

La compra apalancada de empresas (leveraged buy out). Sus implicancias pasadas, presentes y futuras.

Por Pablo H. Della Picca

Publicado en El Derecho: 226:894

“Las más insignificantes acciones que pueden influir sobre el crédito de un hombre deben ser tenidas en cuenta por él. El golpear de un martillo sobre el yunque, oído por tu acreedor a las cinco de la mañana o a las ocho de la tarde, le deja contento para seis meses; pero si te ve en la mesa de billar u oye tu voz en la taberna, a la hora que tú debías estar trabajando, a la mañana siguiente te recordará tu deuda y exigirá su dinero antes que tu puedas disponer de él” (BENJAMIN FRANKLIN, “Advice to a young tradesman”, año 1748).

I – Introducción

La compra apalancada de empresas, o su expresión anglosajona *leveraged buy out* –en adelante L.B.O.– es un particular mecanismo utilizado para adquirir empresas en marcha, el cual se caracteriza, fundamentalmente, por el bajo costo de financiamiento para el adquirente debido a que la compañía adquirida es la que soporta el mayor costo de la operación. Como más adelante se explicará, su origen tuvo lugar en los Estados Unidos y en un breve lapso de tiempo su empleo se expandió a lo largo del mundo, principalmente en los países con modelos de apertura económica y promoción de ingreso de capitales extranjeros.

Nuestro país no fue la excepción: a lo largo de la década del '90 la L.B.O. ha sido utilizada en varias ocasiones para adquirir empresas locales y a la fecha continúa su aplicación aunque en contados casos.

Tanto en Argentina como en todo aquel Estado donde la L.B.O. haya tenido oportunidad de presentarse, la jurisprudencia, la doctrina y en ocasiones la legislación han adoptado una posición frente a su esencia y consecuencias que no son unánimes o coincidentes.

Por naturaleza, la compra apalancada incluye un conjunto de operaciones coordinadas y armonizadas –lo que nos permite dar la idea de un “mecanismo”– que, a lo largo de su funcionamiento y desarrollo, va friccionando con los intereses de distintos actores que participan del sistema productivo general.

En la actualidad esta modalidad financiera no es muy utilizada, lo cual no significa que haya desaparecido sino que, por el contrario, sigue presente entre nosotros y su utilidad continúa creando entusiasmo en algunos y reproches en otros.

II – Concepto y alcance de leveraged buy out

Como adelantáramos, la L.B.O. es un complejo conjunto de operaciones coordinadas y armonizadas en las cuales participan diversos actores.

La estructura en general, y sus piezas en particular, se conforma de la siguiente manera:

1º) Una sociedad –puede tratarse también de una persona física, aunque ello ocurre en el menor de los casos– tiene interés en la adquisición de las acciones de otra sociedad –la “sociedad objetivo” o *target company*–, que le otorga la toma de control de la misma.

La primera –denominada *shell company*– pretenderá desembolsar una pequeña suma de dinero para la compra de las acciones de la segunda y es por ello que el “financiamiento fuerte” vendrá de un grupo inversor.

2º) Ante este panorama la *shell company* constituye una nueva sociedad –la *new co*– con un mínimo capital social y con un objeto social exclusivamente de tipo financiero o de inversión. Esta última será la que efectivamente adquiera las acciones de la *target company* y, a tal fin, llevará a

cabo las gestiones del caso para obtener el financiamiento del grupo inversor; es decir, el préstamo será en favor de la *new co* y se utilizará para el pago de la mayor parte del precio de las acciones de la *target company*.

3º) El grupo de inversores –entidades financieras, de crédito, fondos comunes de inversión, etc.– desembolsará la suma acordada con altas tasas de interés y mucho riesgo¹.

La garantía en favor del acreedor estará constituida por hipotecas o prendas sobre los activos de la *target company* o fideicomisos sobre sus créditos.

4º) Hasta aquí sintetizamos el esquema básico de la L.B.O.: la *new co* –deudora principal– toma un importante préstamo de un grupo inversor con alta tasa de interés, adquiere las acciones de la *target company* y garantiza aquel con los activos de esta última.

Sin embargo, la ingeniería de este tipo de operación permite ir aún mas lejos: la *new co* y la *target company* se podrán fusionar –dando lugar así al *merger leveraged buy out*– produciéndose de este modo la confusión patrimonial de ambas sociedades y, en consecuencia, el endeudamiento se traslada a la *target company*. Si ambas sociedades deciden fusionarse –lo que seguramente sucederá, recuérdese que la *new co* posee el paquete accionario que le permite tener mayoría en las asambleas de la *target company*– estaremos en presencia de una *forward leveraged buy out* cuando la *new co* absorbe a la *target company*, o una *reverse leveraged buy out* si, por el contrario, la *target company* absorbe a la *new co*.

5º) Haya habido fusión o no, lo cierto es que la deuda deberá cancelarse y, en última instancia, los activos de la *target company* son los afectados; por tal razón esta última comenzará a trabajar duramente para aumentar la producción y el flujo de caja –*cash flow*– y así poder extinguir la obligación; ante tal panorama reducirá costos, entre otros medios despidiendo personal, y posiblemente aumente su capital social y/o emita obligaciones negociables con un alto rendimiento para invitar a los inversores a suscribirlas.

Antes de llevarse a cabo cada una de las operaciones la *shell company*, la *new co*, y el grupo inversor realizan un riguroso análisis en miras de tomar certero conocimiento sobre la capacidad crediticia de la *target company*, o sea, si su crédito será suficiente para afrontar la deuda. En tal investigación se tendrá especialmente en cuenta el flujo de caja presente y futuro, su nivel de endeudamiento y la posibilidad de tomar más crédito en el mercado, sus activos –corrientes y no corrientes– y todos aquellos factores que develen la real posición de la sociedad en el mercado.

De esta manera, aunque no resulte necesario aclararlo, la *new co* buscará adquirir una empresa bien colocada en el mercado y con reducido desembolso de dinero propio, mientras que el grupo inversor procurará obtener un retorno seguro y rico en intereses.

