

LA ADQUISICIÓN DEL CONTROL ACCIONARIO A COSTA DE LA SOCIEDAD CONTROLADA (LEVERAGED BUYOUT)

Edgar I Jelonce

PONENCIA

a) La adquisición del control accionario con bienes, crédito, garantía o endeudamiento de la sociedad cuyo control se adquiere (leveraged buyout: lbo) es admisible en tanto no afecte derechos de accionistas ajenos a la operación, ni ocasione perjuicio a los acreedores de la controlada;

b) Los adquirentes del control accionario deben respetar el interés social de la controlada y no pueden obtener válidamente ventajas para sí en desmedro de los accionistas no participantes en la adquisición del control;

c) La aplicación de bienes, crédito, garantía o endeudamiento de una sociedad para adquirir su control accionario, implica usar como propio el activo social, lo que obliga a los adquirentes a llevar a la sociedad las ganancias que obtuvieren, si hay otros accionistas no participantes en la operación, en tanto que las pérdidas serán soportadas exclusivamente por los adquirentes;

d) En caso de falencia de una sociedad controlada mediante una LBO, será procedente la extensión de la quiebra al adquirente del control accionario, si esa operación causó la insolvencia, por actuación en interés personal y disposición de los bienes sociales como propios;

e) No parecen observables los casos de asistencia financiera a los controlantes, ulterior a la adquisición del control y otorgada en interés de la controlada, al igual que las operaciones ordinarias de crédito comprendidas en su objeto social, en tanto no medie un propósito de asumir la deuda contraída para la LBO.

FUNDAMENTOS

1. El tema: En los últimos tiempos, ha cobrado auge una modalidad de adquisición del control accionario de las sociedades mediante operaciones financieras de varias clases pero coincidentes en su propósito: pagar el precio de las acciones con bienes, crédito, garantía o endeudamiento de la sociedad cuyo control se adquiere, lo que en el léxico anglosajón se denomina leveraged buyout (LBO).

Este fenómeno, alentado por las transformaciones económico-financieras y el desarrollo de los mercados de capitales en el mundo, genera a su vez la formación de ingentes masas de recursos para invertir en el negocio de toma de control (take over) y reorganización de empresas¹.

¹ Las primeras operaciones de adquisición por directores y gerentes (management buyouts) comenzaron en los Estados Unidos hacia mediados de la década de 1970, con los retiros (going private) de sociedades relativamente pequeñas que habían ingresado en la oferta pública en medio del auge bursátil de los años precedentes y que declinó en ese entonces. Los accionistas minoritarios enfrentaban así la expectativa de iliquidez de sus tenencias en sociedades que se volvían más riesgosas y financieramente comprometidas. Ver: Jennings, R., Marsh, Jr., H., Coffee, Jr., J., Securities Regulation; Cases and Materials. The Foundation Press, 7ª. Ed., New York, 1992, p. 768. Se inició también una nueva etapa de conflictos entre mayorías y minorías de accionistas a consecuencia de esas operaciones, tal como

2. La operación: El adquirente —que puede ser el grupo gerencial (management), otra sociedad o alguien dedicado a este negocio— compra una gran parte, cuando no la totalidad de las acciones. Inicialmente, la adquisición se financia con créditos o préstamos puente (bridge loans) o intermedios (mezzanine loans) o bonos basura (junk bonds), es decir, con altas tasas de interés y mucho riesgo, sin calificación (non-investment grade). Una vez adquirido el control de la sociedad, ella asume de algún modo la deuda del adquirente: la garantiza; obtiene nuevos créditos para cancelarla y afecta sus ganancias futuras o vende bienes; distribuye reservas; se fusiona con la sociedad adquirente y se suman los pasivos, etcétera. Si soporta esa carga financiera, será un brillante negocio y se podrá enajenar nuevamente el control a buen precio; si fracasa, la consecuencia será la bancarrota². Eventuales perjudicados directos son los accionistas minoritarios, si los hay, los acreedores anteriores de la controlada y los trabajadores.

3. El derecho comunitario: La orientación en el derecho comparado tiende a limitar los excesos de esas prácticas, y a calificar la responsabilidad en caso de insolvencia sobreviniente por causa de una lbo.

