

LEVERAGED BUYOUTS A LA LUZ DE LA REGULACIÓN SOCIETARIA PERUANA SOBRE ASISTENCIA FINANCIERA PROHIBIDA (*)

EDUARDO LUIS LÓPEZ SANDOVAL

Abogado por la Universidad de Lima.

Catedrático de Finanzas Corporativas en la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima.

SUMARIO:

I.- Introducción.- II. LBOs: diseño y estructuración: 1. Aspectos generales; 2. Activos versus acciones; 3. Estructuras típicas: 3.1. LBOs vía fusión; 3.2. LBOs vía transferencia de fondos; 3.3. LBOs vía liquidación; 3.4. Otras estructuras.- III. Asistencia financiera prohibida: 1. Aspectos generales: 1.1. Evolución; 1.2. Regulación inglesa vigente; 1.3. Regulación española e italiana; 2. Objeto de la prohibición: 2.1. ¿Protección del capital social?; 2.2. Protección del mercado- Manipulación de cotizaciones; 2.3. Protección de minorías- Abuso de administradores; 3. Asistencia financiera prohibida en la LGS: 3.1. Regulación de la prohibición; 3.2. Extensión de la prohibición- Fraude a la ley.- IV. Efectos de la prohibición sobre LBOs: Licitad general de los LBOs; 2. LBOs vía migración de recursos libres: 2.1. Con cargo a dividendos; 2.2. Con cargo al patrimonio resultante de la liquidación; 3. LBOs vía préstamo; 4. LBOs vía fusión: 4.1. Debate doctrinario; 4.2. Discrepancias jurisprudenciales: 4.3. Nuevas tendencias en la legislación comparada; 4.4. Posición personal.- V. Conclusión.

I. INTRODUCCIÓN

Muchas personas con seguridad recuerdan vívidamente aquella memorable escena de la película *Wall Street*, ganadora del Oscar de la Academia en 1986, en la que Michael Douglas, interpretando al financiero Gordon Gekko, se dirige a los accionistas de la empresa Teldar Paper Corp en defensa de su oferta para tomar el control de la misma, mencionando expresamente lo siguiente: *"El punto es, señoras y caballeros, que la codicia, a falta de una mejor palabra, es buena. La codicia es correcta. La codicia funciona... y la codicia —recuerden mis palabras— no sólo salvó a Teldar Paper sino también a esa otra corporación imperfecta llamada los Estados Unidos"*.¹

La escena descrita ilustra perfectamente lo que fue el mercado financiero norteamericano durante los ochentas, en un periodo que pasó a ser conocido como la *"década de la codicia"*.² El punto más alto en aquellos tumultuosos tiempos fue alcanzado, indudablemente, en 1988. En ese año, RJR Nabisco Inc. podía jactarse de ser una corporación bastante sólida y exitosa, dedicada principalmente a la industria de productos alimenticios y del tabaco.³ Era la propietaria de marcas individuales tan exitosas como las galletas Oreo y Ritz, así como las de los cigarrillos Winston, Camel y Premier.⁴ Su desempeño y patrimonio la ubicaba entonces en el puesto diecinueve del

* No quisiera dejar pasar esta oportunidad para expresar mi agradecimiento a don Adolfo Arias Martín, Profesor Titular de Derecho Mercantil de la Universidad de Málaga, y a don Luis Fernández del Pozo, Registrador Mercantil de Barcelona, por su gentil colaboración para la elaboración del presente trabajo. Asimismo, quisiera agradecer también a Rosario Umazaga Barrios, alumna de la Facultad de Derecho de la Universidad de Lima, por la valiosa asistencia brindada en la investigación de fuentes bibliográficas.

¹ KELLEY, David y SCOTT, Jeff. Gekko Echo: A closer look at the decade of greed. Revista Reason, Febrero 1993 (en línea) www.reason.com/9302/fo.dk.gekko.shtml [Consulta: 28 de marzo del 2004].

² *Ibidem*.

³ *Ver* VOELSTEIN, Fred. The barbarians are no longer at the gate. Revista U.S. News & World Report, 1989 (en línea) www2.uma.edu/hgorden/630/630documents/RJR%20Nabisco%20takeover.doc [Consulta: 27 de marzo del 2004].

⁴ *Ver* CASTRO, Janice. Dawn of the takeover giant. Revista Time, Noviembre 1988 (en línea) www2.uma.edu/hgorden/630/630documents/RJR%20Nabisco%20takeover.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004].

ranking de las empresas más grandes de Estados Unidos, habiendo obtenido US\$ 16 billones de ingresos brutos en 1987.⁵ Su capitalización de mercado bordeaba los US\$ 17 billones y sus acciones eran negociadas en alrededor de US\$ 56 por acción, aunque habían alcanzado anteriormente la cotización máxima de US\$ 71 por acción.⁶ Nadie habría podido predecir lo que estaba por ocurrir.

Corría el mes de octubre de 1988 cuando el CEO de Nabisco, Ross Johnson, se reunió con varios miembros del directorio de la empresa para explicarles que, tras el fracaso de los diversos esquemas implementados para maximizar el valor de las acciones de la compañía, había llegado a la conclusión de que el mejor camino a seguir era el del "Leveraged Buy-Out" (LBO). La sorpresa llegó momentos después, cuando Johnson comunicó a los directores su interés en ser él personalmente quien adquiriera la compañía. Al recibir esta noticia, los directores pidieron amablemente a Johnson que abandonara la sala de reuniones, dado que a partir de ese instante su condición pasó a ser la de un potencial adquirente.⁷

Tras 45 minutos de deliberación, los directores llamaron nuevamente a Johnson y le informaron que no estarían dispuestos a aceptar ofertas frívolas, entendiéndose por ello a nada que sea inferior al valor de cotización máximo histórico alcanzado por las acciones de Nabisco, vale decir, US\$71 por acción. Johnson se retiró por un momento para conferenciar con sus asesores financieros —la firma de banca de inversión Shearson Lehman Hutton— sobre un precio tentativo para la operación. El consejo que recibió fue que el negocio podría ser llevado a cabo confortablemente a un precio de US\$ 75 por acción, lo cual significaba un 35% por sobre el valor de cotización de la acción a esa fecha. Johnson transmitió dicho precio a los miembros del directorio, quienes a la mañana siguiente lanzaron un comunicado público informando al mercado que la compañía estaba considerando la idea de un LBO a un precio tentativo de US\$ 75 por acción.⁸

La información de la oferta llegó inmediatamente a oídos de Henry Kravis, un financista excepcional, líder de la firma Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR), la cual por entonces era la indiscutida especialista en materia de LBOs.⁹ La información en cuestión fue anunciada el jueves 20 de octubre y a KKR le tomó solo un fin de semana el preparar su oferta competidora. El lunes 24 KKR anunció su decisión de salir a competir con una oferta de US\$ 90 por acción. Así, tras el fracaso de una serie de negociaciones sostenidas entre KKR y la firma Shearson para llevar adelante la operación conjuntamente, se dio inicio a una competencia de precios de una magnitud nunca antes vista. Basta considerar que por cada dólar adicional incluido en la oferta por acción, el costo total de la operación se incrementaba en US\$ 250 millones.¹⁰

⁵ *Ver* *Idem*.

⁶ *Ver* SAVORITO, Bill. *How Ross Johnson blew the buyout*, Revista Fortune, Abril 1989 (en línea) www2.nyu.edu/hgordon/6395202/documents/RJR%20Nabisco%20Takeover.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004].

⁷ *Ver* Revista Time. *Where's the limit?: the biggest takeover battle in history raises questions about greed, debt and the well-being of American industry*, diciembre 1988 (en línea) www2.nyu.edu/hgordon/6395202/documents/RJR%20Nabisco%20Takeover.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004].

⁸ *Ver* GREENWALD, John. *\$25,000,000,000: buyout beats KKR as for Ross Johnson's group and walk off with RJR Nabisco, but the price came with a colossal debt load*, Revista Time, diciembre 1988 (en línea) www2.nyu.edu/hgordon/6395202/documents/RJR%20Nabisco%20Takeover.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004].

⁹ *Ver* BAKER, George y SMITH, George. *Leveraged management buy-outs at KKR: Historical perspectives on private equity, debt disciplines, and LBO governance*, Euronetey Institutional Investor PLC (en línea) www.allanetta.com [Consulta: 28 de marzo del 2004].

¹⁰ *Ver* SAVORITO, Bill. *How Ross Johnson blew the buyout*, Revista Fortune, Abril 1989 (en línea) www2.nyu.edu/hgordon/6395202/documents/RJR%20Nabisco%20Takeover.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004].

Tras una serie de ofertas y contraofertas, y un cúmulo de situaciones de toda índole que hicieron de esta operación el foco de atención de toda la prensa mundial, el directorio de Nabisco decidió finalmente aceptar la oferta definitiva presentada por KKR.¹¹ El valor final de la oferta ganadora, que comprendía una mezcla de efectivo y valores, fue calculado aproximadamente en US\$ 108.5 por acción. De esta forma, el valor total de la adquisición alcanzó la suma de US\$ 31.4 billones¹², en lo que fue —y sigue siendo hasta el día de hoy— la operación de LBO más grande de la historia.¹³

Lo interesante de esta operación, además de su magnitud, es el hecho de que la misma representó la consolidación definitiva del LBO como mecanismo de financiación para la adquisición de empresas. El simple hecho de que una firma como KKR, gestora de un fondo de inversión especializado en tomas de control apalancadas (LBOs), cuyo patrimonio administrado alcanzaba en ese entonces US\$ 5.6 billones¹⁴, se encuentre en capacidad de efectuar la adquisición de una de las compañías más grandes del mundo, revolucionó la manera de pensar de la sociedad financiera y generó un interés inusitado que dio pie a numerosos estudios enfocados en identificar las bondades y desventajas del mecanismo en cuestión.¹⁵

KKR había sido la firma pionera en temas de LBOs allá por los setentas y, en la época de la operación, era de lejos la firma más experimentada en la materia. La operación de Nabisco fue concretada básicamente bajo la misma estructura utilizada para todas las demás tomas de control apalancada que KKR había llevado a cabo hasta ese momento, vale decir, mediante un aporte de capital propio (bueno, de sus fondos administrados) que bordeaba el 10% del valor total de la operación. El resto de los US\$ 31 billones fue financiado mayormente con deuda, de los más variados tipos y perfiles, desde préstamos sindicados garantizados¹⁶, hasta los ya famosos *junk bonds*, para cuya estructuración y colocación se confió —como era usual— en la firma Drexel Burnham Lambert, líder indiscutible en este negocio gracias a su más célebre miembro, Michael Milken.¹⁷

Evidentemente, semejante nivel de deuda era imposible de ser repagado únicamente por KKR. Por ello, el respaldo y garantía de aquellos proveedores de deuda no estaba en el patrimonio de KKR o de sus fondos administrados, sino en el patrimonio y negocio de la compañía objeto de la adquisición, es decir, Nabisco. Igualmente, el servicio de los intereses y el principal debía necesariamente ser cubierto con parte del patrimonio y con los flujos de caja que genere la propia empresa adquirida. Esta es, precisamente, la idea básica que trasciende todo LBO: adquirir

¹¹ Tras esta operación, se consideró a KKR como una empresa holding industrial, en 1989 había ocupado el quinto lugar en ventas en Estados Unidos, detrás de General Motors, Ford, Exxon e IBM. Ver BAKER, George y SMITH, George. *Op. Cit.*

¹² Ver KOHLBERG KRAVIS & ROBERTS. *Tougher in a quarter of a century*, marzo, 2001, (en línea) www.kkr.com [Consulta: 27 de marzo del 2004].