Ahora bien, si se quiere tener una completa noción de los alcances de la compra apalancada de empresas es necesario describir los ingredientes que se encuentran tanto en su etapa de formación como en sus efectos, veamos: i) el endeudamiento que recae en cabeza de la sociedad adquirida es muy alto, lo que perjudicará a los accionistas minoritarios y acreedores; ii) el trato que recibe el acreedor extranjero –grupo inversor– por lo general es de privilegio en comparación con el resto de los acreedores; iii) esta forma de operación es utilizada como mecanismo de reestructuración de empresas con sistemas patrimoniales insuficientes; iv) la L.B.O. puede ser aplicada para mejorar la competitividad de la compañía; v) los adquirentes pueden ser los administradores de la misma compañía –*management buy out*–, sus dependientes –*employee buy out*– o socios de la sociedad que quieren tomar el control de la misma y carecen de los recursos para hacerlo.

En ocasiones la operación es todo un éxito, la deuda se logra cancelar en su totalidad y la empresa adquirida aumenta su competitividad alcanzando un mejor posicionamiento.

Sin embargo esta realidad no siempre acontece, a veces el “ajuste” no es suficiente, o incluso “factores externos” a la dirección de la compañía –recesión, problemas sociales, fijación de políticas macro, aumento de la presión tributaria, incremento de las tasas de interés, caída del valor de las acciones, etc.– conllevan al fracaso de la operación cuyas consecuencias denotan la faz más

¹ Es común la utilización de préstamos puentes –*bridge loans*– o bonos basura –*junk bonds*–.

despiadada de la L.B.O.: imposibilidad de cancelar la totalidad de la deuda, cesación de pagos, pérdida del valor de las acciones, apertura del proceso concursal y, finalmente, quiebra de la empresa; en medio de todo esto se encuentran los socios minoritarios que ven esfumadas sus participaciones sociales, trabajadores que pierden su fuente de trabajo y los acreedores –salvo aquellos que financiaron la adquisición– que encuentran fulminadas las posibilidades de cobrar sus acreencias.

No es objeto de este trabajo emitir un juicio de valor acerca de la conveniencia y/o licitud de la L.B.O., tan solo creemos necesario advertir que, a la hora de realizarse su análisis, no debe el intérprete limitar su investigación a la faceta empresarial únicamente, sino que deberá tener muy en cuenta que los efectos de una operación de esta naturaleza alcanzan a un importante número de individuos que se relacionan directamente con la actividad de la compañía: trabajadores, pequeños inversionistas, acreedores –entre ellos el fisco–, proveedores y consumidores.

III – Algunos casos resonantes en nuestro país

En la República Argentina encontramos ejemplos de aplicación de L.B.O., algunos de los cuales trascendieron más allá del ámbito empresarial. Como veremos seguidamente, han tenido intervención en ellos el Poder Ejecutivo Nacional, la Justicia Nacional en lo Comercial, e incluso la Corte Suprema de Justicia de la Nación.

i) A comienzos de la década del '90 la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial tuvo oportunidad de expedirse en uno de los primeros casos que llegó a los estrados judiciales de nuestro país en el marco de un proceso concursal, en aquella ocasión sostuvo lo siguiente: “La existencia de grupo económico requiere una resolución expresa en tal sentido. Así la asunción por la concursada de deudas de otras sociedades es un acto nítidamente ajeno a su objeto social y por ende inoponible a la masa de acreedores (art. 58 de la Ley 19.550). Aplicar un criterio distinto implicaría ir en desmedro del resto de los acreedores”²

ii) Uno de los procesos más sonoros fue sin duda el concurso preventivo de Havanna S.A.³

El caso lo podemos resumir de la siguiente manera: la compañía extranjera Great Brands Investments constituyó a Great Brands Inc. quien adquirió el paquete accionario de Havanna S.A. que le confirió el control societario. La mayor parte del precio fue abonado con el dinero obtenido de un préstamo otorgado por un pool de bancos extranjeros en favor de Havanna S.A., del cual Great Brands Inc. se constituyó en garante.

Tiempo después Havanna S.A. y Great Brands Inc. se presentaron de manera conjunta y sincronizada en concurso y Deutsche Bank Trust Company Americas –que encabezaba el pool de bancos– se presentó en ambos expedientes a verificar su crédito. En el concurso preventivo de Havanna S.A. la acreencia de dicho inversionista alcanzaba el 90,38% del pasivo verificado.

El Juez interviniente declaró formalmente inadmisibles el pretendido crédito en el concurso de Havanna S.A. y admisible en el de Great Brands Inc. fundando su decisión en la circunstancia de haber descubierto que la deuda había sido colocada en cabeza de Havanna S.A. como parte de la compra apalancada de sus acciones.

A pesar de ello, el 10 de marzo de 2004 el Magistrado homologó el acuerdo preventivo celebrado entre Havanna S.A. y sus acreedores quirografarios, consistente en el pago del 100% del monto de los créditos quirografarios y/o declarados admisibles, sin intereses y en un único pago a partir de los tres días hábiles de su homologación. La particularidad de tal propuesta se debió a que el crédito encabezado por Deutsche Bank Trust Company Americas fue cedido a otro grupo societario que ofreció tal propuesta⁴.

² Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala A, en autos “Pesquera San Andrés” de fecha 9/5/1991.

³ El mismo tramitó ante el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 16, con resolución de fecha 3 de septiembre de 2003.

⁴ Sostuvo el Juez Alfredo A. KöllikerFrers que: “Es verdad que dicho crédito fue declarado –en principio– formalmente 'inadmisibles' por el tribunal. Sin embargo, dicha declaración de inadmisibilidad no tuvo por sustento la inexistencia del crédito en sí, sino un aspecto diferente –muy puntual, atípico y novedoso– como lo fue la cuestión

iii) La Corte Suprema de Justicia de la Nación ha fallado en un planteo de compra apalancada de empresa en los autos “Provincia del Chubut c/ Centrales Térmicas Patagónicas S.A.”⁵

Se trató de una sociedad anónima cuyo capital social –luego de un proceso de privatización– estaba representado por acciones clase “A” –51% del capital– perteneciente a un grupo integrado por Late S.A, Eleprint S.A. y la Federación de Trabajadores de Luz y Fuerza, y el resto en acciones clase “B” –propiedad del Estado Nacional y de la Provincia de Chubut– y acciones clase “C” en manos de los dependientes de la empresa, conforme a un Programa de Propiedad Participada.

