evitar que los administradores ejecuten actos absolutamente ajenos y extraños al objeto del ente que administran. La laxitud de la noción notoriamente obliga encauzarla. Es de nuestra opinión que los actos notoriamente extraños son aquellos que no están dirigidos al cumplimiento del objeto en sentido amplio.

Está claro que para ejecutar el objeto y actividad social el directorio tiene amplias facultades para lograrlo pudiendo celebrar todo tipo de negocios jurídicos lícitos.

Compartimos la tesis de que no es necesario expresar todas las actividades recargando inútilmente los estatutos sociales. Basta con que el acto jurídico celebrado por el director conduzca al cumplimiento de aquel objeto.

Por lo tanto si en una operación de LBO, por la cual la sociedad Target facilita un cambio de paquetes accionarios otorgando financiamiento o facilitando activos en garantía redundando en un beneficio al interés social, no encontramos razones para tildar de ilícito un acto jurídico ventajoso no previsto en los estatutos sociales.”<sup>55</sup>

#### 14.2. El artículo 248 de la Ley de Sociedades.

La postura detractora de los LBO sostiene en este caso que desde que el endeudamiento del adquirente será asumido y garantizado por la target, se produce automáticamente un conflicto de intereses entre el socio mayoritario y el interés de la sociedad.

El artículo 248 de la ley de sociedades es claro al prescribir que el accionista o su representante que en una operación determinada tenga por cuenta propia o ajena un interés contrario al de la sociedad, tiene obligación de abstenerse de votar los acuerdos relativos a aquélla.

---

<sup>55</sup> VAN THIENEN, Pablo Augusto; op. Cit.

Siendo la sanción para la violación de dicha prohibición la atribución de responsabilidad al accionista o a su representante por los daños y perjuicios ocasionados, cuando su voto fue determinante para la toma de la decisión.

“Evidentemente no responde al interés de la sociedad distraer recursos líquidos que deben ser utilizados en la prosecución del objeto social, para solventar o garantizar deudas personales de los socios <sup>56</sup>”

Por otra parte, se considera aplicables a los supuestos de LBO el artículo 54 de la Ley de Sociedades, dispone que el daño ocurrido a la sociedad por dolo o culpa de socios o de quienes no siéndolo la controlen, constituye a sus autores en la obligación solidaria de indemnizar, sin que puedan alegar compensación con el lucro que su actuación haya proporcionado en otros negocios. Asimismo, la norma determina que el socio o controlante que aplicare los fondos o efectos de la sociedad a uso o negocio de cuenta propia o de tercero está obligado a traer a la sociedad las ganancias resultantes, siendo las pérdidas de su cuenta exclusiva.

En cambio, la corriente ue sostiene la licitud del LBO opone a estos argumentos que si bien puede existir un eventual conflicto de intereses en que la sociedad target garantice con sus activos su compra, siendo uno de los compradores un accionista de la misma, ello no implica per se la ilicitud de la operación de la compra apalancada.

Aún cuando el negocio pueda encerrar un conflicto de intereses, si el negocio resulta ventajoso para la target, el negocio será perfectamente válido y oponible si ha sido aprobado por mayoría de votos “ neutros o independientes”<sup>57</sup>

Ahora bien. En el caso de que mediantel el LBO se encubra el interés de una de las partes en obtener una ventaja desproporcionada, vbg: condiciones del otorgamiento de la garantía - y esto ocasione perjuicios a la sociedad y a sus acreedores, la solución legal estará dada por la aplicación de las normas de derecho

---

<sup>56</sup> Cám. Nac. Com., sala E, "Tecnoforest SA s/quiebra s/extensión de quiebra por Compañía Victoria SA s/sumario"

<sup>57</sup> VAN THIENEN, Pablo Augusto; op. Cit.

civil en cuanto a la atribución de responsabilidad. No resulta válido por lo tanto la postura de proscribir el LBO sin más, prescindiendo del recurso de analizar las circunstancias particulares que pueden darse en cada caso.