¹³ KAISER, Kevin. *Corporate Restructuring: LBOs, MBOs and Going Private*, 1996, pp. 96, (en línea) www.auglia.com/CI/LectureNotes/LBOs.pdf [Consulta: 27 de marzo del 2004].

¹⁴ Ver CASTRO, Janice. *Op. Cit.*

¹⁵ Ver MILLER, Helger y PANUNZI, Fausto. *Tender Offers and Leverage*, Septiembre 2003, ECGI – Finance Working Paper No. 22/2003, AFA 2004 San Diego Meetings (en línea) <http://www.comdat.net/415480> [Consulta: 28 de marzo del 2004]. Ver también GARPINKEL, Michelle. *The causes and consequences of leveraged buyouts*, septiembre-octubre 1989 (en línea) http://research.stlouisfed.org/publications/review/890905/eyerapad_Sep_Oct1989.pdf. [Consulta: 28 de marzo del 2004].

¹⁶ Ver Revista U.S. News & World Report, Diciembre 1988, *Was KKR Nabisco's cooki-e creator?*, (en línea) www2.uma.edu/rgordon/63092004comprts/RJRS%20Nabisco%20Takeovers.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004].

¹⁷ Ver CASTRO, Janice. *Buddy, can you spare a billion?* Revista Time, Noviembre 1988 (en línea) www2.uma.edu/rgordon/63092004comprts/RJRS%20Nabisco%20Takeovers.doc [Consulta: 28 de marzo del 2004]. Ver también JARREL, Gregg. *Takeovers and Leveraged Buyouts*, en *The Concise Encyclopedia of Economics* (en línea) www.tandf.org/OLIBRARY/CSET/titles.html [Consulta: 19 de marzo del 2004].

una empresa con dinero prestado y, una vez obtenido el control de la misma, repagar los préstamos con el patrimonio y los flujos que genere la empresa adquirida. Es lo que antiguamente se llamaba una "bootstrap acquisition".¹⁸ Por ello, los expertos en LBOs —como KKR— buscan siempre empresas que se encuentren en un estado de madurez adecuado, que cuenten con flujos de fondos (*cash flow*) predecibles y en una cantidad superior a la que podrían reinvertir eficientemente en su negocio (la famosa "cash cow")¹⁹, y/o que cuenten con activos o unidades de negocio que no sean indispensables para el desarrollo de su objeto principal y que, consecuentemente, puedan ser vendidos para reducir la carga de pasivos derivados de la adquisición.²⁰

El concepto básico detrás de este tipo de operaciones era algo que no parecía ni era considerado incorrecto en los Estados Unidos. La operación en sí era percibida por la mayoría del público y autoridades como una variante más de cualquier otro tipo de operación de adquisición al crédito. A fin de cuentas, se sostenía que no existía mayor distinción entre un LBO y una operación por la cual un empresario adquiere un activo al crédito y utiliza el dinero generado por la explotación de ese activo para el repago del precio de adquisición. Discutible o no, lo cierto es que desde el punto de vista legal, no existían mayores restricciones de fondo que impidieran a cualquier potencial adquirente estructurar su operación de LBO bajo cualquiera de las distintas modalidades conocidas.²¹

Las ventajas de esta operación trascendieron rápidamente las fronteras estadounidenses y, al poco tiempo, se hablaba ya de este tipo de adquisiciones en los círculos financieros de Europa, principalmente en Inglaterra. Sin embargo, la proliferación de los LBOs por Europa se vio enfrentada a un serio obstáculo de orden legal, más específicamente, de naturaleza corporativa. Nos estamos refiriendo a la peculiar y extendida regulación europea en materia de asistencia financiera prohibida, la cual, en términos generales, impide que una sociedad preste cualquier tipo de colaboración financiera a quien pretenda con ella adquirir acciones emitidas por dicha sociedad.

Las normas sobre asistencia financiera prohibida tienen su origen en el derecho inglés de comienzos del siglo XX, como una extensión de las normas relativas a la adquisición de acciones de propia emisión (autocartera). De allí comienzan su expansión masiva hacia Europa continental, para llegar finalmente a su punto más alto de desarrollo con su introducción expresa en la Segunda Directiva Comunitaria en materia de Sociedades. A partir de esta norma comunitaria, todos los países integrantes de la comunidad europea se han visto en la necesidad de incorporar normas sobre asistencia financiera prohibida a sus legislaciones societarias nacionales; con distintos matices claro está, pero respetando la esencia recogida en la regulación supranacional.²²

No resulta difícil entender ni interpretar la regla por la que se encuentra prohibido que una sociedad preste dinero a un tercero para que este, a su vez, adquiera con esos fondos

¹⁸ OLSEN, Jonathan. *Note on leveraged buyouts*, Center for Private Equity and Entrepreneurship, Tuck School of Business at Dartmouth. (en línea) www.nha.tuck.dartmouth.edu/pocenter/mauch/pdf/5_LBO_Note.pdf [Consulta: 27 de marzo del 2004].

¹⁹ Ver THOMPSON, Iwan. *A look at LBOs and divestiture*, (en línea) www.groffia.com/globgraph/buyouts/513.html [Consulta: 19 de marzo del 2004].

²⁰ Ver SPARKS, Debra. *Return of the LBO*, en Revista Business Week, edición del 16 de octubre del 2000, (en línea) www.businessweek.com/2000/09/42b/3703116.htm?script=Printed [Consulta: 28 de marzo del 2004].

²¹ JEN, Li y WANG, Fiona. *Leveraged buyouts: inception, evolution, and future trends*, Revista Perspectives, Volumen 3, No. 6, (en línea) www.csisf.org/Perspectives/18_09000/contents.htm [Consulta: 27 de marzo del 2004].

²² Ver FERRAN, Elia. *Company Law and Corporate Finance*, Oxford University Press, Primera Edición, Cornwall, 1989, Capítulo 11. Ver también DAVIES, Paul. *Company's Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, sexta edición, Londres, 1997, pp. 263-280. Ver también SEALY, J.S. *Cases and Materials in Company Law*, Butterworths, Sexta Edición, Londres, 1996. Ver también PENNINGTON, R.R. *Company Law*, Londres, 1983, pp. 209-214.

acciones de la sociedad. Sin embargo, cuando la construcción legal se torna un poco más sofisticada y la prohibición comienza a extenderse a cualquier tipo de asistencia financiera, sin incorporarse expresamente una definición expresa del concepto, la cosa no es tan simple. Por ello, no es sorprendente que muchas de las estructuras que venían siendo utilizadas para implementar operaciones de LBO fueran alcanzadas por la prohibición. Después de todo, parecería que la idea básica detrás de toda operación de LBO se encuentra en clara contraposición con la idea básica detrás de la prohibición. Mientras la primera busca que un tercero compre las acciones de una sociedad y pague por ellas con fondos de la propia sociedad, la segunda busca impedir que la sociedad facilite fondos a un tercero para que adquiera sus acciones.

Pese a esta aparente contradicción conceptual, los financistas y abogados en Europa han sido lo suficientemente hábiles como para diseñar estructuras que se acomoden a la prohibición o que calcen dentro de la gama de excepciones previstas a la misma. La fuerza de los LBOs no pudo ser detenida por la incertidumbre que generaba en algunos casos la prohibición en cuestión. Sin embargo, el tiempo de asimilación de la figura varió mucho de una jurisdicción a otra. Así, en algunas jurisdicciones, como la inglesa, la prohibición no causó mella alguna y los LBOs encontraron terreno fértil para desarrollarse a plenitud. En España, por su parte, la discusión doctrinaria fue extensa, pero al final la mayoría se inclinó por sostener que determinadas estructuras de LBOs podían llevarse a cabo con la seguridad de no infringir la normatividad en mención.

Contrariamente, en otras jurisdicciones, como la italiana, el asunto resultó ser bastante conflictivo y largo, dada la serie de pronunciamientos judiciales contradictorios que se expidieron en relación a la legalidad de los LBOs²³, lo cual generó finalmente una inseguridad jurídica que impidió que la industria del LBO se desarrollara de forma importante en dicho país.²⁴ Afortunadamente, tras un largo debate, Italia ha aprobado recientemente una modificación expresa a su Código Civil para aclarar que los LBOs, en tanto cumplan con determinados requisitos, sí son legales. Tal modificación, empero, es tan reciente —acaba de entrar en vigencia en enero de 2004— que no existe aún una interpretación uniforme de la misma; por el contrario, ya han comenzado a escucharse algunas voces discordantes en torno a su aplicación a determinadas estructuras.²⁵

La discusión doctrinaria que ha generado el asunto de la legalidad de los LBOs a la luz de la prohibición de brindar asistencia financiera es bastante compleja y técnica. El debate y análisis de la cuestión legal normalmente está centrado en dos aspectos: (i) la regulación explícita de la prohibición en la norma de derecho interno respectiva; y (ii) la aplicación de los principios sobre fraude a la ley para analizar la materia controvertida en aquellos casos en que los alcances expresos de la prohibición resultan limitados. Ahora bien, el resultado del análisis no ha sido uniforme entre una jurisdicción y otra. Así, el hecho de contar con una regulación de la prohibición sumamente extensiva no garantiza la aplicación de la misma a los casos de LBOs (caso de Inglaterra, por ejemplo), mientras que una regulación limitada, por su parte, no garantiza la proliferación de operaciones de LBO (véase el caso italiano, por ejemplo).

²³ Ver NICXILLO, Bruno, *Il leveraged buyout nelle società a partecipazione*, Centro di ricerca per il diritto d'impresa, Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli, Febrero 2003 (en línea) www.gdrc.it/centrali/itaz/itabiblioteca/leverage/leverage.htm [Consulta: 27 de abril del 2004].

²⁴ Si se fijamos en las cifras del 2002, vemos que la contribución de Italia a la industria europea de Private Equity, medida en términos de volumen, no alcanza el 3% del mercado. Ver ASHURST MORRIS CRISP, *European M&A Developments*, Investment Banking Briefing, abril 2003, (en línea) www.ashurst.com [Consulta: 27 de marzo del 2004].

²⁵ Ver FORTOLANO COLELLA CAVALLO PROSPERITTI, *Non tutti sono così ansiosi di sapere in whether merger LBOs are legal*, En Italian Corporate Law Reform, Mayo 2003, (en línea) www.pcp.it/relat.asp?pagina=pubblicazioni [Consulta: 27 de marzo del 2004]. Ver también CLEMENTI, Maurizio y BANCONE, Vincenzo, *Leveraged buy-out: ora e più "legittimo"*, en *Bilancio Amministrativo & Finanza*, junio 2003 (en línea) www.apm.it/did/leggi/03/030603/03060301.pdf [Consulta: 25 de abril del 2004].