La provincia de Chubut –luego con la adhesión del Estado Nacional– promovió una acción judicial cuyo objeto consistía en la declaración de nulidad de la resolución asamblearia de Centrales Térmicas Patagónicas S.A. por la cual se había aprobado el balance general correspondiente al ejercicio 1995.

En la litis se logró probar que los socios titulares de las acciones clase “A”, aprovechando su condición de socios mayoritarios, trasladaron la deuda que Agua y Energía Eléctrica S.E. tenía con su personal a Centrales Térmicas Patagónicas S.A., lo cual se encontraba expresamente prohibido en el Pliego de Bases y Condiciones⁶.

La Corte Suprema, haciendo lugar a la demanda, decretó la nulidad de la resolución asamblearia fundándose en principios de derecho público, en razón de que se habían violado normas aplicables al proceso licitatorio. En el noveno considerando del voto de la mayoría se lee lo siguiente: “el traspaso de las deudas que el Adjudicatario efectuó a la demandada agravó ilegítimamente la situación patrimonial de una empresa [...] las asambleas impugnadas implican la voluntad social de obligar al Estado Nacional y a una Provincia de la República a soportar deudas sin causa jurídica que lo justifique, amparándose para ello en el principio de contribución de las pérdidas común a toda la sociedad”⁷.

Como se puede apreciar, en este ejemplo el “apalancamiento” no fue utilizado directamente para adquirir las acciones de las *target company* sino para afrontar los pasivos que le correspondían a la sociedad adquirente.

iv) El acontecimiento que tuvo lugar en torno a la adquisición de Aerolíneas Argentinas. En el marco del proceso de privatización de empresas y sociedades del Estado, el Poder Ejecutivo Nacional dispuso a través del Decreto 1591/89 la privatización parcial de Aerolíneas Argentinas S.E. Luego, se creó la sociedad Aerolíneas Argentinas S.A. y se le transfirieron los bienes, derechos y obligaciones de Aerolíneas Argentinas S.E.⁸

A través del Decreto 1354/90 se adjudicó la licitación a un consorcio integrado por Iberia Líneas Aéreas de España S.A., Cielos del Sur S.A., Devi Construcciones S.A., Florencio Aldrey Iglesias, Alfredo C. Pott, Leandro J. Bonasea y Luis Zanón.

relacionada con la eventual ineficacia y/o inoponibilidad al concurso de la sociedad 'target' del crédito y/o garantías nacidos de la operatoria de 'apalancamiento' que le dio nacimiento, circunstancia que a mi juicio no autoriza 'per se' a excluirlo de la base de cómputo. Véase que incluso ese mismo crédito fue declarado 'admisible' en el concurso de la sociedad garante 'Great Brands' por un monto de \$95.821.110,73 (equivalente a U\$S 32.481.732,39), lo que no viene sino a confirmar que se trata de un valor económico que estuvo en juego dentro de la mecánica del concurso y que sería injusto no considerar a los fines arancelarios”.

⁵ Sentencia de fecha 12/7/2001.

⁶ El Pliego de Bases y Condiciones, en el punto IX.4, expresaba “Obligaciones a cargo del adjudicatario respecto al personal transferido. Dentro de los 10 días de producida la toma de posesión, el adjudicatario tendrá a su cargo abonar al personal de Agua y Energía S.E. efectivamente transferido a Centrales Térmicas Patagónicas S.A. los montos que se detallan en el Anexo X”. De acuerdo al Anexo X, el total estimado era de \$ 1.658.722.–

⁷ Voto de los Dres. Julio S. Nazareno, Carlos S. Fayt, Enrique S. Petracchi, Antonio Boggiano y Gustavo A. Bossert.

⁸ En esta coyuntura entran en juego los Decretos 1591/89, 461/90 y 1024/90, los que motivaron la acción de amparo del ex diputado Moisés Fontella ante el Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Contencioso-administrativo Federal N°2, cuya sentencia fue apelada directamente ante la Corte Suprema de Justicia de la Nación por el entonces Ministro de Obras y Servicios Públicos José R. Dromi, dando lugar así a la doctrina del “*per saltum*”. Para una completa lectura del proceso licitatorio de Aerolíneas Argentinas a los ojos del *leveraged buy out*, puede leerse a Oscar D. Cesaretti en “El apalancamiento financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso Aerolíneas”, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, tomo XIII, pág. 264 – Errepar, septiembre 2001.

Mediante el Decreto 2438/90 se aprobó el “Contrato de Transferencia de Acciones” y el “Contrato General de Transferencia de Aerolíneas Argentinas”. En virtud del primero, el Estado Nacional vendió a los adjudicatarios las acciones ordinarias de Aerolíneas Argentinas S.A. –donde Iberia Líneas Aéreas pasó a ser el socio mayoritario–, y por el segundo se vendió, cedió y transfirió a Aerolíneas Argentinas S.A. los bienes, derechos y concesiones que componían la Unidad Operativa de Aerotransporte.

Ahora bien, en el Capítulo IV del “Contrato General de Transferencia de Aerolíneas Argentinas” –Garantías– se especificaba que a la fecha de entrega de la posesión Aerolíneas Argentinas S.A. debía presentar una garantía por el pago del saldo de precio, consistente en una fianza bancaria emitida a favor del Estado Nacional Argentino; de esta manera, quien resultaba obligada al pago del precio era Aerolíneas Argentinas S.A. y no los adjudicatarios.