Por lo demás el Derecho Comunitario ha receptado una flexibilización de este principio, consagrando tras la reciente reforma de la Segunda Directiva del Consejo de Europa que: “En los casos en los que algún miembro del órgano de administración o de dirección de la sociedad parte de una transacción contemplada en el artículo 23, apartado 1, o del órgano de administración o de dirección de una empresa matriz en el sentido del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa las cuentas consolidadas, o esta empresa matriz misma, o particulares actuando en su propio nombre pero por cuenta de estos miembros o esta empresa, sean parte de esa transacción, los Estados miembros garantizarán, mediante las medidas de salvaguardia adecuadas, que esta operación no será contraria a los intereses de la sociedad.”

“La asistencia financiera es lícita mientras no cause daño al interés social cuando una de las partes de la operación califica como *parte relacionada*. En este punto la Nueva Directiva admite el conflicto de interés y pone el acento en el interés contrario. Sólo cuando la parte relacionada participe de una operación de financiación de compra de acciones de la sociedad y esta operación implique desatender el interés social priorizando el interés personal con una clara conducta desleal, la ilicitud del LBO no hará esperar...el mero conflicto de interés no hace a la ilicitud de la financiación. Es necesario para que opere la nulidad del negocio la existencia de interés contrario, tal como lo impone nuestro artículo 59, 248 y 272 LSC para el caso de directores, síndicos y accionistas”<sup>58</sup>

### **14.3 Arts. 220 y 222 de la ley 19550.**

El artículo 220 de la LS. prescribe:

---

<sup>58</sup> VAN THIENEN, Pablo Augusto; op. Cit. Pág. 19.

Adquisición de sus acciones por la sociedad.

ARTICULO 220. — La sociedad puede adquirir acciones que emitió, sólo en las siguientes condiciones:

1º) Para cancelarlas y previo acuerdo de reducción del capital;

2º) Excepcionalmente, con ganancias realizadas y líquidas o reservas libres, cuando estuvieren completamente integradas y para evitar un daño grave, lo que será justificado en la próxima asamblea ordinaria;

3º) Para integrar el haber de un establecimiento que adquiere o de una sociedad que incorpore.

Acciones en garantía; prohibición.

ARTICULO 222. — La sociedad no puede recibir sus acciones en garantía.

Según la opinión contraria a la admisión del LBO en nuestro derecho positivo, en razón de que el motivo de tal prohibición estriba en la necesidad legal de mantener la intangibilidad y la realidad del capital social, en el caso de compra con apalancamiento se verificaría para la sociedad la adquisición de un pasivo que neutralizaría su capital.

Por idénticos motivos, en tal prohibición deben considerarse involucradas la posibilidad de que la sociedad target afiance o garantice las obligaciones contraídas por quien adquiere las acciones de la misma, configurándose en tal supuesto un desvío del interés social.

“Si la ley prohíbe que la sociedad compre sus propias acciones, debe entenderse que esta prohibición también se refiere a las negociaciones que se efectúen mediante las cuales las acciones son compradas por alguien que no es la

sociedad, pero el pago del precio de la referida adquisición está a cargo de la sociedad.”<sup>59</sup>

Sin embargo, si bien es cierto que la norma procura evitar que la sociedad termine absorbiendo el pasivo del deudor adquirente, esto es sólo válido para aquel supuesto en que las acciones no posean mercado para su enajenación, debiendo en este caso la sociedad acudir al mecanismo de reembolso del capital ( arts. 204 y 235 de la LS) Sin embargo, si las acciones sobre las cuales se constituyó la garantía pueden ser vendidas en el mercado, se posibilita que la sociedad recupere el crédito y sus intereses, preservando su capital.

#### 14.4. La interpretación de la Jurisprudencia argentina

En cuanto el análisis de la causuística local – que por cierto es escasa todavía -, los jueces argentinos han emprendido un dispar y cauteloso estudio sobre esta cuestión que continúa generando profundas polémicas y por lo mismo, conclusiones diametralmente opuestas.