En el ámbito de la Unión Europea, la segunda directiva (13/12/1976) fijó el criterio de armonización para los países miembros, al disponer que una sociedad no puede anticipar fondos, ni acordar préstamos, ni otorgar garantía para la adquisición de sus acciones por parte de un tercero (art. 23, 1).

4. Derecho británico: La Companies Act de 1948 ya prohibía la asistencia financiera para la compra o suscripción de acciones, de modo similar a la citada directiva cee, inspirada en aquélla. Su finalidad era impedir el uso abusivo de los activos de la sociedad y también manipulaciones en los precios de las acciones³. Esa disposición fue derogada por la ley 1981 y luego reemplazada en la ley de 1985.

La prohibición básica en el texto vigente (sección 153, 1) comprende la asistencia previa o simultánea, directa o indirecta, en dinero, préstamos o garantías. Se exceptúa la asistencia otorgada de buena fe, en el interés de la compañía y no para el propósito de la adquisición o cuando ésta sólo es parte de otra operación. Qué significa buena fe y cuándo se actúa en interés de la compañía son cuestiones planteadas en casos jurisprudenciales. Otras excepciones conciernen a la asignación de bonus en acciones, rescates, préstamos ordinarios si caen dentro del objeto de la sociedad adquirida, y planes para empleados⁴.

se expone en el párrafo 8 del texto. Actualmente, las lbo se han extendido en todo el mundo y el mercado es muy activo en Europa, especialmente en el Reino Unido y en Francia. Ver: Desbrières, Ph., *Le leverage buy-out*. En: *Banque et Marchés*, Paris, janvier-février 1998, p. 46. En los Estados Unidos, después de haber declinado a comienzos de la presente década, nuevamente se ha incrementado en los años recientes. Los bancos comerciales compiten mediante sus créditos de corto plazo y altas tasas, con los bonos adquiridos en underwriting por los bancos de inversión. La demanda de los inversores institucionales para estos papeles es considerable. Ver: nota de Riva Atlas, *You gotta have leverage*, en: *Institutional Investor*, February 1997, pp. 54-62.

² Prentice, R., *Law of Business Organizations and Securities Regulation*. Prentice-Hall, 2nd Ed., Englewood Cliffs, N. J., 1994, p. 408, ss; Hamilton, R., *Corporations*. West Publishing Co., St. Paul, Minn., 1994, p. 1145, ss. Destaca este autor que el alto retorno de los créditos y el rendimiento de los bonos basura genera la disponibilidad de capitales para las LBO (p. 1147). En la presente década —agrega— un significativo número de LBO no ha podido atender la deuda adicional contraída para la adquisición y ha buscado refugio en el Capítulo 11 de la Ley de quiebras (p.1150).

³ Morse, G., *Charlesworth & Morse Company Law*. Sweet and Maxwell, 14^a. Ed., London, 1991, p. 226, ss.

⁴ Gower, L., *Principles of Modern Company Law*, Sweet and Maxwell, 5^a. Ed., London, 1992, p. 227;

La directiva comunitaria no contiene limitaciones similares para las compañías cerradas (*private companies*), más próximas a una sociedad de responsabilidad limitada que a una anónima. La ley de 1985 les permite otorgar garantías para la compra de sus acciones en la medida de los activos netos que afecten (sección 234), es decir con fondos disponibles⁵.

Hay quien sostiene que las LBO han sido una práctica abierta a grandes abusos, que parecen continuar, no obstante las prohibiciones introducidas por la ley⁶.

5. Derecho francés: Siguiendo la misma directiva, la legislación francesa prescribe que una sociedad no puede anticipar fondos, acordar préstamos o consentir garantías para la suscripción o adquisición de sus propias acciones por un tercero, excepto que se trate de operaciones corrientes de crédito o de la compra de acciones por los asalariados de la propia sociedad o de sus filiales (ley del 24/7/1966, art. 217-9, texto introducido por la ley 81-1162 del 30/12/81).

A su vez, la ley de 1984, sobre desarrollo de iniciativas económicas, permitió las lbo a los asalariados (especialmente a los cuadros ejecutivos), típicamente a través de la creación de una holding —llamada de *reprise*— cuyas acciones adquieren en parte los dependientes y en parte inversores institucionales o sociedades especiales de crédito. Los trabajadores pueden utilizar activos de la compañía en garantía; luego, holding y controlada se fusionan⁷.