Al poco tiempo de la entrega de Aerolíneas Argentinas S.A. a los adjudicatarios se hizo visible la consecuencia que arrojó una instrumentación de tales características: el balance general de Aerolíneas Argentinas S.A. del 30/6/91 presentó un pasivo de U\$S 350.000.000 provenientes de préstamos del exterior para el pago del saldo de precio. ¿Qué explicación dieron los socios mayoritarios de Aerolíneas Argentinas S.A.?, pues que las obligaciones relativas al pago del saldo de precio y al cumplimiento del plan de inversión, eran a cargo de la empresa y no de los adjudicatarios.

Finalmente –si es que se puede decir que la historia alrededor de esta compañía ha terminado–, y ante este oscuro panorama, el Poder Ejecutivo Nacional dictó el Decreto 1921/92 por el cual se aprobaron el “Acta de Conciliación y la Ejecución del Acta de Ejecución” y los “Acuerdos Complementarios entre el Estado Nacional, Aerolíneas Argentinas S.E., Aerolíneas Argentinas S.A., Iberia Líneas Aéreas de España, Riva S.A. y Devi Construcciones S.A.”⁹

Volviendo al objeto de estudio, podemos decir con Cesaretti que el caso Aerolíneas Argentinas resultó una L.B.O. inversa, es decir, la empresa adquirida puso los instrumentos legales y contractuales al servicio de su adquisición por tal mecanismo¹⁰.

v) Hace apenas unos meses la Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial tuvo nuevamente oportunidad de pronunciarse en un caso de *leveraged buy out*¹¹.

Se trató del concurso preventivo de Marofa S.A. en el cual un acreedor quirografario promovió sendas acciones judiciales a efectos de que se decrete la nulidad del acto jurídico por el cual se habría otorgado un préstamo a la sociedad concursada, y que había sido garantizado con una hipoteca sobre el propio inmueble donde desarrollaba su actividad comercial. A su vez, el actor pretendió que se declarara inadmisibile el crédito en el concurso arguyendo que el mutuo hipotecario no constituyó la verdadera causa de la obligación cuya verificación se pretendía, sino que se trató de una garantía al pago de la compra del paquete accionario de la compañía.

La operación de L.B.O. en este caso fue muy sencilla: los socios tenedores del 51,2% del capital social de Marofa S.A. adquirieron el 48,8% de las acciones restantes y garantizaron el pago del precio con una hipoteca sobre el establecimiento de la sociedad haciendo figurar que se estaba garantizando un mutuo. La tesis del demandante fue que en realidad la venta de acciones constituyó una maniobra de los accionistas de Marofa S.A., quienes —conociendo el estado de cesación de

⁹ Sustancialmente, en el Acta de Conciliación se acordó: a) completar el proceso de aumento de capital de Aerolíneas Argentinas S.A. mediante un incremento de las tenencias accionarias del Estado Nacional (art. 1º); b) ampliar adicionalmente el capital de Aerolíneas Argentinas S.A. por una suma del orden de \$ 150.000.000.-; c) considerar correctos los criterios tenidos en cuenta para la elaboración del Balance General de Aerolíneas Argentinas S.A. del 30/6/91 recomendándose su aprobación en los términos en que ha sido presentado (art. 10); d) reconocer la existencia de un crédito a favor del Estado Nacional contra Aerolíneas Argentinas S.A. por la suma de U\$S 58.986.000.-, por los reclamos pendientes sometidos a la divergencia que se consideran procedentes; y en lo que hace a los reclamos de Aerolíneas Argentinas S.A., se exhorta a las partes para que los solucionen a la mayor brevedad (art. 11).

Para acceder a la documentación que hacen a la venta de Aerolíneas Argentinas puede accederse al sitio web: <http://mepriv.mecon.gov.ar/>

¹⁰ CESARETTI, O., “El ‘apalancamiento’ financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso ‘Aerolíneas’”, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, septiembre 2001, pág. 275.

¹¹ Autos “Giraudi, Pascual c/ Marofa S.A. y otros”, de fecha 7/6/2007.

pagos de la compañía— instrumentaron el vaciamiento de los activos sociales en beneficio propio con el objeto de perjudicar a los acreedores quirografarios y asegurarse, en caso de concurso o quiebra, el cobro de una importante suma de dinero, o bien hacerse del inmueble compensando el crédito en caso de llegarse a la subasta.

La demandada se allanó sustancialmente a las pretensiones de la actora admitiendo que había mediado simulación en el otorgamiento del préstamo con garantía hipotecaria. El Tribunal, haciendo lugar a las acciones promovidas por la actora declaró la nulidad del mutuo hipotecario celebrado entre Marofa S.A. y los acreedores verificados y declaró inadmisibile la acreencia insinuada por los adquirentes de las acciones enajenadas. Fundamentalmente, consideró que la operación que dio lugar al pleito se trató de una simulación ilícita.

vi) Otras compañías en las que se aplicó L.B.O. en nuestro país fueron Telecom, Musimundo, Freddo, Fargo y Supermercados Norte.

IV – Recepción doctrinaria

La necesidad de contar con una regulación expresa y específica se advierte en el Anteproyecto de Modificación a la ley de Sociedades Comerciales del año 2003; en cuyo art. 82 estipula lo siguiente:

“Sustituyese el artículo 222 de la ley 19.550 por el siguiente: Asistencia financiera. Acciones en garantía. Prohibición.— La sociedad no puede anticipar fondos, conceder préstamos, otorgar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición o suscripción de sus acciones o de acciones de su controlante, salvo lo dispuesto por el artículo 194 respecto de las destinadas a su personal.

La sociedad no puede recibir directa ni indirectamente sus propias acciones en garantía. No pueden fusionarse sociedades cuando a consecuencia de la fusión la obligación de pagar el precio de compra de acciones involucradas en la fusión recaiga sobre la emisora”.

A su turno, el art. 194 de la ley 19.550 —que es modificado por el art. 67 del Anteproyecto— regula la suscripción preferente de acciones, y en su párrafo octavo la limitación en caso de acciones destinadas al personal en relación de dependencia de la sociedad.