En el precedente “Inter Cotton” <sup>60</sup>se reconoció validez legal al aval otorgado a favor del accionista mayoritario que adquirió el resto del paquete accionario de la misma compañía en una sociedad “cerrada”o de familia. En dicho caso los accionistas habían aprobado la operación por asamblea y por lo tanto se consideró que el interés social se encontraba debidamente resguardado, admitiéndose el crédito en el marco de un proceso concursal.

Años más tarde, en un supuesto diferente, en el que un sindicato de bancos internacionales encabezado por el Deutsche Bank Trust Company America solicitó la verificación de su crédito en el concurso de la firma “Havanna”,<sup>61</sup> el crédito fue

---

<sup>59</sup> **FERRER, Patricia**, op cit.

<sup>60</sup> CNCom, Sala C, 14, 04, 1997, “ Inter Cotton Asociados s. Conc. Prev. s. Inc. Scotland de Likier. Lexis Nexis Documento Nro. 1128059

<sup>61</sup> Juzgado Nacional Comercial Nro. 16, 10/08/2004, “Havanna s. Conc. Prev”. ED 210-134.

declarado inadmisibile por no haber asumido obligaciones en beneficio propio, sino en su carácter de target y para posibilitar su adquisición ulterior.

Más recientemente, in re “Instituto Argentino de Neurociencias”<sup>62</sup> la Cámara Nacional de Apelaciones Sala B, resolvió en forma contraria a la licitud del apalancamiento : “La operación antes descripta por la que se garantizó la adquisición del paquete accionario de la concursada trasladando a esta última el costo de la adquisición encuadra dentro de la figura del «Leveraged Buy Out» o «compra con apalancamiento», de novedosa aplicación en nuestro país y sin regulación en nuestro ordenamiento legal. En el caso, aun enrolándose en la tesis más amplia, la que no considera al sistema ilícito per se, esta Sala entiende que el crédito no puede ser admitido en el pasivo concursal ... pues el otorgamiento de la hipoteca por parte del presidente del directorio de la concursada, autorizado únicamente por ese órgano societario y sin autorización o ratificación de la asamblea, se trató de un acto notoriamente extraño al objeto de la sociedad.”

“Una actividad financiera aislada e inconexa con el objeto principal del sanatorio; como lo es el otorgamiento de la hipoteca de autos para garantizar una deuda ajena mediante la constitución de un gravamen hipotecario sobre el único bien inmueble donde está instalado el sanatorio de la concursada, no puede ser considerado dentro de su objeto social. “No puede entonces hablarse de cumplimiento del objeto social, cuando se trata de un acto que no conlleva ingresos para la sociedad, lo que contraría la onerosidad que supone una actividad empresaria lucrativa organizada a través de una sociedad comercial (LS 1); la celebración de un acto a título gratuito como es garantizar obligaciones particulares de los socios comprometiendo el principal activo social y sede de desarrollo de la actividad empresarial no puede constituir un acto encuadrable en su objeto social.”

---

<sup>62</sup> Cámara Nac. Civil C.N.Com., Sala B, “Instituto Argentino de Neurociencias S.A. S. coNC. Prev. S. Inc. de revisión por Pantaleone Laura y ot. - Expediente n° 55082/2007. Diario EL Accionista, Buenos Aires, Miércoles 24 de junio de 2009

## **XV. CONCLUSIONES**

Si bien inicialmente la figura del leverage out fue resistida por un importante sector de la doctrina y jurisprudencia, en razón de considerarse que esencialmente se trataba de una operatoria netamente fraudulenta, tal como se ha visto, en los últimos años puede advertirse una relevante evolución en el tratamiento legislativo y luego jurisprudencial del concepto financiero aquí analizado, sin dudas, producto del avance de la práctica de los negocios corporativos.