Esta ley tuvo por finalidad permitir la adquisición de empresas en dificultades y facilitar el traspaso de pequeñas y medianas sociedades o el desprendimiento de filiales sin interés para las controlantes. Sucesivas modificaciones otorgaron beneficios fiscales y otros incentivos para tal fin, aunque en la práctica, según un informe de la Comisión de Operaciones de Bolsa, esta modalidad de adquisición promovida parece haber sido empleada en disputas entre accionistas⁸. De cualquier modo, se afirma que la reestructuración de grandes grupos industriales y comerciales alienta el mercado de lbo en la actualidad⁹.

6. Derecho italiano: También con la orientación de la segunda directiva comunitaria, el código civil italiano dispone que la sociedad no puede acordar préstamos ni otorgar garantías para la adquisición o la suscripción de sus propias acciones. Esta prohibición no rige cuando se financia la adquisición de acciones por los dependientes de la sociedad o de su controlante o controlada, en tanto el monto de los préstamos o de las garantías no excedan los límites de las utilidades distribuibles y de las reservas libres resultantes del último balance (art. 2358, modificado por el art. 12 del decreto 30/1986).

Hay opiniones en favor de las lbo¹⁰ y también en contra, que parecen ser mayoritarias. Estas no sólo las consideran violatorias de la prohibición de dar préstamos o garantías, sino que también argumentan que en el caso de la fusión inversa —esto es, cuando la controlada incorpora a la controlante— al disminuir

Pennington, R., *Company Law*. Butterworths, 6th Ed., London, 1990, p. 382, ss.

⁵ Gower, op. cit., p. 223; Morse, op. cit., p. 229; Pennington, R., op. cit., p. 387, ss.

⁶ Gower, op. cit., p. 227.

⁷ Ripert, G., Roblot, R., *Traité de Droit Commercial*. 15e éd., par Michel Germain, LGDJ, Paris, 1993, t. I, p. 261; Desbrières, op. cit., p. 46.

⁸ Ripert et Roblot, op. cit., p. 261.

⁹ Desbrières, op. cit., p. 48.

¹⁰ De Sensi, V., *Brevi note sul leveraged buy-out*. En: *Il Diritto Fallimentare*, Milano, marzo-aprile 1996, pp.

el patrimonio neto por debajo del valor del pasivo, se incurre en agumiento del capital social¹¹.

7. Derecho español: La ley de sociedades anónimas del año 1990 establece —siguiendo la directiva y de modo similar a los otros países— que la sociedad no puede anticipar fondos, conceder préstamos, otorgar garantías ni facilitar ninguna asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero (art. 81, inc. 1). Se exceptúan la adquisición de acciones por el personal de la sociedad o de otra sociedad del mismo grupo (art. cit., inc. 2), y las operaciones ordinarias de crédito otorgadas por bancos, con cargo a bienes libres de la sociedad (art. cit., inc. 3).

En la doctrina hay opiniones dispares respecto de la admisibilidad de determinados casos de lbo: la fusión por incorporación de la controlada, la reinversión de dividendos —es decir, la invitación para aplicar voluntariamente a la compra de las acciones, las utilidades distribuidas— y otros¹².

8. Derecho estadounidense: Las limitaciones a las lbo han surgido de sucesivos casos jurisprudenciales, frecuentemente relacionados con prácticas consideradas violatorias de los intereses de accionistas minoritarios, entre las cuales las más frecuentes han sido privarlos de su condición de accionistas (freezeouts) mediante fusiones, reagrupamiento de acciones (reverse split) u otras operaciones, como también forzarlos de hecho a vender sus tenencias (squeezeouts), poniéndolos en situación desventajosa¹³.

Los tribunales empezaron por examinar la observancia del principio de lealtad estricta (strict fairness) y el reconocimiento de supuestos de receso (appraisal rights), para proteger a los accionistas. En un famoso caso¹⁴, la Corte Suprema de Delaware exigió la justificación de un propósito empresarial (business purpose) en la operación, lo cual —se ha dicho— hizo surgir la cuestión casi metafísica de cuál era el propósito sustentable (underlying) de la sociedad para salir de la oferta pública¹⁵. Tiempo después, la misma Corte abandonó esa doctrina, que había seguido en otros casos, y volvió a fundarse en la protección a los minoritarios mediante el reconocimiento del derecho de receso¹⁶.