Cuadra referir a lo explicado por los autores del Anteproyecto acerca de la necesidad de aprobar esta reforma: “En las modificaciones introducidas se reciben disposiciones del Decreto delegado 677/01 y se incorporan reglas tendientes a restringir el llamado apalancamiento”¹².

Como es sabido, el Anteproyecto se encuentra aún lejos de ser aprobado, de manera que a la fecha no contamos en nuestro derecho positivo con ninguna norma que regule la figura en estudio. A pesar de ello, no es escasa la doctrina que se ha ocupado del asunto aunque los puntos de vista no siempre son coincidentes. En efecto, un sector se pronuncia fuertemente en contra de la admisión de la L.B.O. mientras que otros tienen sus reservas; asimismo, las instituciones jurídicas aplicables — fundamentalmente las provenientes de la Ley de Sociedades Comerciales y la Ley de Concursos y Quiebras— han sido objeto de análisis y opiniones variadas. A saber:

a) En primer lugar, con sustento en el art. 58 de la ley 19.550, se afirma que los actos por los cuales la sociedad garantiza o asume obligaciones generadas por el adquirente en el marco de una transferencia del paquete accionario que se hiciera a su favor, son notoriamente extraños al objeto social de la sociedad, y por lo tanto inoponibles a ésta.

En esta línea de pensamiento se ubica Vítolo al sostener que la legislación societaria argentina no permite este tipo de operaciones en la medida que el art. 58 establece que el administrador o el representante de la sociedad no obliga a ésta por aquellos actos que sean notoriamente extraños al objeto social¹³.

Por su parte Ferrer —para quien la recesión de nuestro país ha puesto a la L.B.O. en crisis, develando de esta manera la fragilidad del sistema, su marginalidad legal y la potencialidad de perjuicios que conlleva— niega que de la obtención de beneficios para la sociedad pueda derivarse el

¹² Exposición de Motivos del Anteproyecto de Reformas a la Ley de Sociedades Comerciales de 2003.

¹³ VITOLLO, D., “Sociedades extranjeras y off shore”, Ad-Hoc 2003, pág. 203.

otorgamiento de garantías de sus propias acciones. Agrega que en virtud de ello se produciría un desvío del interés social de la compañía, incluso se generaría un conflicto de intereses entre el socio adquirente y la sociedad adquirida. 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 socios¹⁴.

Edgar Jelonche entiende que la adquisición de bienes, créditos o endeudamiento a través de la L.B.O. es admisible en tanto no afecte derechos de accionistas ajenos a la operación ni ocasione perjuicio a los acreedores de la controlada, y aclara: “un principio fundamental que se debe respetar en una L.B.O. es el interés social, el cual ha de prevalecer sobre los intereses mayoritarios, minoritarios o individuales de los accionistas”¹⁵.

Con un tono menos severo, Cesaretti opina que en nuestro régimen legal no hay normas expresas que limiten las operaciones de L.B.O., pero de aceptarse la existencia del principio del interés social, éste debe prevalecer sobre el interés de la mayoría, de la minoría o individual de los accionistas, por lo que el traspaso de los beneficios de una sociedad a otra puede ser válido en la medida que todos los accionistas participen en todas las sociedades involucradas¹⁶.

b) Es principio general de nuestro derecho societario que una sociedad no puede adquirir sus propias acciones –con las excepciones prescriptas en el art. 220 de la Ley 19.550–, y ello se debe, como es sabido, a la necesidad de preservar la intangibilidad del capital social.

Al respecto considera Ferrer que tal máxima del derecho societario es aplicable a las operaciones de L.B.O. en estos términos: “Teniendo en cuenta el fin querido por la ley al prohibir la adquisición de las acciones por parte de la sociedad, debe considerarse involucrada en esta prohibición el otorgamiento de garantías en la adquisición de las propias acciones”¹⁷.

c) Ferrer, quien sin duda se ha mostrado preocupada por el tema en estudio, entiende que son aplicables al L.B.O. los arts. 54, 272, 273, 274, 275 y 278 de la Ley de Sociedades Comerciales.

El art. 54 impone al socio o controlante el deber de indemnizar a la sociedad por los daños que se produzcan por dolo o culpa, y el de traer a la sociedad las ganancias resultantes de aplicar fondos o efectos de ella a uso o negocio de cuenta propia o de tercero. La jurista afirma que el precepto legal es aplicable a la L.B.O. aunque no lo trate en forma expresa y puntual. En igual sentido se expresa Jelonche.

Los arts. 272, 273 y 274 prevén los recaudos legales ante la presencia de un administrador con interés contrario a la sociedad, con actividad en competencia o mal desempeño de su cargo, respectivamente.

Por su parte, el art. 275 establece que la responsabilidad de los administradores y gerentes se extingue por aprobación de su gestión resuelta por la asamblea, siempre que la responsabilidad no derive de la violación a la ley, al estatuto o al reglamento. Con fundamento en dicho dispositivo legal, Martorell niega que se pueda eximir a los directores, gerentes, síndicos y auditores, en un contexto de L.B.O., “porque en estos casos –indefectiblemente– se producirá una violación de la ley, estatuto o reglamento corporativo”¹⁸.

Por último, el art. 278 consagra la facultad de ejercer la acción social de responsabilidad, en caso de quiebra de la sociedad, por parte del representante del concurso o de los acreedores de manera individual.

d) La ley de Concursos y Quiebras también contiene estipulaciones que, según parte de la doctrina, son perfectamente aplicables ante la falencia de una sociedad adquirida a través de una L.B.O. El art. 161 prevé la posibilidad de extender la quiebra de la fallida a los controlantes si se

¹⁴ FERRER, P. “*La compra apalancada*”..., cit. pág. 613; con cita al fallo de la Cámara Nac. de Apel. en lo Comercial, Sala E, “*Tecnoforest S.A. s/ quiebra s/ extensión de quiebra por Compañía Victoria S.A. s/ sumario*” del 7/2/97

¹⁵ JELONCHE, E. “*La adquisición del control accionario a costa de la sociedad controlada (leveraged buy out)*”, en VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, tomo II, pág. 511.