Desde la proscripción absoluta y a priori de las operaciones de LBO que partía del “prejuicio” instalado durante casi una década acerca de la obscuridad y propósitos fraudulentos que escondían, se ha avanzado hacia un sistema normativo con mayor apertura, que bajo ciertas condiciones de cumplimiento obligatorio, admite y legitima la técnica financiera aquí analizada.

Las normas europeas de prohibición de asistencia financiera han tenido como principal objetivo tutelar a los acreedores y socios de la sociedad objeto, por lo que de cumplirse los procedimientos legales introducidos por las reformas a las que se hizo referencia, no debería existir impedimento alguno que se admitan este tipo de operaciones.

En efecto, los pronunciamientos judiciales más recientes en el Viejo Continente han manifestado una interpretación más restrictiva de las normas sobre prohibición de asistencia financiera. La consecuencia más inmediata derivada de esta evolución ha sido el acotar tal prohibición solamente a aquellos supuestos en que tal asistencia persiguiese como único propósito la adquisición de acciones y este fuese además el único objetivo que motivó esencialmente el uso de apalancamiento.

Por ello, en cuanto existan otras motivaciones que no sean estrictamente las de asistencia financiera, no existe a priori infracción a las normas.

De tal guisa, las compras mediante apalancamiento o LBO resultan absolutamente válidas en tanto la operatoria se registre una observancia de las normas sobre prohibición de asistencia financiera. En tanto se verifique el



cumplimiento de tales premisas y asimismo pueda demostrarse que la única meta que inspira la operatoria no es la compra, el negocio de adquisición no será atacado de nulidad.

Por lo anteriormente expuesto, concluimos que el pronunciarse sobre la licitud o ilicitud de los LBO en abstracto resulta una postura simplista, alejada de la amplitud del concepto, que prescinde de las particulares matices o variaciones que puede presentar la figura en la práctica.

Sin lugar a dudas tal como sucede con otras alternativas de financiación, vbg: fideicomiso, lo que definirá su licitud no será el instrumento per se, sino los efectos de tales operaciones y la naturaleza y objetivo de los negocios subyacentes.

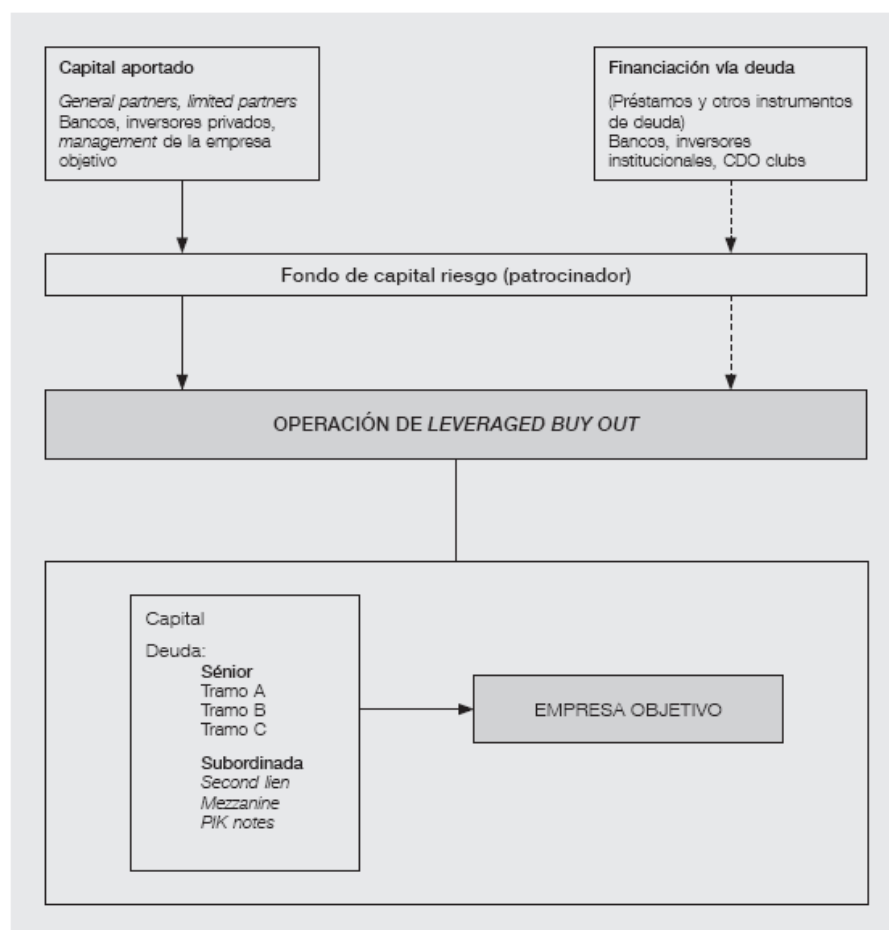
Condenar per se a la compra apalancada a la prohibición absoluta no es el camino adecuado. Una vez más el análisis de la realidad en concreto y la superación de los preconceptos será sin dudas la conducta que nos demanda la comprensión de los nuevos fenómenos negociales.