En el Perú, la regulación de figura de la asistencia financiera prohibida se encuentra contenida en el artículo 106 de la Ley General de Sociedades (en adelante LGS), el cual establece expresamente que "en ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio". Como puede apreciarse, el dispositivo transcrito contiene dos figuras distintas: (i) la prohibición de recibir acciones propias en garantía de préstamos o como contra-garantía; y (ii) la prohibición de conceder préstamos o constituir garantías a favor de un tercero (distinto a la sociedad) para que adquiera acciones de la propia sociedad.²⁶

Para efectos del presente trabajo, nos centraremos única y exclusivamente en la prohibición aludida en el acápite (ii) precedente, que es, en puridad, la que corresponde a la figura de asistencia financiera prohibida. Así, a primera impresión, resalta el hecho de tratarse de una norma bastante breve y concisa, que se limita a restringir el otorgamiento de préstamos y garantías. A diferencia de los principales ordenamiento europeos, el nuestro preferirá obviar toda alusión al término genérico e indeterminado (aunque indudablemente amplio) de asistencia financiera, centrando su atención en solo dos operaciones: préstamos y garantías.

El propósito del presente trabajo será, entonces, analizar las modalidades más comunes bajo las que se estructura generalmente una operación de LBO y determinar si es que las mismas podrían (o deberían) eventualmente verse afectadas por los alcances de la prohibición contenida en el artículo 106 de la LGS. Es claro que la regulación nacional de la figura es bastante limitada. Este hecho, sin embargo, no debería llevarnos a adelantar ninguna conclusión respecto a la legalidad de los LBOs. Basta mencionar, para guardar la cautela debida sobre el particular, que nuestra regulación es casi idéntica a la recogida por el artículo 2358 del Código Civil italiano, el mismo que, como señalamos precedentemente, ha dado lugar a jurisprudencia contradictoria que se ha encargado de frenar el desarrollo de las operaciones de LBO en Italia.²⁷

II. LBOs: DISEÑO Y ESTRUCTURACION

1. Aspectos Generales

Tras la descripción efectuada en la introducción precedente, resulta fácil identificar ahora aquellas notas características que definen el perfil de una operación de LBO. Así, como su propio nombre lo sugiere, un LBO es una operación diseñada exclusivamente para la adquisición de empresas, sea de la persona jurídica o de todos o algunos de sus activos. No será un LBO, entonces, aquella operación por la cual un fondo de inversión aporta capital a una empresa a cambio de una participación minoritaria en la misma. Esta podrá ser catalogada como una típica operación de *venture capital* o de *private equity*, pero no como un LBO. Para ello se requiere necesariamente la toma del control de la sociedad ("Target") o de sus activos.²⁸

Pero tampoco toda operación de toma de control encuadra dentro del perfil de un LBO. Para que ello ocurra se requerirá, además, que la toma de control sea financiada predominantemente con deuda. En su época de mayor auge, los niveles de deuda en operaciones de LBO alcanzaban fácilmente el 90% del valor de la operación. Actualmente, esos niveles se han

²⁶ Ver ELÍAS, Enrique, *Ley General de Sociedades Consentada*, Editorial Norma Legalpe, Lima 1998, pp. 217-218.

²⁷ Ver ANGELINI, Dana, *Aspetti finanziari del leveraged buy-out e problemi di qualificazione giuridica*, En revista di diritto bancario e finanziario di sì on line, abril 2001 (en línea) www.fidoma.com [Consulta: 29 de abril del 2004].

²⁸ Ver PERRY, Geoff y KOVARI, Istvan, *Leveraged buy-outs*, reporte preparado por la firma CMS Cameron McKenna, noviembre 2002, (en línea) www.sluemeta.com/duas/efebvstrea/2002/nov2426.php [Consulta: 30 de abril del 2004]. Ver también LOVELL, S. "Financing LBOs under German Law", diciembre 2001, (en línea) www.luvilla.com [Consulta: 27 de marzo del 2004].

reducido para situarse entre un 60-70%.²⁹ Sin embargo, pese a la disminución anotada, es claro que la deuda sigue siendo uno de los componentes esenciales para la caracterización de la figura.

Estos dos componentes, empero, no son suficientes para completar la definición correcta de un LBO. Si un inversionista decide tomar el control de *Target* y financiar la adquisición con un alto nivel de deuda, no necesariamente nos encontraremos frente a un LBO. Vemos que, por ejemplo, si las deudas incurridas para la operación son repagadas con fondos propios del inversionista o con fondos proporcionados por terceros ajenos a *Target*, no nos encontraremos frente a un LBO. Para que ello ocurra, el repago de la deuda incurrida debe necesariamente efectuarse con flujos provenientes, directa o indirectamente, de la propia empresa adquirida. Así, se sostiene que, en paridad, solo estaremos frente a una operación de LBO "en la medida en que los compromisos de pago contraídos frente a terceros por las compradoras para materializar la adquisición sean trasladados a la sociedad adquirida y entren a formar parte de su pasivo exigible".³⁰

2. Activos versus Acciones

Identificadas las características que dan forma a un LBO, es importante ahora detenernos por un momento para efectuar una aclaración pertinente. Tal como mencionáramos líneas atrás, todo potencial adquirente tiene siempre la posibilidad —por lo menos teórica— de estructurar su LBO como una operación que recaiga sobre los activos o las acciones de *Target*.³¹ Cuando nos encontramos frente a un LBO de activos —a diferencia de su contraparte sobre acciones— las dificultades en materia de restricciones societarias al otorgamiento de asistencia financiera desaparecen por completo. Las normas que restringen el otorgamiento de asistencia financiera en la totalidad de ordenamientos societarios que hemos tenido oportunidad de revisar poseen un denominador común: todas limitan los efectos de la prohibición exclusivamente al caso de adquisición de acciones.³²

En consecuencia, no existirá ningún inconveniente relacionado a la prohibición en cuestión para que una sociedad financie la adquisición de sus activos por parte de un tercero.³³ Por ello, el presente trabajo estará únicamente enfocado en el análisis de los efectos de la prohibición antes anotada sobre las operaciones de LBO que recaigan sobre las acciones de *Target*. Toda referencia a LBOs que se efectúe en adelante, por lo tanto, deberá entenderse como referida a LBOs sobre acciones.

²⁹ Ver JIN, Li y WANG, Fiona, *Leveraged buyouts: inception, evolution, and future trends*, Revista Perspectives, Volumen 3, No. 6 (en línea) www.cpa.com/Perspectives/3_063002/content.htm [Consulta: 27 de marzo del 2004]. Ver también PLATKOWSKI, Martin, *Leveraged buyouts in Poland*, TIGER Working Paper Series, 2001 (en línea) www.tiger.edu.pl [Consulta: 27 de marzo del 2004].

³⁰ AURIOLES, Martín, *Leveraged buy-outs y su integración en el derecho español de sociedades anónimas*, En Revista de Derecho Bancario No. 51, Edición Julio-Septiembre 1993, pag. 678. Señala acertadamente este autor que los LBOs se singularizan "porque el coste de la financiación acaba por ser soportado, directa o indirectamente, por la propia compañía que constituye el objeto de la adquisición".

³¹ Ver PAUL, Marc y WHITEFOORD, Charles, *Leveraging your knowledge of U.K. buyout transactions*, Informe preparado por la firma Baker & McKenzie (en línea) www.bakermck.com [Consulta: 30 de marzo del 2004]. Ver también SATRÚSTOLU, Beatriz, *Adquisiciones especiales (II)*, En *Regimen Jurídico de la Adquisición de Empresas*, Editorial Aranzadi, Navarra, 2001.

³² La lógica detrás de esta regla es evidente: el pretender extender la prohibición de asistencia financiera al caso de adquisición de activos imponería una limitación inaceptable a la capacidad de una sociedad de celebrar contratos de compraventa de activos al crédito.

³³ Ver ALVAREZ, José María y ARANBURU, Estibaliz, *Leveraged buy-outs in Spain*, Informe preparado por la firma española Gómez Azebo & Pando (en línea) www.azabopando.com [Consulta: 29 de marzo de 2004]. Ver también LOWELLS, *Financing LBOs under German Law*, *Rechtsatlas* 2001, (en línea) www.lawelle.com [Consulta: 27 de marzo del 2004].

3. Estructuras Típicas

Existen tres etapas claramente identificadas para llevar a cabo un LBO. En primer término, será necesario realizar la toma de control de *Target*. Esta etapa, dependiendo de si *Target* es una sociedad cotizada o no, podría involucrar la realización de una oferta pública de adquisición (OPA). Como segunda etapa, que puede desarrollarse antes, simultáneamente o después de la primera, encontramos la estructuración del financiamiento vía deuda de la operación. Usualmente, la deuda utilizada en operaciones de LBO es de dos tipos: (i) deuda *senior*²³, que puede encontrarse garantizada con determinados activos o simplemente gozar de un nivel de prelación superior al resto de deuda utilizada; y (ii) deuda *mezzanine*²⁴, constituida por todas aquellas deudas cuyo nivel de prelación las ubica entre las deudas *senior* y los accionistas de *Target*. Dependiendo de la magnitud del financiamiento, gran parte de la deuda *mezzanine* podría estar constituida por *junk bonds*.²⁵

Las dos etapas antes indicadas no han generado en la práctica ningún problema en su estructuración, dado que, en principio, no existe nada excepcional en su configuración. Es la tercera etapa —cuyo objeto es lograr que el peso de la deuda contraída por el adquirente para la toma de control de *Target* sea asumido por esta última— la que más obstáculos de orden legal ha tenido que sortear en las diversas jurisdicciones donde se ha pretendido llevar a cabo un LBO. Esta tercera etapa es, consecuentemente, la que a más variaciones estructurales se ha debido someter a fin de acomodar (o tratar de acomodar) su objeto a las restricciones legales aplicables a la figura de asistencia financiera.

Esta parte del presente trabajo estará dedicada, por lo tanto, a identificar aquellas estructuras legales que con mayor frecuencia han sido utilizadas para lograr que *Target* asuma válidamente el peso de las deudas incurridas por el adquirente para concretar la toma de control.

3.1. LBOs vía Fusión

Uno de los modelos más extendidos para la estructuración de operaciones de LBO es aquel que involucra la realización de una fusión post adquisición. Bajo este esquema, como paso previo a la adquisición, el potencial adquirente constituye una persona jurídica (referida como *Newco* o *Special Purpose Vehicle* – *SPV*), usualmente bajo la forma de una sociedad anónima o

²³ Véase VEGAS, José María, *Las compras apalancadas de empresas (LBO)*. En *Capital & Corporate*, Agosto/Septiembre... (en línea) www.capitalcorp.com/contenidos/index.asp [Consulta: 27 de marzo del 2004]. El citado autor explica que “la deuda preferente o senior puede tener varios tramos dependiendo del plazo y forma de amortización, siendo los tramos denominados “A” amortizables a un plazo medio de siete años (cada medio entre cuatro y cinco años) y los tramos B “bullet” o amortizables de una sola vez; el vencimiento del préstamo, a un plazo medio de ocho a nueve años. Evidentemente, el coste es mayor cuanto mayor sea el plazo y por lo tanto el riesgo intrínseco de la financiación”.