¹⁶ CESARETTI, O., “*El 'apalancamiento'*...”, cit. pág. 267.

¹⁷ FERRER, P., “*La compra apalancada...*”, cit. pág. 612.

¹⁸ MARTORELL, E. “*Venta de 'empresas líder' en crisis. Reingeniería financiera y default: responsabilidades*”, LL 2005–D pág. 1266.

dan los requisitos allí enunciados.

Así lo entiende Jelonche al expresar que “será procedente la extensión de la quiebra al adquirente del control mediante una L.B.O., por actuación en interés personal y disposición de los bienes sociales como propios, si hubiere fraude a los acreedores de la controlada”¹⁹. Se pronuncian en idéntico sentido, Ferrer y Martorell.

e) Asimismo, la ley 24.522 –art. 173– establece la acción de responsabilidad concursal frente a representantes, administradores, mandatarios o gestores de negocios del fallido que dolosamente hubieren producido, facilitado, permitido o agravado la situación patrimonial del deudor o su insolvencia, debiendo indemnizar los perjuicios causados. Se verán alcanzados los terceros que de cualquier forma hayan participado dolosamente en actos tendientes a la disminución del activo o exageración del pasivo, antes o después de la declaración de quiebra.

Propician su aplicación Ferrer –a pesar de que se lamenta de la inoperatividad de la norma al exigir, como presupuesto subjetivo, el dolo del agente–²⁰ y Martorell, quien concluye que “no sólo la *compra apalancada* no está permitida en ordenamientos como el italiano [...] sino que –en nuestro País, y frente al “*default*”– habrán de caberle a quien la utilice todas las sanciones mercantiles imaginables”²¹.

f) Como ocurre en el desarrollo de toda ciencia social, las apreciaciones y opiniones de los estudiosos no son siempre similares, y en el análisis de una materia tan compleja como la que aquí abordamos ello se pone de relieve.

Por ejemplo, Cesaretti²² opina que las compras apalancadas son lícitas siempre que no exista asistencia financiera de la controlada a la controlante y que el ente combinado no quede afectado por la causal de disolución de pérdida de capital social.

En el año 2003 Di Chiazza se pronunció en contra de las posturas dogmáticas permisivas o prohibitivas, por entender que no hacen sino complicar y confundir aún más las cosas, y manifestó que “no habiéndose aún gestado la plena discusión de la figura de los L.B.O. en nuestro país, debemos evitar caer en posturas simplistas, ya sea a favor o en contra de la misma, que no hacen más que soslayar la riqueza y la importancia de una operación semejante”²³.

Con una postura –podríamos decir– optimista, Rubín²⁴ sostiene que si bien se puede tener una visión apocalíptica del fenómeno L.B.O. en los procesos concursales, ello no es así ya que, por fortuna, nuestro derecho ha evolucionado lo suficiente como para dar respuestas ecuanímes a los problemas que aquél contiene.

Por último, Pesaresi asevera que “los L.B.O. no son negocios que en abstracto deban verse con recelo, menos aún que se los tilde sin más de ilícitos o inmorales”²⁵.

V – Leveraged buy out en el Derecho americano y europeo

Si bien la globalización y las medidas adoptadas por los países y bloques regionales en su amparo han permitido y propiciado que las empresas desarrollen sus actividades más allá del lugar donde efectivamente hayan sido constituidas, no cabe duda que los Estados Unidos y algunos países de la Unión Europea son quienes cuentan con más experiencia en lo tocante a las prácticas comerciales y empresariales, sus implicancias y consecuencias. Esta coyuntura es la que permite –aunque más no sea de manera aproximada– entender la razón por la cual dichos Estados fueron los primeros en contar con legislaciones que restringieron las operaciones de L.B.O.

¹⁹ JELONCHE, E. “*La adquisición...*”, cit. pág. 511.

²⁰ FERRER, P., “*La compra apalancada...*”, cit. pág. 617.

²¹ MARTORELL, E. “*Venta...*”, cit. pág. 1266

²² CESARETTI, O., “*El 'apalancamiento'...*”, cit. pág. 266.

²³ DI CHIAZZA, I. “*Los Leveraged Buyouts desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial*”, ED t. 202 pág. 602.

²⁴ RUBIN, M. “*Verificación de crédito nacido en operación de 'leveraged buy out'*”, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, diciembre 2003, pág. 1302

²⁵ PESARESI, G. “*Apostillas a los casos 'Havanna' y 'Great Brands' (apalancamiento, desistimiento, homologación y honorarios concursales)*”, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, julio 2004, pág. 830.

i) Los Estados Unidos de América. Antes de entrar a considerar el estado actual del derecho americano, es necesario precisar los orígenes históricos de la L.B.O. en ese país, puesto que allí aparece el primer caso que tuvo lugar en el mundo.

Relata Polak²⁶ que la primera compañía adquirida de manera apalancada fue Stern Metals, fabricante de productos dentales radicada en Nueva York. En el año 1965 un grupo de inversionistas encabezados por el banquero Jerome Kholberg, utilizando una gran cantidad de dinero prestado, adquirió las acciones de Stern Metals a U\$S 1,25 cada una y meses después las vendió a U\$S 8; con la ganancia obtenida pagó la deuda contraída para la adquisición de las acciones. A partir de allí, la utilización de este esquema para adquirir empresas se propagó en gran medida en el ámbito empresarial.

Di Chiazza²⁷ señala que en los años '70 los casos de L.B.O. tuvieron un auge notable debido a las operaciones denominadas *going private* consistentes en la transformación de empresas públicas mediante la concentración de un número restringido de accionistas.

Durante la década del '80 las compras apalancadas crecieron aún más gracias a una importante reducción en la alícuota del impuesto a las ganancias y a la autorización concedida a los fondos de pensión para que invirtieran sus capitales en *leveraged buy out firms*.