## XVI. ESQUEMAS ILUSTRATIVOS DEL PRESENTE TRABAJO

Esquema Nro.1: Estructura de las operaciones de un LBO

ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES DE LBO

ESQUEMA 1

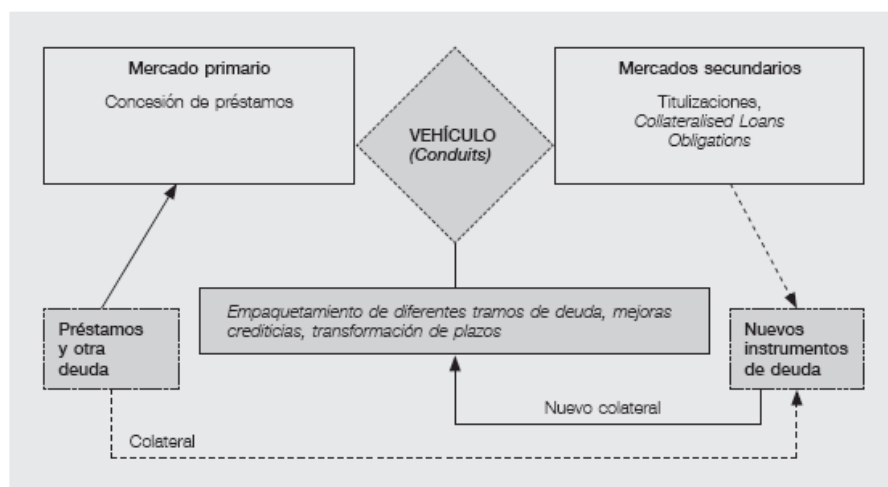


Fuente: **CRUZ - MANZANO, María** "La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación Posibles implicaciones para la estabilidad financiera " Rev. Estabilidad Financiera Nro. 13, Noviembre 2007, Banco de España. <http://www.bde.es/inforrms/be/estfin/completo/IEF200713/PDF>

Esquema Nro. 2. Estructura de redistribución de los riesgos en un LBO

ESTRUCTURA DE REDISTRIBUCIÓN DE LOS RIESGOS  
(Titulización, CDOs)

ESQUEMA 2



Fuente: **CRUZ - MANZANO, María**. "La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación Posibles implicaciones para la estabilidad financiera " Rev. Estabilidad Financiera Nro. 13, Noviembre 2007, Banco de España. <http://www.bde.es/infor/mes/be/estfin/completo/IEF200713/PDF>

**Esquema nro. 3: Rendimiento de Bonos según Standard & Poors.**

<b>Bond Ratings</b>				
	<i>Very High Quality</i>	<i>High Quality</i>	<i>Speculative</i>	<i>Very Poor</i>
Standard & Poor's	AAA AA	A BBB	BB B	CCC CC C D
Moody's	Aaa Aa	A Baa	Ba B	Caa Ca C D

At times both Moody's and Standard & Poor's adjust these ratings. S&P uses plus and minus signs: A+ is the strongest A rating and A- the weakest. Moody's uses a 1, 2, or 3 designation, with 1 indicating the strongest.