Como alternativa al examen de los motivos de la lbo, el American Law Institute propuso la regla de la exposición al mercado, para ofrecer la oportunidad a mejores ofertas. Siguiendo una argumentación parecida, la Securities and Exchange Commission impuso en 1979 la obligación de disclosure (Rule 13e-3), que algunos han criticado¹⁷.

En caso de insolvencia de la sociedad adquirida, surge la hipótesis de la lbo en

245 y 250; ver también autores citados por Montalenti, P., *Il leveraged buyout*. Giuffrè, Milano, 1991, p. 57.

¹¹ Bernoni, G., Colacicco, M., *Il leveraged-buy out realizzati mediante un'operazione di fusione inversa*. En: *Rivista dei Dottori Commercialisti*, Milano, marzo-abrile 1996, p. 281.

¹² Auriolos Martín, A., *Los leveraged buy-out y su integración en el derecho español de sociedades anónimas*. En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, julio-septiembre 1993, p. 669, ss.

¹³ Clark, R., *Corporate Law*. Little, Brown and Co., Boston, 1986, pp. 499, ss; Prentice, op. cit., p. 409, ss.

¹⁴ *Caso Singer vs. Magnavox Co.*, 1977. Ver: Jennings, Marsh and Coffee, op. cit., p.776.

¹⁵ Jennings, Marsh and Coffee, op. cit., p.776.

¹⁶ *Caso Weinberger vs. UOP Inc.*, 1983. Ver: Jennings, Marsh and Coffee, op. cit., p.776; Prentice, op. cit., p. 415, ss.

¹⁷ Jennings, Marsh and Coffee, op. cit., p.776. Se ha sostenido que es innecesaria, criticando la 'obligación de candor' (candor duty) en los retiros de la oferta pública, impuesta por la jurisprudencia de Delaware en línea

fraude a los acreedores (fraudulent conveyance). Uno de los desarrollos más notables y a la vez más controvertidos de la ley de transmisiones fraudulentas — se ha dicho— ha sido su extensión a las LBO, para invalidar las enajenaciones y obligaciones asumidas como parte de ellas¹⁸. En un caso líder fallado por la Corte de Distrito de Pennsylvania, se sostuvo que los acreedores quirografarios habían sido perjudicados por la virtual eliminación del capital propio (equity) y la creación de una deuda privilegiada en su reemplazo. Aunque no se juzgó que hubiese intención actual de ocasionar daño, la hipótesis de fraude fue construida partiendo del hecho de no haber recibido la sociedad controlada un valor razonablemente equivalente a cambio de la transferencia¹⁹. La presunción de fraude surge cuando los acreedores anteriores de la controlada no son pagados. Se discute cuál puede ser la responsabilidad del otorgante del préstamo y de los accionistas desinteresados mediante la compra²⁰.

9. Modos directos e indirectos: Los préstamos, garantías u otros modos de financiar la adquisición del control de la propia sociedad, plantean cuestiones distintas de la adquisición de las propias acciones, como también de la reducción del capital social²¹.

Las lbo exhiben sólo una aparente proximidad con esas figuras; en rigor, exigen soluciones diferentes, que resguarden los intereses de accionistas minoritarios, acreedores y terceros legitimados.

Una modalidad indirecta frecuente es —como hemos dicho— la fusión de controlante y controlada. Curiosamente, en la doctrina italiana hay autores para quienes tal operación no implica una violación de la prohibición contenida en el código; consideran que la sociedad adquirida asume las deudas de la adquirente por mera consecuencia de la incorporación²². Otros autores entienden que la fusión implica un fraude indirecto a la ley²³, especialmente la fusión inversa. Esta opinión parece la más razonable, pues la contraria conduce a caer en trampas literales de los enunciados normativos.

La fusión es el método típico en los Estados Unidos. La nueva sociedad (Newco) se endeuda y adquiere el control; luego se une con la controlada²⁴. Lo mismo sucede en Francia con las holding de reprise²⁵.

10. La práctica en nuestro país: La adquisición del control accionario de sociedades locales por empresarios o fondos de inversión del exterior es un fenómeno que ha surgido recientemente en el contexto de la transformación económico-financiera de nuestro país y de la globalización de los mercados. Las tomas de control mediante oferta pública de compra (take over bids) no son habituales, por el simple hecho de no existir casi sociedades con sus capitales mayoritariamente atomizados; pero la adquisición de las tenencias minoritarias dispersas para retirlas de la cotización es frecuente.

con la tradicional política de información (disclosure) basada en la legislación federal. Esta crítica es referida por Prentice, op. cit., p. 411.