La tendencia se revirtió en la última década del siglo XX en razón de varios aumentos en las tasas de interés, lo que trajo aparejado la insolvencia y quiebra de muchas compañías en el país del norte.

Naturalmente la jurisprudencia no fue ajena al fenómeno y comenzó a limitar la aplicación de las compras apalancadas cada vez con mayor asiduidad fundamentalmente en base a las lesiones que se producían en los intereses de los accionistas minoritarios y acreedores cuando la empresa caía en estado de insolvencia. En esencia los tribunales extendieron a los casos de adquisiciones bajo esta figura la aplicación de la ley de transmisiones fraudulentas y así anularon las enajenaciones y obligaciones asumidas como parte de aquella. Hay aquiescencia en que la transferencia del control de la *target company* a la adquirente carece de una “contraprestación cuyo valor sea razonablemente equivalente” –*reasonably equivalent value in exchange*–.

Actualmente la legislación federal no regula la L.B.O. de manera específica, concretamente la Sección 548 del *Federal Bankruptcy Code* –Código de quiebras de los Estados Unidos– estipula lo siguiente: “Transferencias fraudulentas y obligaciones. (a) (1) El síndico podrá evitar la transferencia de un derecho del deudor sobre una propiedad, o una obligación en la que haya incurrido el deudor, que se hubiera incurrido dos años antes de la fecha de presentación de la petición, o dentro de ese año, si el deudor, voluntaria o involuntariamente: (A) hubiera realizado dicha transferencia, o incurrido en dicha obligación con el real propósito de obstruir, demorar o defraudar a una entidad, con la cual el deudor se endeudó, en la fecha, o después de la misma, en la cual se hizo dicha transferencia, o en la que se incurrió en dicha obligación; o (B) (i) recibió menos que un valor razonablemente equivalente (“*reasonably equivalent value in exchange*”), a cambio de dicha transferencia y obligación; y (ii) (I) estaba en cesación de pagos a la fecha en que se hizo dicha transferencia, o en la que se incurrió en dicha obligación, o se volvió insolvente como resultado de dicha transferencia y obligación; (II) desempeñaba actividades comerciales u operaciones, o estaba por realizar actividades comerciales u operaciones para las cuales, la propiedad que permanecía con el deudor, era irrazonablemente un pequeño capital; o (III) tenía la intención de incurrir, o creía que el deudor iba a incurrir en deudas que iban a estar más allá de su capacidad para pagarlas a su vencimiento”.

ii) Derecho Europeo. En el ámbito de la Unión Europea, la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea del 13 de diciembre de 1976, en su art. 23 dispone: “1. Una sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero. 2. El apartado 1 no se aplicará ni a las transacciones hechas en el marco

²⁶ POLAK, F. “*El 'leveraged buy out' y el derecho internacional privado argentino*”, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, mayo 2004, pág. 512

²⁷ DI CHIAZZA, I. “*Los Leveraged Buy Outs desde la visión del Derecho Estadounidense*”, ED t.201 pág. 726

de las operaciones corrientes de los bancos y demás establecimientos financieros, ni a las operaciones efectuadas para la adquisición de acciones por o para el personal de la sociedad o de una sociedad afín a ésta.”

Señala Di Chiazza que “no existe una referencia explícita a la operatoria de L.B.O. en la normativa aludida, lo que ha generado el debate acerca de la licitud de los mismos; pues, el problema se plantea ya que un *leveraged buy out* es un procedimiento complejo y muy a menudo no aparece con la simplicidad de un préstamo para la adquisición de propias acciones”²⁸.

A raíz de la norma comentada, los Estados de la Unión incorporaron en su legislación interna normas que, en mayor o menor medida, reproducen lo estipulado en la Segunda Directiva C.E.E.

Por caso podemos citar el art. L 225–216 del Código de Comercio de Francia que estipula “Una sociedad no podrá adelantar sus fondos, conceder préstamos o conceder garantías en vista de la suscripción o la compra de sus propias acciones por parte de un tercero. Las disposiciones del presente artículo no se aplicarán ni a las operaciones corrientes de los establecimientos de créditos ni a las operaciones efectuadas para la adquisición por parte de los empleados de acciones de la sociedad incluida en el marco de un plan de ahorro de grupo previsto en el art. L 444–3 del Código de Trabajo”.

El art. 81 de la Ley de Sociedades Anónimas de España de 1991 establece “1. La sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero. 2. Lo dispuesto en el apartado anterior no se aplicará a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo. 3. La prohibición del apartado primero no se aplicará 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 sufragen con cargo a bienes libres de la sociedad. Esta deberá establecer en el pasivo del balance una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo”. Respecto a esta última, Rubín²⁹ señala que la severidad de la norma no tiene correlato con la sanción que debiera castigarla, ya que la compra apalancada de acciones no supone la nulidad de la operación.

A su turno, el art. 2358 del Código Civil de Italia reproduce la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea del año 1976, incorporando su sentido y alcance a su derecho interno.

VI – Conclusiones

Debemos remarcar tres aspectos acerca de todo lo analizado.

i) En primer lugar señalar que la compra apalancada de empresas no siempre se presenta de manera uniforme o “estandarizada”, sino que la ingeniería adoptada por quienes de ella hagan uso se *aggiornará* a sus necesidades y al objetivo tenido en vista.

De acuerdo a la descripción que hiciéramos en el punto II, la L.B.O. se emplea para adquirir las acciones de la *target company* con crédito otorgado por un grupo inversor y con garantías de aquélla, tal fue, por ejemplo, el modelo aplicado en la adquisición de las acciones de Havanna S.A., sin embargo el esquema empleado por los socios mayoritarios de Centrales Térmicas Patagónicas S.A. fue algo más sencillo, allí lo que se decidió fue trasladar un pasivo preexistente que recaía sobre los adquirentes al patrimonio de la sociedad adquirida.

Esta primer cuestión es la que anticipa que, en la búsqueda de una recepción legislativa inteligente, la redacción de la norma puede resultar insuficiente frente a la cantidad de variables que llega a adoptar el fenómeno.