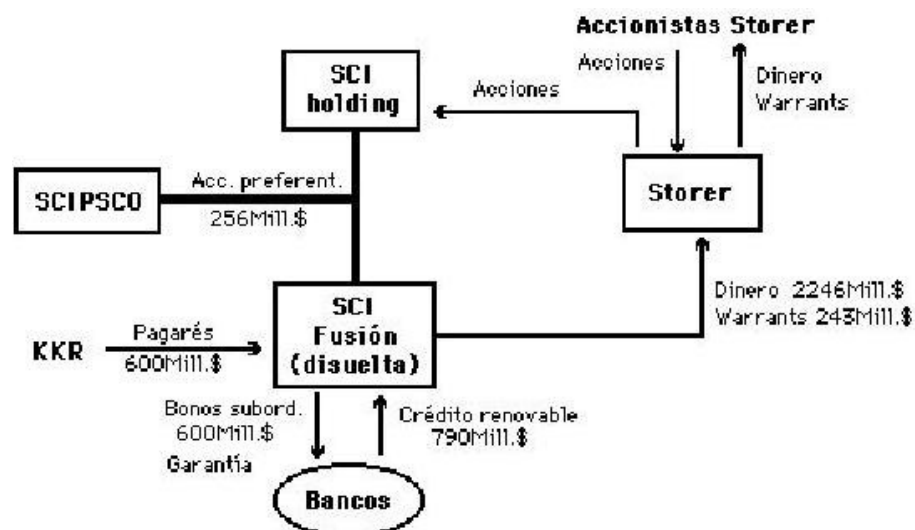
<i>Moody's</i>	<i>S&amp;P</i>	
Aaa	AAA	Debt rated Aaa and AAA has the highest rating. Capacity to pay interest and principal is extremely strong.
Aa	AA	Debt rated Aa and AA has a very strong capacity to pay interest and repay principal. Together with the highest rating, this group comprises the high-grade bond class.
A	A	Debt rated A has a strong capacity to pay interest and repay principal. However, it is somewhat more susceptible to adverse changes in circumstances and economic conditions.
Baa	BBB	Debt rated Baa and BBB is regarded as having an adequate capacity to pay interest and repay principal. Whereas it normally exhibits adequate protection parameters, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity to pay interest and repay principal for debt in this category than in higher-rated categories. These bonds are medium grade obligations.
Ba	BB	Debt rated in these categories is regarded, on balance, as predominantly speculative. Ba and BB indicate the lowest degree of speculation, and Ca and CC the highest. Although such debt is likely to have some quality and protective characteristics, these are outweighed by large uncertainties or major risk exposures to adverse conditions.
B	B	
Caa	CCC	
Ca	CC	
C	C	This rating is reserved for income bonds on which no interest is being paid.
D	D	Debt rated D is in default, and payment of interest and/or repayment of principal is in arrears.

Data from various editions of *Standard & Poor's Bond Guide* and *Moody's Bond Guide*.

Esquema Nro 4: La financiación del LBO de KKR sobre Storer (cifras en millones de dólares)

<b>FUENTES DE FONDOS</b>	
Deuda bancaria (crédito renovable a 7,5 años)	740
Línea de crédito para el fondo de rotación	50
Emisión de pagarés	600
Emisión de bonos subordinados	600
Emisión de acciones preferentes	261
Emisión de acciones ordinarias del "holding"	227
Emisión de "warrants"	5
	<u>2.483</u>
<b>APLICACIONES DE FONDOS</b>	
Compra de las acciones de Storer	1.929
Pagos para la realización de la fusión	554
	<u>2.483</u>