¹⁸ Jordan Tabb, C., *The Law of Bankruptcy*. The Foundation Press, New York, 1997, p. 439. Ver también casos discutidos, en: Hamilton, op. cit., p. 1150.

¹⁹ Caso Gleneagles Investment Co., 1983. Esta doctrina fue reiterada en fallos conexos, en 1983 y 1984; también posteriormente, en Tabor Court Realty Co., en 1996. Ver: Jordan Tabb, op. cit., p. 439, ss.

²⁰ Jordan Tabb, op. cit., p. 441, ss.

²¹ Gower, op. cit., p. 227.

²² Autores citados por Montalenti, op. cit., p. 57.

²³ Montalenti, op. cit., p. 57, ss; Vernoni y Colacicco, op. cit., p. 273, ss.

En algunos casos, las sociedades previamente han tenido períodos de pérdidas y crisis financieras, que han depreciado extraordinariamente el valor de mercado de sus acciones. Luego del take over, suelen exhibir una repentina y llamativa recuperación, con los mismos cuadros directivos y gerenciales, lo cual parece constituir una nota común de las lbo²⁶.

En otros casos, sociedades controladas garantizan empréstitos de las sociedades holding, contraídos con la finalidad de fortalecer la posición financiera tras el desembolso para las adquisiciones del control.

Hay casos, asimismo, de fusiones de sociedades de un mismo grupo, subsiguientes a la adquisición del control, que implican una absorción del costo financiero de la operación.

11. Las normas aplicables: No hay normas que prohíban o limiten expresamente las lbo en nuestro derecho y cabe sostener, en principio, su legalidad, pero según los casos pueden quedar comprendidas en varias disposiciones societarias y concursales, a saber:

a) Un principio fundamental que se debe respetar en una LBO es el interés social, el cual ha de prevalecer sobre los intereses mayoritarios, minoritarios o 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 otra 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 parte²⁷.

b) 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 19.550, art. 54). Entendemos que esta disposición —que menciona el uso de fondos sociales y no necesariamente una actividad en competencia— es aplicable, por su 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 (Ley cit., arts. 274, 276 y 279).

c) En caso de fusión de la controlante y la controlada, subsiguiente a una lbo —cabe recordar— los acreedores tienen derecho de oposición (Ley 19.550, art. 83. inc. 3), y los accionistas derecho de receso (Ley cit., art. 245). En los supuestos en que el derecho de separación no rija, entendemos que hasta tanto se los desinterese será de aplicación lo expresado en los puntos a) y b) de este párrafo.

d) En caso de falencia, será procedente la extensión de la quiebra al adquirente del control mediante una LBO, por actuación en interés personal y disposición de

²⁴ Prentice, op. cit., p. 409; Clark, op. cit., p. 502.

²⁵ Ripert et Roblot, op. cit., p. 261; Bresdières, op. cit., p. 46.

²⁶ En los Estados Unidos, diversos estudios tratan de explicar por qué las lbo aumentan la eficiencia operativa y rentabilidad de las sociedades adquiridas. Quizás, se dice, esto demuestre el incentivo que significa para el management tomar participación accionaria en esas sociedades. Ver: Jennings, Marsh and Coffee, op. cit., p. 770. Se dan también otros diversos argumentos, en pro y en contra, referentes a costos, tributación, flujo de fondos, etcétera. Ver: Hamilton, op. cit., p. 1157, ss.

²⁷ Esta aplicación del interés social se sostiene en doctrina desde hace mucho tiempo. Ver: Ferri, G., *Manuale di Diritto Commerciale*. UTET, 15ª. ed., Torino, 1980, p. 490.

los bienes sociales como propios, si hubiere fraude a los acreedores de la controlada (Ley 24.522, art. 161, inc. 1).

No parecen observables los casos de asistencia financiera ulterior a la adquisición del control, prestada en interés de la controlada, así como las operaciones ordinarias de crédito comprendidas en su objeto social, en tanto no medie un propósito de asumir la deuda contraída para la LBO.