²⁴ Véase PAUL, Marc y WHITEFOORD, Charles, *Leveraging your knowledge of U.K. buyout transactions*, Informe preparado por la firma Baker & McKenzie (en línea) www.bakermckenzie.com [Consulta: 30 de marzo del 2004]. “Mientras el término americano, *high yield bond*” es utilizado para describir deuda no garantizada y usualmente subordinada, los británicos prefieren referirse a un financiamiento “*mezzanine*”. Este tipo de financiamiento es utilizado para llenar el espacio que queda en la transacción entre el patrimonio (*equity*) aportado por los promotores de la adquisición y los préstamos garantizados con los activos de la sociedad. Es decir, la denominada deuda *senior*. Encontrándose entre la deuda *senior* y el patrimonio aportado, es decir, en la *mezzanine*, este tipo de deuda normalmente no puede ser garantizada con ningún activo (...). Como tema práctico, la diferencia más importante entre *high yield bonds* y el financiamiento *mezzanine* es que los primeros pueden ser públicamente negociados en un mercado organizado, mientras que la deuda *mezzanine* generalmente no”.

²⁵ Resulta interesante revisar el trabajo de Lin & Wang sobre la estructura de financiamiento típica de un LBO en los ochentas, donde identifican más de tres tipos de financiamiento usualmente involucrados en estas operaciones: (i) Deuda *senior* (40%); (ii) Deuda *senior* subordinada (15%); (iii) Deuda subordinada; (iv) Financiamiento puente (facilidad temporal mientras se colocan los instrumentos de deuda subordinada); y (v) Financiamiento vía capital acciones preferente y comunes. Véase JEN, Li y WANG, Hona, *Leveraged Buyouts: inception, evolution, and future trends*, Revista *Perspectives*, Volumen 3, No. 6 (en línea) [Consulta: 27 de marzo del 2004]. www.oxfordjournals.org/doi/pdf/10.1093/oxfor/3.6

cualquier otra figura legal que brinde a sus socios la protección que otorga la responsabilidad limitada.²⁷

Newco es constituida con el único objeto de servir como vehículo para efectuar la adquisición de las acciones de *Target* y como ente receptor del financiamiento vía deuda previamente estipulado para completar la adquisición en cuestión. Vale decir, formalmente hablando, es *Newco* la que tomará el control de *Target* y la que asumirá la obligación de pagar las deudas contraídas para dicha adquisición. Sin embargo, nótese que *Newco* es una sociedad que no posee el respaldo patrimonial suficiente para afrontar el nivel de pagos derivado de un apalancamiento tan alto. Por ello, los préstamos convenidos para efectuar la adquisición son obtenidos gracias al ofrecimiento que se hace a los proveedores de deuda de una garantía genérica sobre la totalidad del patrimonio de *Target*. La constitución de esta garantía genérica, como veremos a continuación, quedará perfeccionada mediante la fusión de *Newco* y *Target*.

Una vez concretada la toma de control de *Target* con los fondos prestados a *Newco*, se produce inmediatamente una fusión entre ambas empresas, la misma que, por tratarse de una fusión entre subsidiaria y matriz, se encuentra normalmente sujeta a un procedimiento abreviado para su conclusión. Esta fusión, cuando se produce dentro del marco de una operación de LBO, tiene usualmente como objeto principal (sino único) el permitir que se produzca una transferencia a título universal de la totalidad del patrimonio de la sociedad absorbida a la sociedad absorbente. Es decir, tanto los activos como los pasivos de la primera pasan a engrosar (o reducir en caso de balance negativo) el patrimonio de la segunda. La nota relevante de esta operación viene a ser, como es evidente, el hecho de que el gran pasivo contraído por *Newco* para llevar a cabo la operación pasa inmediatamente a encontrarse ahora respaldado por el patrimonio de *Target*.

La fusión en cuestión puede efectuarse bajo dos modalidades, a saber: (i) *Forward Merger LBO*, por la cual *Newco* absorbe a *Target*, de modo tal que la totalidad del patrimonio de la segunda es trasladado a la primera, con la consiguiente extinción de la personalidad jurídica de *Target*; y (ii) *Reverse Merger LBO*, que, contrariamente a la antes descrita, importa la absorción de *Newco* por parte de *Target*, con el consiguiente traslado de todo el patrimonio de la primera (incluyendo la gran deuda contraída para la adquisición) a la segunda.

3.2. LBOs vía Transferencia de Fondos

Además del típico modelo vía fusión, la práctica financiera ha desarrollado también otros esquemas de LBOs en los que los pasivos asumidos para concretar la adquisición terminan respaldados con los activos de *Target* sin necesidad de recurrir a una fusión. Bajo esta figura, al igual que en el caso anteriormente descrito, el primer paso radica también en constituir *Newco*.

Una vez que el adquirente ha logrado comprometer el nivel de deuda requerido para la operación, se procede a la suscripción de un contrato de préstamo —usualmente a corto plazo y no garantizado— entre *Newco* y los proveedores de deuda, con cuyo producto *Newco* procede a la adquisición de *Target*. En aquellos casos en que la suscripción de este contrato de crédito a corto plazo sea resistido por los proveedores de fondos, o que su costo inherente resulte ser un obstáculo demasiado importante para la concreción de la operación, es posible recurrir a una figura alternativa. En vez de solicitar un crédito de terceros para efectuar la adquisición, es posible estructurar la misma como una adquisición con pago de precio diferido. De esta forma,

²⁷ Sobre los LBOs con Pasiva puede consultarse los siguientes trabajos: AURIOLÉS, Martín. *Op. Cit.*, p. 645; SATRÚSTEGUI, Beatriz. *Op. Cit.*, p. 405; FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis. *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera* (Art. 31 LSA). *Revista de Derecho de Sociedades*. Editorial Amazul, año II, 1994, p. 39; MIRA VALLET, Jorge. *Op. Cit.*; MULLER, Helger y PANUNZI, Paolo. *Op. Cit.*

al tratarse de una compra a crédito, la facilidad financiera vendría del lado de los propios tenedores de acciones de *Target*.

Tanto en uno como en otro supuesto, el paso siguiente es siempre el mismo. Una vez que *Newco* haya adquirido el control de *Target*, adoptará inmediatamente las decisiones societarias necesarias para que *Target* obtenga un préstamo por un monto equivalente al total del principal e intereses correspondientes al préstamo inicialmente obtenido por *Newco* o, en su caso, al total del saldo de precio adeudado a los anteriores accionistas de *Target*. Este nuevo préstamo, al ser uno obtenido por *Target*, se encontrará respaldado por todo el patrimonio de la mencionada empresa, estableciéndose incluso, con bastante frecuencia, garantías específicas sobre determinados activos.

Una vez obtenido el monto del préstamo, *Target* procederá a trasladar a *Newco* tales fondos con el objeto de que esta última repague el crédito inicialmente contratado para la adquisición y/o, en su caso, pague el saldo de precio adeudado a los antiguos accionistas de *Target*. El traslado de los indicados fondos se instrumenta como un pago de dividendos o una simple distribución de reservas de libre disposición, en caso existir alguna de estas cuentas u otras no vinculadas. De lo contrario, dicho traslado queda instrumentado como un simple préstamo de una subsidiaria (*Target*) a su matriz (*Newco*).⁴⁸

3.3. LBOs vía Liquidación

Bajo esta estructura, el potencial adquirente constituirá una empresa vehículo *Newco* para que, tal como ocurrió en los dos casos anteriores, funcione como receptora formal de los fondos objeto del financiamiento y, asimismo, concrete la adquisición de las acciones de *Target*.

Tomado el control de *Target*, *Newco* procederá a la adopción de los acuerdos correspondientes para lograr la disolución y liquidación formal de *Target*. Como producto de la liquidación de *Target*, se espera que la totalidad del patrimonio remanente de esta última sea trasladado a *Newco* en su calidad de accionista, probablemente única. Una vez concluida la operación de transferencia e incorporado el negocio de la extinguida *Target* al patrimonio de *Newco*, esta última procede a renegociar los términos del financiamiento inicialmente obtenido para la adquisición de acciones, esta vez bajo el perfil típico de toda operación de LBO, vale decir, con la inclusión de deuda garantizada con los activos adquiridos y deuda subordinada.⁴⁹

Existe una variante de esta alternativa que resulta ser bastante común en aquellas jurisdicciones —especialmente europeas— en las que el marco normativo permite estipular contractualmente la transferencia a título universal de la totalidad de activos y pasivos. En estos casos, la adquisición de la totalidad de las acciones de *Target* por parte de *Newco* viene acompañada de la referida cesión global de activos y pasivos. Esta transferencia ofrece como ventaja el permitir acelerar los plazos —usualmente extensos— involucrados en una liquidación corporativa.⁵⁰

3.4. Otras Estructuras

Adicionalmente a las estructuras detalladas precedentemente, encontramos una gran variedad de esquemas que, aunque en menor medida, también han sido utilizados en algunas jurisdicciones para llevar a cabo operaciones de LBO. Así, por ejemplo, tenemos el caso del LBO estructurado mediante la venta a *Newco* de determinados activos de *Target*, por un precio equivalente al monto del préstamo obtenido por la primera para la concreción de la adquisición

⁴⁸ Ver AURIOLLES, María, Ob. Cit., p. 645; Ver también SATRÚSTEGUI, Beatriz, Op.Cit., p. 405

⁴⁹ Ver PIATKOWSKI, Martín, Ob.Cit. Ver también AURIOLLES, Ob. Cit., p. 645; SATRÚSTEGUI, Beatriz, Ob.Cit., p. 405

⁵⁰ Ver SATRÚSTEGUI, Beatriz, Ob.Cit., p. 407. Ver también ALVAREZ, José María y ARANBURU, Fernando, Ob. Cit.

de esta última. Esto para que, de forma simultánea, los activos objeto de venta sean transferidos nuevamente a Target en una suerte de *lease-back*, en virtud al cual deberá pagar a Newco determinadas cuotas mensuales que, como es evidente, permitirán a ésta cumplir con el servicio de la deuda contraída inicialmente para realizar la adquisición.⁴³

Otro caso ilustrativo es aquel que importa la adquisición de las acciones de Target con un préstamo no garantizado para que, seguidamente, Newco adquiera de Target la totalidad de los activos y pasivos de esta última a precio de mercado, el mismo que usualmente concuerda con el valor pagado —instantes previos— por la totalidad de las acciones de Target. Los ingresos percibidos como producto de la compraventa son distribuidos por Target a su único accionista (Newco) —sea vía dividendos o préstamo— para que éste, posteriormente, adecue la valoración en libros de su participación sobre la totalidad del capital de Target mediante la amortización total de dicho importe, compensando esta pérdida contra los dividendos u otras distribuciones percibidas de Target. Así, una vez completada la adquisición del patrimonio de Target por Newco, se procede a la refinanciación del préstamo concedido inicialmente para la adquisición y al otorgamiento de las garantías acordadas.⁴⁴