Esquema Nro. 5 : Estructura de la fusión SCI-KKR con Storer



## **XVII. BIBLIOGRAFIA**

**BOUGAIN**, Fernando Estanislao. "Adquisiciones de Empresas" Primeras Jornadas Argentino – Belgas de Derecho Comparado

**BRUNO**, Niccoló. "Il leverage buy out nella casistica giurisprudenziale" Centro di ricerca per il diritto d'impresa" Febrero de 2002

**CESARETTI, Oscar**, «El apalancamiento financiero (Compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas», Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR septiembre/01.T XII; **POLAK, Federico G.**, «El Leveraged Buy Out y el derecho internacional privado argentino», Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR DSE 198 mayo/04 T XVI)

**CRUZ MANZANO, María**. "La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación Posibles implicaciones para la estabilidad financiera " Rev. Estabilidad Financiera Nro. 13, Noviembre 2007, Banco de la estabilidad financiera " Rev. Estabilidad Financiera Nro. 13, Noviembre 2007, Banco de España. <http://www.bde.es/infonrmes/be/estfin/completo/IEF200713/PDF>

**DI CHIAZZA, Iván G.**: "'Los leveraged buyouts' desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva doctrinaria y jurisprudencial" - ED - T. 202 - pág. 590

**DI CHIAZZA, Iván**, «Los Leverage Buy Outs desde la visión del Derecho Estadounidense. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial» ED 201:725 y «Los Leveragd Buy Outs desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial» ED 202:591;

**FERRER, Patricia**. "La compra apalancada del paquete accionario ( leverage buy out) Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad. RDCO 2003-605. Lexis Nº 0021/000307

**FERRER, Patricia**, «La compra apalancada del paquete accionario (Leveraged Buy Out). Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad», RDCO Nº 23/2003;

**GIVONE, Horacio - ALONSO, Alejandro**. " Introducción al Estudio de las finanzas de empresas" Ed. Universidad Católica Argentina , Ed. Segunda, pág. 209.

**JELONCHE, Edgar I.**: "La adquisición del control accionario a costa de la sociedad controlada (Leveraged Buyout)" - Ponencia en el VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa - Bs.

As. - UADE - T. II - pág. 507, y las citas del derecho francés, italiano, español concordantes con la precitada directiva

**KAPLAN**, s. "Management buy out: evidence on taxes as a source of value" The Journal of Finance. Vol 44 Nro. 3, Julio 1988

**LOPEZ DUMRAUF, Guillermo**, "La compra apalancada de empresas ( leveraged buy out)" Universidad del CEMA Master en Finanzas – Orientación Finanzas Corporativas Curso: Fusiones y Adquisiciones

**LOPEZ ITURRIAGA, Félix-RODRÍGUEZ ESCUDERO Ana – TASCÓN FERNÁNDEZ, Javier**. "Aproximación a los efectos financieros del Leverage Buy Out" <http://dialnet.unirioja.es/servlet/oaiart?codigo=787979>; (Revista) ISSN 0213-7569 en " Anales de estudios económicos y empresariales", ISSN 0213-7569, Nº 8, 1993, pags. 79-92

**MAILOC- LOPEZ DE PRADO, MARCOS – ILLERA CARLOS RODRIGO**. "Invertir en hedge funds. Análisis de su estructura técnica y eficiencia" Ed. Díaz de Santos S.A., Madrid, año 2004, pág.31.

**MASCAREÑAS PÉREZ-Iñigo, Juan** "Fusiones y adquisiciones de empresas"; McGraw Hill. Madrid. 2005 (4ª ed.)

**MAYOR, Francisco, LÓPEZ CLAVER, Susana**. "El efecto de la prohibición de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas en España" Revista IDEAS EMPRESARIALES , IE Business School , Madrid, Nro. 97

**MONTANARI, Alberto**, 2001. "La ratio dell' articolo 2358 codice civile e la differenza verso il leveraged buy out."Revista di Diritto Privato 2/2001.