La doctrina nacional no es pacífica en torno a la legitimidad o licitud de la L.B.O., aunque podemos afirmar que hay consenso en el sentido que se deben evitar los efectos dañinos que puedan

²⁸ DI CHIAZZA, I. “*Los Leveraged Buyouts desde la visión del Derecho Europeo...*”, cit. pág. 592.

²⁹ RUBIN, M. “*La compra 'apalancada' de empresas en la visión de la Corte Suprema. Régimen jurídico aplicable*”, Errepar, Doctrina Societaria y Concursal, mayo 2003, pág. 440.

recaer sobre la *target company*, sus socios minoritarios y acreedores sociales; en este contexto, la solución propuesta en torno a la legislación vigente es amplia y variada.

Esta circunstancia se ve reflejada en los fallos de nuestros tribunales. Como se pudo apreciar en los precedentes comentados en el punto III los ordenamientos legales aplicados han variado de acuerdo al criterio del tribunal y, fundamentalmente, a la particularidad que presentó cada planteo; por ejemplo en el caso “Pesquera San Andres” se aplicó el ordenamiento societario, en “Havanna S.A.” la ley concursal, en “Marofa S.A.” el Código Civil –simulación y nulidad de los actos jurídicos– y en “Provincia de Chubut c/ Centrales Térmicas Patagónicas S.A.” el Máximo Tribunal se pronunció con fundamento en las normas de derecho público.

ii) Frente a este cuadro de situación, fácil es colegir que la confección de los dispositivos legales a través de las cuales se pretenda regular la compra apalancada de empresas no será una tarea sencilla, no sólo a causa de la pluralidad de formas que puede adoptar sino también por la complejidad del objeto en sí mismo.

Adviértase que una operación de L.B.O. incluye diversos actos jurídicos en principio válidos –asambleas de accionistas, contratos, constitución de derechos reales, fusiones, etc.–, empero los resultados de todos ellos combinados puede acarrear resultados perjudiciales; entonces, si se busca reglamentar la operación en sí la pregunta que surge es la siguiente: ¿la norma debe prever que cuando se coordinen todos estos actos y de ellos derive un resultado dañoso, deberán ser inoponibles o nulos?, ¿o bien debe prever el resultado dañoso sin enumerar los actos jurídicos que lo ocasionan?³⁰ Si bien la respuesta gustarán de darla los estudiosos de técnicas legislativas, lo cierto es que el interrogante de mayor valor para nosotros sería: ¿qué es más conveniente, reglamentar un fenómeno tan amplio y complejo o dejar el espacio para que los tribunales se ocupen de ello cada vez que se presente?

Es indiscutible que el derecho positivo puede hacer un gran aporte en la “lucha” contra las disvaliosas consecuencias que arroja una operación de L.B.O., empero cometerá un error aquel que afirme que ello será suficiente puesto que la letra de la norma jurídica –por más dedicada que sea– no alcanzará a cubrir la totalidad de variables que podrá presentar el mecanismo.

Da cuenta de esto la legislación reseñada en el punto V, mientras el *Federal Bankruptcy Code* afronta el asunto a partir de las “transferencias fraudulentas”, la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea lo hace desde la “prohibición de adelantar fondos, conceder préstamos o garantizar las adquisiciones de las acciones por un tercero”; como se puede observar ambos cuerpos normativos adoptan diferentes ángulos para restringir las operaciones, y ello denota que el enfoque es parcial.

iii) Por último, es oportuno hacer un pequeño comentario respecto a lo que hemos dado en llamar los “factores externos”. En el punto II señalamos a la recesión, problemas sociales, fijación de políticas macro, aumento de la presión tributaria, incremento de las tasas de interés, caída del valor de las acciones, etc.; naturalmente tal referencia es enunciativa desde que los acontecimientos generales que pueden influir en la marcha de las compañías de un país son muchos más.

A la hora de encarar un negocio se debe tener muy en cuenta la coyuntura social, política y económica de la región puesto que, de lo contrario, su éxito no dejará de ser una cuestión aleatoria. A pesar de ello, los vientos siempre son cambiantes y en ocasiones las proyecciones y medidas adoptadas son inútiles frente a la inesperada adversidad.

Esta realidad –que de tomarse cualquier libro de historia encontraremos muchos ejemplos–

³⁰ La legislación Europea prohíbe que una sociedad adelante los fondos para la adquisición de sus propias acciones, la prohibición alcanza a la concesión de préstamos y garantía de los mismos. Es de observar que a través de una vía indirecta se podría dificultar la aplicación de la norma: la *new co* podría endeudarse frente a los inversores sin que la *target company* adelante fondos ni conceda préstamos o garantías, luego, a través de un proceso de fusión, se transferiría el pasivo a la sociedad adquirida. En este aspecto el Anteproyecto de Reforma de la Ley de Sociedades Comerciales de 2003 da un paso adelante al prohibir la fusión en virtud de la cual la propia emisora quede obligada a pagar el precio de compra de las acciones involucradas en la operación de L.B.O.

no puede soslayarse en el estudio de las compras apalancadas de empresas ya que la probabilidad de que un cambio coyuntural influya negativamente en la operación en su conjunto es verdaderamente alta. Con tan sólo conjugar los componentes de una operación de L.B.O.³¹ con el tiempo que su ejecución demanda, obtenemos que ante algún eventual cambio en algún “factor externo” la bancarrota de la compañía adquirida es un hecho predecible.

Si bien esta circunstancia no es privativa de las L.B.O., los intereses que entran en juego obliga a poner el acento en esta propiedad y, en suma, afirmar que se trata de una operación de alto riesgo.

³¹ Celebración del contratos de compra de acciones, otorgamiento del préstamo, fusión, publicaciones oficiales, eventual ejercicio del derecho de receso de socios, instrumentación de medidas para aumentar la producción de la *target company*, pago de las cuotas a sus respectivos vencimientos, etc.