III. ASISTENCIA FINANCIERA PROHIBIDA

1. Aspectos Generales

1.1. Evolución

Tal como indicamos en la introducción del presente trabajo, la figura de asistencia financiera prohibida fue concebida por el derecho inglés a comienzos del siglo XX, viéndose plasmada legislativamente por primera vez en la sección 45 de la *Companies Act* de 1929. La justificación para la introducción de semejante medida fue explicada por Wilfrid Green⁴⁵ —en su condición de presidente del *Green Committee*⁴⁶— en los siguientes términos:

*"En años recientes ha hecho su aparición una práctica que nosotros consideramos es bastante impropia. Un sindicato acuerda adquirir de los accionistas existentes un número suficiente de acciones que le permita tomar el control de la compañía; el dinero para dicha adquisición es proporcionado por un banco vía un préstamo temporal por un día o días; los representantes del sindicato son designados directores en reemplazo de los antiguos miembros e inmediatamente proceden a prestar al sindicato, de los fondos de la compañía (y usualmente sin garantía), el dinero requerido para repagar el préstamo bancario. Así, ocurre que, en efecto, es la propia compañía la que proporciona los fondos para la adquisición de sus propias acciones. Este resulta ser un clásico ejemplo, aunque existen, por supuesto, muchas otras variaciones. Este tipo de acuerdos nos parece que ofenden el espíritu, sino la letra, de la ley que prohíbe a una compañía negociar sobre sus propias acciones, y su práctica se encuentra abierta a los más graves abusos".*⁴⁷

Sobre la base del razonamiento antes citado, la referida norma de 1929 prohibió que las compañías provean, directa o indirectamente, cualquier tipo de asistencia financiera en relación

⁴³ Véase AUBIOLES, Ob. Cit., p. 644, nota 10. Véase también MONTALENTI, Paolo, *Il leveraged buy-out*, Milán, 1991, p. 18-22.

⁴⁴ Véase SATRÚSTEGUI, Beatriz, Ob. Cit., p. 407. Véase también ALVAREZ, José María y ARANBURU, Estibaliz, Ob. Cit.

⁴⁵ Lord Green ya había manifestado su posición al respecto en el caso *Re VGM Holdings Ltd*.

⁴⁶ Este fue el nombre que recibió el comité designado en 1925 por el gobierno inglés para revisar y efectuar recomendaciones para la modificación de la Ley de Sociedades, en honor de quien lo presidía, señor Wilfrid Green, K.C.

⁴⁷ GREEN COMMITTEE, *Report of the Company Law Amendment Committee*, Cmd 2657 (1926), párrafo 30 (en línea) www.takereers.gov.in/diglib/sgl/Content/D-529 [Consultado: 27 de marzo del 2004].

a la adquisición (realizada o por realizarse) de sus propias acciones por terceras personas, sea bajo la forma de préstamo, afianzamiento, entrega de garantías, o cualquier otro. Asimismo, desde aquel primer momento se introdujeron como excepciones a la prohibición los casos de aquellas compañías cuyos negocios ordinarios incluyen los préstamos de dinero y de asistencia financiera prestada a los trabajadores de la compañía para la adquisición de acciones.⁴⁶

Posteriormente, la referida norma fue reemplazada por la sección 54 de la *Companies Act* de 1948, la cual, aunque mantuvo la estructura básica de su predecesora, se preocupó por llenar algunos vacíos relacionados a la asistencia para la suscripción de acciones y la brindada por una subsidiaria para la adquisición de acciones de su matriz. La regulación introducida por dicha norma, sin embargo, no quedó libre de críticas. La disconformidad manifestada por la comunidad legal estaba circunscrita a la amplitud y generalidad con que había sido redactada la norma, al punto que parecía sancionar determinadas operaciones que no merecían serlo.⁴⁷

Por ello, en 1959 se decidió encargar al honorable Lord Jenkins la presidencia de un nuevo comité que se dedicaría, entre otras cosas, al análisis exhaustivo de la regulación sobre asistencia financiera prohibida. Tras cumplir con la función encomendada, el denominado *Jenkins Committee* emitió su reporte en 1962, formulando una serie de recomendaciones tendientes a mejorar la regulación de la figura.⁴⁸ En dicho reporte, el indicado comité explicó el trasfondo de su razonamiento en los siguientes términos:

"[...] Si las personas que no pueden conseguir los fondos necesarios para adquirir el control de una sociedad, sea de sus propias fuentes, o prestándoselas bajo su propio riesgo, obtienen el control de una sociedad con grandes activos suponiendo que ellos usaran los fondos de la sociedad para pagar por sus acciones, nos parece a todos muy probable que la sociedad se verá privada de sus fondos, sea contra una garantía inadecuada o por una contraprestación ilusoria".⁴⁹

Este comité reconoció que la redacción del dispositivo legal bajo análisis carecía de la claridad necesaria para asegurar que se sancionen solo aquellas "malas prácticas" y evitar, de esta forma, que se perjudiquen aquellas operaciones de toma de control y amalgamiento llevadas a cabo honestamente. A tal efecto, en un intento por identificar el denominador común atribuible a aquellas malas prácticas, dicho comité argumentó lo siguiente:

"Los casos en los que han ocurrido malas prácticas realmente escandalosas poseen esta característica en común: que un adquirente se encuentra en control de una compañía con grandes activos líquidos justo cuando él se encuentra bajo la obligación de pagar por dicho control, no teniendo ninguna posibilidad de pagar por el mismo sino es echando mano a los fondos de la compañía. El único resultado probable resulta muy familiar: de una forma u otra el adquirente utilizará los fondos de la compañía para pagar sus obligaciones y, cuando tales hechos sean finalmente descubiertos, las acciones que la ley franquee a la compañía carecerán de todo valor, sea por que el adquirente ha desaparecido, ha dispuesto de sus activos, o ha devenido en insolvente, con lo cual tanto los accionistas minoritarios como los acreedores sufrirán las consecuencias".⁵⁰

⁴⁶ *Companies Act 1929*, artículo 45.

⁴⁷ Ver JENKINS COMMITTEE, *Report of the Company Law Committee*, Cmd 1749 (1962), párrafo 171 (en línea) www.bkris.com.ar/an/display.asp?ContentID=543 [Consulta: 27 de marzo del 2004].

⁴⁸ JENKINS COMMITTEE, *Op. Cit.*, párrafo 172.

⁴⁹ *Ibidem*.

⁵⁰ *Ibidem*, párrafo 176.

En 1977, tras el reporte *Jenkins*, la figura de asistencia financiera indebida recibió el respaldo que necesitaba para su internacionalización al ser incorporada en el artículo 23 de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo (en adelante la Segunda Directiva), relativa a la constitución de sociedades anónimas y al mantenimiento y modificación de su capital. A partir de esta regulación —aplicable únicamente a sociedades con acciones cotizadas públicamente— todos los países miembros de la Comunidad Europea tuvieron que incorporar la figura en cuestión dentro de su derecho interno. El texto recogido por el indicado artículo establece expresamente lo siguiente:

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 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. No obstante, estas transacciones y operaciones no podrán tener por efecto que el activo neto de la sociedad sea inferior al importe mencionado en la letra a) del apartado 1 del artículo 15.²¹

3. El apartado 1 no se aplicará a las operaciones efectuadas con miras a la adquisición de acciones mencionadas en la letra b) del apartado 1 del artículo 20.²²

1.2. Regulación Inglesa Vigente

Ya sobre la base de la nueva regulación comunitaria sobre la materia, la figura en cuestión evolucionó considerablemente dentro del derecho inglés —debido principalmente a una serie de casos que habían puesto en evidencia la necesidad de aclarar determinados aspectos de la prohibición²³— en un proceso que culminó finalmente con la inclusión del capítulo VI en la nueva (y aún vigente) *Companies Act 1985*, que reguló extensivamente la figura, incluyendo sus alcances, definiciones y excepciones, en los artículos 151 al 158.

La definición general de la figura, contenida en el artículo 151, no dista mucho de la contenida en la *Companies Act 1948*. La norma citada establece, básicamente, que cuando una persona está adquiriendo o se propone adquirir acciones de una sociedad, se encuentra prohibido que dicha sociedad o cualquiera de sus subsidiarias otorgue asistencia financiera, directa o indirectamente, para el propósito de dicha adquisición, sea antes o al mismo tiempo en que la mencionada adquisición se está llevando a cabo.²⁴ Igualmente, se prohíbe también el otorgamiento de asistencia financiera con el propósito de reducir o liberar las obligaciones incurridas por un tercero para la adquisición de acciones de la sociedad asistente.²⁵

Seguidamente, el artículo 152 de la referida norma establece una definición bastante amplia de lo que debe entenderse por "asistencia financiera". Este concepto, en principio, engloba cualquier

²¹ El literal a) del apartado 1 del artículo 15 reza expresamente lo siguiente: "Aparte de los casos de reducción del capital suscritos, no podrá hacerse distribución alguna entre los accionistas cuando, en la fecha de cierre del último ejercicio, el activo neto resultante de las cuentas anuales sea, o fuese a ese caso consecuencia de una distribución, inferior al importe del capital suscrito aumentado con las reservas que la ley o los estatutos no permitieran distribuir".

²² El citado literal b) se refiere a "...las acciones enteramente liberadas emitidas por una sociedad de inversiones de capital fijo".

²³ Los casos que motivaron la modificación legislativa fueron *Belmont Finance Corp. v. Williams Furniture Ltd (No.2)* y el caso *Armitage Hick Northern Ltd v. Whitehouse*. La descripción detallada de los hechos correspondientes a dichos casos puede ser consultada en FERRAN, Ellis, *Op. Cit.* p. 375. Véase también DAVIS, Paul, *Op. Cit.* p. 268.

²⁴ *Companies Act 1985*, artículo 151(1).

²⁵ *Companies Act 1985*, artículo 151(2).

tipo de ayuda financiera brindada por medio de donaciones o regalos, garantías, resguardos o indemnizaciones, préstamos o cualquier otro tipo de acuerdo por el cual las obligaciones de la sociedad cuyas acciones son objeto de adquisición deben ser cumplidas antes que las obligaciones de la contraparte²⁶, novaciones o cesiones de derechos. Adicionalmente, como para evitar que nada se escape de la prohibición, dicha norma restringe cualquier otro tipo de asistencia financiera brindada por una sociedad que no posee un patrimonio neto positivo o cuyo patrimonio neto se vería reducido de forma material, vale decir, en un monto relativamente sustancial para la sociedad.