**POLAK, Federico G**. El "leveraged buy-out" y el derecho internacional privado argentino" Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR (D.S.C.E.)XVI; 509; Mayo 2004

**RUBÍN, Miguel**, «Verificación de crédito nacido de Leveraged Buy Out», Doctrina Societaria y Concursal ERREPAR DSE 193, diciembre/03.T XV;

**RUBÍN, Miguel, Eduardo** " Las tribulaciones de la Jurisprudencia sobre la responsabilidad societaria ex art. 58 LSC en los procesos concursales – Diario La Ley , 27/6/07



**SCHMIDT;** Michael “Entender las compras apalancadas”  
<http://www.investopedia.com/articles/financial-theory/08/leveraged-buyouts.asp>

**SHERMAN, Andrew J, HART Milledge A.** “Mergers & acquisitions from A to Z”,  
 AMACOM Div American Management Association, pág. 123, Ed. 2; año 2006;

**SILVESTRI, Marco** (2005). The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-outs: A Law and Economics Perspective. European Business Organization Law Review (EBOR), 6 , pp 101-147 doi: 10.1017/S1566752905001011

**SKIARKY Enrique, CESARETTI, Oscar.** “La compra apalancada a través de la fusión de la sociedad controlante y controlada” Ponencia del VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Iberoamericano de Derecho Societario y la Empresa, Ciudad de Rosario, octubre de 2001.

**SKIARSKY, Enrique M,** “La compra apalancada mediante fusión «Merger Leveraged Buy Out» (MLBO) y el concurso» Doctrina Societaria y Concursal» ERREPAR DSE 193 diciembre/03 T XV

“**THE FINANCIAL TIMES**” Julio 29, 2009

**VAN THIENEN, Pablo Augusto.** “Compra apalancada de acciones: Marofa no es un LBO” ( Análisis Crítico al fallo de la Sala A) CEDEF. Law & Finance. Working paper, Nro. 22, 2008.

**VAQUERIZO ALONSO, Alberto.** “Asistencia financiera para la adquisición de las acciones propias” Ed : Civitas Ediciones, Madrid, 2003.

**VÍTOLO, Daniel Roque** «Algo más sobre las inversiones por sistemas de «compra apalancada» o leveraged buy out y los procesos concursales» ED, 210:149;

**XVIII. INDICE**

I. INTRODUCCIÓN. PLAN DE EXPOSICIÓN.....	Pág.1.
II. COMPRENDIENDO EL CONCEPTO DE LBO.....	Pág. 3
III. ANTECEDENTES. ORIGENES.....	Pág. 4
IV. COMPONENTES DE UN LBO.....	Pág. 5
V. ESTRUCTURA DE LA DEUDA DE UN LBO. LAS GARANTÍAS DE REPAGO.....	Pág. 11
VI. EL CONCEPTO FINANCIERO DE APALANCAMIENTO.....	Pág. 14
VII EL CONCEPTO DE ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	Pág. 17
VIII. ESTRUCTURA DE CAPITAL DE UN LBO.....	Pág.21
IX. EL ANÁLISIS EMPÍRICO: CONSECUENCIAS Y EFECTOS DE UN LBO.....	Pág. 24
X. CASOS PARADIGMÁTICOS .....	Pág. 28
XI. LOS INTERESES INVOLUCRADOS EN LAS OPERACIONES DE LBO	Pág. 31
XII. LOS LBOS EN EL DERECHO COMPARADO: EL SISTEMA ITALIANO. EL SISTEMA ESTADOUNIDENSE. EL DERECHO COMUNITARIO.....	Pág. 34
XIII. LA SEGUNDA DIRECTIVA DE LA CEE Y SU REFORMA.....	Pág. 39
XIV. LBOS EN EL DERECHO ARGENTINO. ANÁLISIS DOCTRINARIO Y JURISPRUDENCIAL.....	Pág. 42
XV. CONCLUSIONES.....	Pág. 56
XVI. ESQUEMAS ILUSTRATIVOS DEL PRESENTE TRABAJO.....	Pág. 58
XVII. BIBLIOGRAFIA.....	Pág.63
XVIII. INDICE.....	Pág. 66