Completando la regulación general de la figura, el artículo 153 establece una relación detallada de todos aquellos supuestos de asistencia financiera que han sido expresamente exceptuados de la prohibición. Así, siguiendo la línea de la *Companies Act 1948* y de la Segunda Directiva, se incluyen como excepciones algunos supuestos clásicos, tales como la repartición de acciones liberadas, las transacciones llevadas a cabo por mandato judicial y la distribución de activos bajo la forma de dividendos legalmente declarados o efectuada en un proceso de disolución y liquidación. Asimismo, también excluidos se encuentran los préstamos de dinero efectuados dentro del curso ordinario del negocio por aquellas sociedades cuyo giro ordinario es precisamente el préstamo de dinero, y aquellas contribuciones efectuadas para el establecimiento de programas de participación de trabajadores o similares.²⁷

Lo interesante y novedoso en esta sección viene dado por aquella excepción introducida con el objeto de separar las operaciones de asistencia financiera prohibidas de aquellas operaciones que, pese a encuadrar dentro del supuesto prohibido, son realizadas de buena fe, con un objeto distinto al de facilitar la adquisición de acciones. En este sentido, la sección 153(1) y (2) establece que una sociedad no estará prohibida de prestar asistencia financiera, antes o después de la adquisición de acciones, si es que la misma es prestada de buena fe en interés de la sociedad, persiguiendo un propósito principal distinto al de la sola adquisición de acciones o como parte incidental de un propósito mayor perseguido por la compañía.²⁸

1.3. Regulación Española e Italiana

Por otro lado, la figura bajo análisis fue igualmente acogida por la regulación societaria española, aunque no con el detalle de su similar inglesa. La Ley de Sociedades Anónimas de 1989 reguló la prohibición en su artículo 81, estableciendo expresamente que *"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"*.²⁹ Tras esta breve definición, la norma española se encarga de exonerar del rigor de la prohibición a aquellas operaciones de asistencia financiera realizadas en beneficio del personal de la empresa, para seguidamente exonerar también a aquellas operaciones de asistencia financiera llevadas a cabo

²⁶ Resulta sumamente ilustrativo el ejemplo que nos brinda Davis: *"Cuando una sociedad dedicada a la comercialización de diamantes decide vender un diamante a un cliente por £100/000 pagaderos en diez meses, con la intención real de que dicho cliente pueda vender el diamante a utilizinglo como garantía para obtener los fondos necesarios para adquirir acciones de la sociedad en meses"*. En DAVIS, *Prac. Ob. Cit.* Pág. 265, nota 24.

²⁷ *Companies Act 1985*, artículo 153 (4) y (5), respectivamente.

²⁸ La interpretación de dicha excepción ha sido y continúa siendo uno de los temas más controvertidos en materia societaria en Inglaterra hasta el día de hoy. Tal disposición ha sido ya sometida al criterio jurisprudencial de la Cámara de los Lores, en el caso *Brady vs. Brady*, donde se determinó la distinción entre el propósito de una transacción de los motivos o motivos que la inspiran. Sin embargo, aún existen muchas dudas respecto a su aplicación y ya existen propuestas legislativas para modificar dichos dispositivos. Véase DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY, *Company Law Reform: Proposals for Reform of Sections 151-158 of the Companies Act 1985* (en línea) www.dti.gov.uk/ckd/finanet.pdf [Consulta: 25 de abril del 2004]. Véase también FERRAN, Erika, *Ob. Cit.* p. 393.

²⁹ Véase FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, *Participación de trabajadores y directivos en el capital de las sociedades anónimas. Examen de la cuestión en derecho mercantil*, Revista de Derecho Mercantil No.234, octubre-diciembre 1999, Madrid, p. 1798.

por entidades de crédito dentro del marco de las operaciones ordinarias propias de su objeto social.

Mucho más sucinta aún resulta ser la regulación de la figura por la que se optó en jurisdicción italiana. Así, la parte pertinente de la sección 2358 del Código Civil italiano establece literalmente que "la sociedad no podrá otorgar préstamos o garantías para la adquisición de sus propias acciones". A renglón seguido, el dispositivo citado continúa bajo el siguiente tenor: "La sociedad no puede ni directa ni indirectamente ni a través de una sociedad fiduciaria, aceptar sus propias acciones como garantía".⁶⁹ Como podemos apreciar, la regulación italiana de la figura bajo análisis es bastante similar (casi idéntica) a la contenida en el artículo 106 de nuestra LCS. Por ello, será de suma importancia analizar el desarrollo que ha tenido la jurisprudencia y doctrina de dicho país sobre la materia para tener una idea cabal de lo que podrían ser los alcances de nuestro dispositivo.

2. Objeto de la Prohibición

El objeto central de la prohibición es un tema que ha estado abierto a debate durante muchísimo tiempo, aunque finalmente parecería que la doctrina es ya pacífica respecto a la determinación del mismo. En todo caso, es importante tener en mente que la determinación de dicho objeto resulta ser de extrema importancia para los efectos del presente trabajo, dado que nos ayudará a pronunciarnos respecto a la validez de aquellas operaciones que, sin contravenir flagrantemente la letra de la prohibición, podrían contravenir el objeto perseguido por la misma.

El objeto general histórico de la prohibición fue claramente señalado por Lord Green al resolver un caso inglés que sentó precedente en la materia⁷⁰, en los siguientes términos:

"Aquellas cuya memoria les permite recordar lo que había estado pasando durante muchos años tras la gran guerra, recordarán que una forma muy común de transacción societaria era aquella por la cual personas —lítmense financieros, especuladores o como sea— al encontrar una sociedad con una caja sustancial o activos fácilmente liquidables, adquirían la totalidad o una gran parte de las acciones en efectivo y estructurarían la operación de forma tal que el dinero para cancelar el precio de compra adeudado era proporcionado por la propia sociedad cuyas acciones eran adquiridas, sea directamente de su caja o mediante la liquidación de inversiones líquidas. Esta era un tipo de transacción muy común y originó gran insatisfacción y, en algunos casos, grandes escándalos".

Apreciamos entonces que, en principio, la finalidad central de la prohibición va encaminada a asegurar que aquellos que adquieren acciones de una sociedad lo hagan con sus propios recursos y no con los que pertenecen a la sociedad.⁷¹ Esta estructura, que en términos generales resulta ser la base de toda operación de LBO, llegó incluso a ser descrita por Lord Denning, en otro caso inglés de relevancia, como un simple engaño o trampa.⁷² Sin embargo, dejando los calificativos de lado, consideramos necesario indagar un poco más para lograr identificar el por qué de dicha prohibición. Si nadie ve con malos ojos el hecho de adquirir un activo al crédito para pagar su

⁶⁹ Ver ADAMS, Charles y NOVO, Massimo, *Will "leveraged buy-out transactions" be left to legal? Reporte publicado por la firma de abogados Clifford Chance LLP (en línea) www.cliffordchance.com [Consulta: 28 de marzo del 2004]. Ver también PORTOLANO CELELLA C'AVALLI PROSPERETTI, *New Italian rules can't stop deals on whether buying LBOs are legal*. En *Italian Corporate Law Reform*, Mayo 2003 (en línea) www.pcep.it/celex/ent/2003m05/030501.htm [Consulta: 27 de marzo del 2004].*

⁷⁰ *Re WGB Holdings Ltd* [1942] CB 235, CA, 239. Es interesante notar que Lord Green —uno de los ponentes en este caso— fue quien presidió el comité legal que propuso la introducción de la prohibición de asistencia financiera a la Companies Act inglesa de 1929.

⁷¹ FERRAN, ELLA, Ob. Cit. p. 372.

⁷² El caso referencado *Wallerstein v. Moir* [1974] 3 All ER 217, CA, 222, es el cual Lord Denning MR se refirió a lo que él consideraba un engaño, y lo calificó expresamente como un "trick". Ver FERRAN, ELLA, Ob. Cit. p. 372.

precio con el producto de su explotación, cabe preguntarse entonces porque se sanciona como un engaño el hecho de adquirir acciones de una sociedad (y con ello quizás el control de esta) cuyo precio será pagado con lo que genere el negocio de la misma.

2.1. ¿Protección del Capital Social?

Cuando el *Green Committee* sustentó la necesidad de incorporar la prohibición dentro de la legislación corporativa inglesa, echó mano a los mismos argumentos utilizados para justificar la prohibición de realizar negocios sobre acciones de propia emisión. El propio Lord Green, en su ya citado reporte, mencionó expresamente —tras describir un clásico supuesto de asistencia financiera— que “tal acuerdo nos parece que atenta contra el espíritu, sino la letra, de la ley que prohíbe a una sociedad comercializar sobre sus propias acciones”⁹⁴, la misma que principalmente busca proteger la integridad del capital social. Igualmente, la exposición de motivos de la Segunda Directiva explica que todos los regímenes limitativos de las operaciones societarias que regula tienen como finalidad común el preservar el capital social como garantía de los acreedores.⁹⁵

Sin embargo, años más tarde, cuando el *Jenkins Committee* analizó el tema de la prohibición, dejó constancia expresa de su desacuerdo con la conclusión vertida por el *Green Committee* respecto al objeto de la misma. En su reporte, Lord Jenkins mencionó expresamente que “no consideraban que la práctica por la cual una sociedad presta asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones necesariamente atenta contra la regla de que una sociedad no puede adquirir sus propias acciones”. Más aún, sostuvo que si tal fuera su único objeto, “hubieran sentido algunas dudas respecto a si valdría la pena mantener la prohibición”.⁹⁶

En igual sentido opina Davis, quien sostiene expresamente que “superficialmente, el que una compañía preste de financiamiento a alguna persona para permitirle que adquiera sus acciones podrá parecer semejante a una operación de adquisición de acciones por la propia compañía, y ser igualmente objetable por reducir indebidamente el capital de la sociedad”.⁹⁷ Sin embargo, según el mencionado autor, dicha figura involucra temas completamente distintos a la protección del capital social.

En efecto, tal como lo reconoció en su momento el aludido *Jenkins Committee*, el trasfondo de la regulación sobre adquisición de acciones propias y sobre asistencia financiera es básicamente distinto. Cuando una sociedad adquiere acciones de propia emisión debe necesariamente amortizarlas y reducir su capital social o, alternativamente, conservarlas en cartera cuando la adquisición se realiza con cargo a cuentas de libre disposición.⁹⁸ Este mandato ha sido cuidadosamente diseñado para proteger la integridad del capital social, dado que, según lo que la teoría societaria plantea, no debe admitirse la devolución de aportes a los accionistas, sino únicamente bajo los mecanismos legales establecidos para proteger los intereses de acreedores: reducción de capital o distribución de cuentas libres.⁹⁹

Sin embargo, en el caso de la figura de asistencia financiera, cuando una sociedad le otorga un préstamo a un tercero para facilitar la adquisición de sus acciones, no se produce una devolución indebida de aportes. Lo único que ocurre es una sustitución de cuentas en el lado activo del balance de la sociedad asistente: se intercambia el activo utilizado para brindar la

⁹⁴ GREEN COMMITTEE, *Op. Cit.*, párrafo 30.

⁹⁵ FERNÁNDEZ DEL PUZO, Luis, *Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera* (artículo 91 LSA), *Revista de Derecho de Sociedades*, Editorial Anaya, año II, 1994, p. 20.

⁹⁶ JENKINS COMMITTEE, *Op. Cit.*, párrafo 173.

⁹⁷ DAVIS, Paul, *Op. Cit.*, p. 263.

⁹⁸ En el Perú, ver el artículo 104 de la LIS sobre adquisición de acciones de propia emisión.

⁹⁹ Ver LÓPEZ SANDOVAL, Eduardo L., *Acciones en Cartera*, Tesis para optar el título de abogado, Universidad de Lima, 1998.

asistencia financiera (ejemplo, dinero o valores) por una cuenta por cobrar al tercero beneficiado por la asistencia. La situación patrimonial de la sociedad tras la realización de dicha asistencia financiera permanecería inalterable y la relación entre el patrimonio neto y el capital social no sufriría variación alguna. El mismo razonamiento puede ser aplicado al caso de asistencia financiera prestada mediante el otorgamiento de garantías.

En tal sentido, apreciamos que el objeto de la prohibición, desde la perspectiva de la integridad del capital social, "no es muy clara cuando como consecuencia de la operación o negocio de asistencia financiera no se disminuye la cifra de retención ni el patrimonio".⁷⁶ Sin embargo, sí existiría cierta identidad en el caso de operaciones que involucren una reducción del patrimonio neto de la sociedad. Piénsese, por ejemplo, en el caso de una donación efectuada por la sociedad a un tercero para facilitar la adquisición de sus propias acciones, o de un préstamo conferido bajo condiciones bastante menores a las de mercado, o en el caso de una venta subvaluada o una compra sobrevaluada de algún activo de un tercero para facilitar la referida adquisición. En estos casos, existe una "merma patrimonial sin contrapartida"⁷⁷ derivada de la operación de adquisición que, indudablemente, atenta contra la integridad del capital social.

Puede concluirse, entonces, que si bien el principio de integridad del capital social se ve efectivamente protegido por la prohibición en el caso de operaciones que involucren una disminución del patrimonio neto de la sociedad, es evidente que el mismo no agota el objeto de la prohibición. Existen una serie de operaciones cubiertas por la prohibición que no involucran una merma patrimonial para la sociedad. En estos supuestos, la integridad del capital no está en juego, pero la prohibición igual se aplica. ¿Cuál sería entonces el objeto de la prohibición en estos casos?⁷⁸

2.2. Protección del Mercado – Manipulación de Cotizaciones

Otra de las razones esgrimidas por la doctrina como justificativo de la prohibición es la de evitar posibles actos de manipulación de mercado. Tal como resalta Ferran, en determinadas circunstancias "el efecto de la asistencia financiera puede ser el de impulsar el precio de la acciones de la sociedad asistente".⁷⁹ Como ejemplo típico de ello, la indicada autora nos ofrece el caso de la sociedad X que pretende realizar una toma de control de la sociedad Y, ofreciendo como contraprestación a los accionistas de Y acciones en X. Para asegurarse que el precio de sus acciones permanezca atractivo (para efectos del intercambio), X organiza una operación de "apoyo de precio" por la cual contrata a un grupo de personas para que compren acciones de X y les ofrece indemnizarlos contra cualquier pérdida que puedan sufrir como consecuencia de la operación.

Esta fue, precisamente, una de las razones esgrimidas por el *Green Committee* al momento de sustentar la inclusión de la prohibición en la regulación corporativa inglesa y, así también, por el juez Kirby al resolver una de los casos australianos más importantes sobre la materia.⁸⁰

⁷⁶ FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis. *Op. Cit.* p. 4.

⁷⁷ *Ibidem*.

⁷⁸ Frec a esta interrogante, la doctrina no vacila en señalar la protección del capital social como uno de los objetivos primordiales de la prohibición. Puede entonces determinarse cuáles la finalidad de protección que resulta del artículo 51.1. Pueden esbozarse dos la primera y más evidente, es la protección de la integridad del capital social que la doctrina cita únicamente. Por citar a algunos, Por-Ara se refiere a "preservar la integridad del capital social insistiendo que esto, en lugar de ser iniciado por operaciones externas de los accionistas, se financie con cargo al patrimonio de la propia sociedad. Fernández del Pozo cita como objetivo de la norma la 'defensa de la integridad del capital social'. Aunado considera igualmente que la finalidad primordial de la norma es preservar "la integridad del capital social". SARRUSTEGUI, Beatriz. *Op. Cit.* p. 439.

⁷⁹ FERRAN, Elia. *Op. Cit.* p. 372.

⁸⁰ *Darwell v South Sydney Brick & Tile Co Ltd*. Citado por FERRAN, Elia. *Op. Cit.* p. 372.

Asimismo, esta posibilidad de manipular los precios de las acciones mediante el otorgamiento de asistencia financiera resulta de particular preocupación en el caso de ofertas públicas de adquisición (OPAs), dado que facilita la implementación de ciertas estrategias de control de precios que ciertamente resultan indebidas. Piénsese, a modo de ejemplo, en la posibilidad de utilizar este mecanismo como una medida de protección contra un potencial adquirente, brindando asistencia financiera para la adquisición de acciones con la finalidad de incentivar la demanda de las mismas en el mercado y, con ello, un incremento en su precio de cotización, cuyo único efecto será el elevar los costos involucrados en una potencial OPA sobre tales acciones.⁷⁵

2.3. Protección de Minorías – Abuso de Administradores

Tras dejar constancia de su desacuerdo con lo manifestado por el *Green Committee* respecto al objeto central de la prohibición, el *Jenkins Committee* se animó a sostener que el verdadero propósito de la prohibición era prevenir los abusos que podrían surgir (y que de hecho surgen) cuando una sociedad tiene a su alcance la posibilidad de proporcionar medios financieros a un tercero para que adquiera sus acciones.⁷⁶ La experiencia ha puesto al descubierto —según dicho comité— que la asistencia financiera prestada a favor del tercero no se efectúa normalmente bajo condiciones de mercado, sino por el contrario, de acuerdo a condiciones que convierten la operación en un simple acto de especulación que pone en riesgo los intereses de la sociedad y, con ello, los intereses de las distintas partes relacionadas a la misma (*Stakeholders*). Evidentemente, si la especulación da resultados positivos, ni los accionistas minoritarios ni los acreedores ni ningún otro *stakeholder* sufrirá daño alguno. Sin embargo, sus intereses habrán estado sometidos a un riesgo completamente ilegítimo que, según el criterio de dicha comisión, debe necesariamente evitarse.⁷⁷ Similar explicación es la que nos brinda Fernández del Pozo, quien manifiesta que la razón de la prohibición “*hay que buscarla en el riesgo asumido por la sociedad por causa del negocio de asistencia financiera para lo cual se distraen de la explotación del objeto social recursos no aplicados a otros propósitos más útiles o convenientes*”.⁷⁸

Adicionalmente, se estima que una de las razones primordiales que sustentan la prohibición es la necesidad de evitar que aquellos a cargo de la administración de la sociedad puedan interferir en el normal desenvolvimiento del mercado de control de las acciones de la sociedad.⁷⁹ La idea sería evitar que los administradores de la sociedad puedan facilitar la adquisición de acciones por aquellas personas cercanas a la administración, desnaturalizando de esta forma la natural división de poderes que la doctrina ha desarrollado para la marcha eficiente y correcta de una sociedad. Impedir, por ejemplo, que los administradores puedan favorecer alguna oferta competidora en el caso de una OPA mediante el otorgamiento de asistencia financiera a alguno de los competidores.⁸⁰

⁷⁵ FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, *Ob. Cit.*, p. 6.

⁷⁶ Ver JENKINS COMMITTEE, *Ob. Cit.*, párrafo 173.

⁷⁷ *Idem*, párrafo 173.

⁷⁸ FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, *Ob. Cit.*, p. 4.

⁷⁹ Este objetivo es particularmente resaltado en doctrina española: “La doctrina, al igual que en el punto anterior, es unánime en la identificación de este bien a proteger. Cada uno por un camino distinto llega a la conclusión que ‘los riesgos que se tratan de evitar (...) se asocian sobre todo a la posibilidad de abusos por parte de los administradores’ (Paz-Ares), que ‘se plantean además posibles conflictos de intereses con los del administrador’ (Fernández del Pozo), que la asistencia para la adquisición de las acciones de la sociedad hace peligrar ‘el normal funcionamiento de los órganos de la sociedad’ (De la Sierra) y que, por tanto ‘lo normal sería de poner freno a posibles abusos por parte de los administradores, en la medida en que los negocios sobre las propias acciones pueden ser perturbadores del normal sistema de distribución de poderes en el seno de la sociedad anónima (Aurich)’. SATRUSTEGUI, Beatriz, *Ob. Cit.* p. 443.

⁸⁰ *Idem*, p. 6.

3. Asistencia Financiera Prohibida en la LGS

3.1. Regulación de la Prohibición

La prohibición de que una sociedad preste asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones resulta toda una novedad dentro de nuestro ordenamiento societario. La Ley General de Sociedades anterior⁶¹ introdujo en su artículo 118 la prohibición de que una sociedad reciba en garantía sus propias acciones⁶², pero no hizo referencia alguna a la prohibición que ahora nos ocupa. Fue recién la LGS actual la que, en su artículo 106, se ocupó de regular la figura en los términos siguientes:

"Artículo 106.- Préstamos con Garantía de las Propias Acciones

En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o prestar garantías, con la garantía de sus propias acciones ni para la adquisición de éstas bajo responsabilidad del directorio"

Como vemos, el artículo transcrito incorpora dos prohibiciones de contenido distinto. Por un lado, tenemos la prohibición de que una sociedad otorgue préstamos o extienda garantías, con la garantía de las propias acciones.⁶³ El sustento de fondo de esta prohibición, según doctrina peruana autorizada⁶⁴, está íntimamente vinculado a la protección del principio de integridad del capital social. Sin embargo, nótese que, en principio, no está prohibido que una sociedad preste dinero a uno de sus socios, incluso sin garantías que respalden dicha operación. Siendo esto así, desde un punto de vista financiero, nos cuesta entender la lógica de prohibir la misma operación, cuando esta viene acompañada de una garantía sobre las acciones de la sociedad. Sin importar el tipo de garantía de que se trate, esta siempre en principio importará una reducción en el riesgo de la operación, o por lo menos, no incrementará el riesgo de la misma. Esta discusión, empero, no constituye el objeto del presente trabajo, por lo que su desarrollo quedará reservado para una próxima oportunidad.

La parte del artículo transcrito que nos importa es aquella relativa específicamente a la prohibición de que una sociedad pueda otorgar préstamos o extender garantías a favor de un tercero para que proceda a la adquisición de sus acciones. No es nuestra intención agotar el análisis de la prohibición en estas líneas, ya que no es objeto del presente trabajo el efectuar un estudio comprensivo de la prohibición en nuestra LGS. Nuestro único objetivo será sentar las pautas interpretativas que nos ayuden a determinar la real extensión de la figura bajo análisis, para llegar finalmente a comprender como podría dicha prohibición afectar la estructuración e implementación de operaciones de LBO en el Perú.

Para dar inicio a este análisis sucinto de la figura, conviene precisar que esta contiene cuatro elementos a tomar en consideración⁶⁵: (i) el tipo de asistencia financiera cubierto; (ii) la adquisición de acciones; (iii) la finalidad de la asistencia; y (iv) el receptor de la asistencia.

⁶¹ La referencia es a la Ley General de Sociedades que tiene su origen en la Ley de Sociedades Mercantiles de 1966 y cuyo texto —ordenado y adecuado a las disposiciones del Código Civil— fuera posteriormente consolidado por el Decreto Legislativo 311.

⁶² Artículo 118.- En ningún caso la sociedad puede otorgar préstamos o dar anticipos con garantía de sus propias acciones, bajo responsabilidad del directorio.

⁶³ Que viene a ser el mismo tipo de restricción que aparece incluida en el texto del artículo 118 de la anterior Ley General de Sociedades.

⁶⁴ TALLEDO MAZÚ, César y CALLE PROCCO, José Manuel, *Manual Societario*. Editorial Económica y Financiera, Lima 1996.

⁶⁵ SARRUSTEIGUI, Benito. Ob. Cit. p. 430.

a) Adquisición de Acciones

La norma bajo análisis prohíbe literalmente a una sociedad el otorgar préstamos o extender garantías para la adquisición de sus acciones. Al no existir ninguna precisión limitativa al respecto, consideramos válido interpretar que la "adquisición" referida por la norma citada puede ser una originaria o derivativa de acciones. Vale decir, puede tratarse de una adquisición de acciones vía suscripción de las mismas tras una oferta primaria realizada por la sociedad, o vía una operación de adquisición posterior que tenga como objeto acciones ya emitidas de la sociedad, sean acciones en circulación o incluso acciones en cartera.⁶⁶

Tampoco resulta discutible la afirmación de que la prohibición recae sobre la adquisición de cualquier tipo de acción, sin importar que se trate de acciones ordinarias o preferentes, con o sin derecho a voto. Debe tratarse, en todo caso, de valores mobiliarios que respondan a la definición societaria de acción, entendida como una parte alícuota del capital social.⁶⁷ Efectuada esta precisión, conviene ahora preguntarnos cual será el tratamiento que debe dársele a la adquisición de otros títulos o valores mobiliarios que, sin ser acciones, poseen la cualidad o atributo de convertirse en acciones en algún momento dado. Piénsese, por ejemplo, en el caso de las opciones, los certificados de suscripción preferente o los bonos convertibles en acciones.

Así también, resulta interesante analizar lo que ocurriría con aquellos derechos que, sin llegar a conferir la calidad de accionista a su titular, le permiten ejercer derechos económicos y políticos similares a los de un accionista. Me refiero, por ejemplo, a la adquisición de un derecho de usufructo sobre acciones en el que, mediante pacto expreso entre las partes, se cede al usufructuario —además del derecho a los dividendos— el derecho de voto en junta general de accionistas. ¿Deberíamos incluir dentro de la prohibición los supuestos antes indicados, pese a que, estrictamente hablando, no involucran la adquisición de acciones?

La interrogante no es fácil de absolver y ha sido materia de largos debates a nivel doctrinal. El asunto fue tratado en un caso judicial desarrollado en Nueva Zelanda⁶⁸ —cuya regulación de la materia refleja en gran medida la norma inglesa de 1948— donde se analizó si es que el proporcionar fondos para la adquisición de opciones se encontraba dentro de los alcances de la prohibición bajo análisis. La corte neocelandesa, en este caso particular, sostuvo que dicha adquisición se encontraba fuera del ámbito de la prohibición.

Siguiendo este precedente judicial, la doctrina inglesa ha llegado a afirmar, bajo la misma línea de pensamiento, que tampoco deberían encontrarse afectadas por la prohibición aquellas operaciones que involucren la adquisición de bonos convertibles.⁶⁹ Sin embargo, esta misma doctrina se ha encargado de aclarar también que siempre es posible que el órgano jurisdiccional pueda ver más allá de las formalidades que se le presentan cuando las mismas son inconsistentes con el aspecto sustantivo de la operación o cuando han sido adoptadas con el objeto de evadir la aplicación de la prohibición.⁷⁰

El asunto bajo análisis, sin embargo, no es pacífico a nivel de doctrina comparada. Encontramos, por ejemplo, que Paz-Ares ofrece un planteamiento diametralmente distinto al interpretar la normativa española sobre la materia, señalando que "... la prohibición parece alcanzar

⁶⁶ *Idem.*, p. 430.

⁶⁷ Ver ELIAS, Enrique, *Ob. Cit.* p. 161.

⁶⁸ *NZL Bank Ltd v. Euro-Notional Corporation Ltd* [1992] 3 NZLR 528, NZ CA. Ver FERRAN, Elio, *Ob. Cit.* p. 380.

⁶⁹ Ver FERRAN, Elio, *Ob. Cit.* p. 380.

⁷⁰ Ver FERRAN, Elio, *Ob. Cit.* p. 380.

también aquellas hipótesis en que la asistencia financiera fuera encaminada a facilitar al tercero la suscripción de otros valores distintas de las acciones —por ejemplo, obligaciones convertibles o derechos de suscripción preferente— pero que, en definitiva, pueden permitir a sus titulares, si es que no lo eran con anterioridad, acceder a la condición de socio. En todo caso, conviene puntualizar que lo que resultaría afectado por la norma, según creemos, no sería el mero hecho de la adquisición de las obligaciones convertibles o del derecho de suscripción, sino el ejercicio del derecho de conversión o la suscripción de acciones.⁴¹

b) Tipo de Asistencia Financiera

Al tratar el tema de los distintos tipos de operaciones a través de las cuales es posible brindar asistencia financiera, la legislación comparada ha optado por distintas soluciones. La regulación inglesa, por ejemplo, siguiendo la línea que la caracteriza, ha optado por establecer una larga lista de operaciones que califican como asistencia financiera⁴², incluyendo donaciones, garantías, resguardos, indemnizaciones⁴³, liberación de responsabilidad, condonaciones, préstamos, novaciones, cesiones de derechos o cualquier otro tipo de acuerdo por el cual las obligaciones de la sociedad cuyas acciones son objeto de adquisición deben ser cumplidas antes que las obligaciones de la contraparte; para luego establecer un supuesto amplio y general que comprende dentro de la prohibición a cualquier tipo de asistencia financiera brindada por una sociedad que no posee un patrimonio neto positivo o cuyo patrimonio neto se vería reducido sustancialmente. Por su parte, la legislación española habla de entregar anticipos, otorgar préstamos, constituir garantías o cualquier otro tipo de asistencia financiera, sin establecer una definición legal de este último concepto.⁴⁴

La regulación de la prohibición en nuestra LCS, siguiendo la tendencia italiana, solamente hace referencia expresa a préstamos y garantías. ¿Significa esto acaso que cualquier otro tipo de asistencia financiera brindada mediante vías distintas al préstamo y a la garantía estarán fuera de los alcances de la prohibición? Pregunta complicada, dado que ello implica tratar de conciliar o cotejar dos principios legales de amplia difusión. Por un lado, el principio de legalidad aplicable a toda norma sancionadora que restringe derechos, y por otro, el principio de fraude a la ley, cuyos alcances precisos tratarán de ser identificados en el numeral 3.2 siguiente. Podríamos adelantar, en principio, que ninguna operación no prevista expresamente en la norma podría verse afectada por la prohibición. Sin embargo, si la operación por la que se ha optado no es más que un burdo fraude a la ley y, en consecuencia, podría ser re-catalogada como un préstamo o garantía encubierta, la prohibición sí resultaría de aplicación.

Si bien en algunos casos el re-categorizar una determinada operación como un préstamo o una garantía sujeta a la prohibición podría resultar sencillo, es evidente que existen muchos supuestos en donde ocurrirá lo contrario. Imagínese, por ejemplo, la concesión de un plazo de gracia al adquirente para el pago de determinadas deudas pre-existentes, el pago anticipado de deudas que la sociedad mantenía frente al adquirente, el hacerse cargo de las deudas de un tercero, entre otros. Todos estos supuestos generan un efecto financiero importante que podría eventualmente facilitar a un tercero la adquisición de acciones de la sociedad. Para entender mejor este punto, téngase presente que el brindar ayuda financiera a alguien no necesariamente importa la entrega de fondos o garantías, sino también puede involucrar la variación de ciertas

⁴¹ PAZ-AREK, Cándido, *Los negocios sobre acciones propias*, Editorial Civitas, 2003, pp. 601-602.

⁴² *Wv Companies Act 1985*, sección 152(1).

⁴³ Aunque exceptuando expresamente aquellas indemnizaciones relacionadas a la propia negligencia o incumplimiento de la sociedad. *Wv Companies Act 1985*, sección 152(3)(b).

⁴⁴ Ley de Sociedades Anónimas de 1989, artículo 81(1).

condiciones contractuales que indudablemente mejorarán la situación financiera del potencial adquirente con vistas a la adquisición.⁵⁸

c) Finalidad de la Asistencia

Nuestro análisis de la figura ha llegado ahora a un punto bastante controvertido en la doctrina. Tal como ocurre en otras legislaciones, nuestra LCS prohíbe los préstamos y garantías "para la adquisición" de acciones de la sociedad asistente, siendo precisamente esta frase la que ha causado mayores problemas interpretativos. La doctrina está dividida entre los que le atribuyen un significado temporal, referido al momento en que se produce la adquisición, y aquellos que consideran que dicha frase posee una connotación finalista, es decir, referida a la intención con que se brinda la asistencia financiera.

Los primeros sostienen que, dado que el préstamo o la garantía deben ser otorgados para la adquisición de acciones, la asistencia financiera necesariamente debe ser prestada en forma previa a la adquisición. Por ende, cualquier tipo de asistencia financiera posterior a la operación de adquisición estaría excluida de los alcances de la prohibición. Así, por ejemplo, si una sociedad le otorga un préstamo a alguien para que repague o refinance un crédito bancario obtenido para realizar la adquisición de sus acciones, tal operación no estaría sujeta a la prohibición por ser posterior a la adquisición.

Por su parte, el otro sector de la doctrina aduce que la frase "para la adquisición de sus acciones" se encuentra referida a la voluntad de la sociedad de brindar asistencia con el objeto de facilitar la adquisición, sin importar que la misma se produzca antes, en simultáneo o después de producida la adquisición. Bajo esta interpretación, por ejemplo, no estaría cubierto por la prohibición aquel préstamo que fuera concedido por la sociedad a un tercero para un fin determinado distinto al de la adquisición de sus acciones, pero que, sin embargo, fuera en la práctica utilizado por este tercero para concretar dicha adquisición. Faltaría en este caso la intención de facilitar la adquisición.⁵⁹

Revisando un poco de legislación comparada, encontramos que la regulación inglesa sobre la materia aborda el tema con bastante precisión. La sección 151(1) de la ley societaria inglesa prohíbe expresamente cualquier tipo de asistencia financiera brindada por una sociedad con anterioridad o durante la adquisición de sus acciones, mientras que, seguidamente, la sección 151(2), prohíbe a una sociedad prestar asistencia financiera con el objeto de liberar o reducir cualquier tipo de obligación en la que haya incurrido un tercero como consecuencia de la adquisición de sus acciones. Esta última sección, empero, es inmediatamente afinada por el numeral (3) siguiente, que extiende también la prohibición a los casos de asistencia financiera brindada

⁵⁸ Al respecto, es interesante ver lo ocurrido en el caso inglés *Belvoir Finance Corporation vs. William Furniture Ltd* (1980). La sociedad X adquirió un activo por un precio que, según se descubrió luego, había sido inflado grossamente y los vendedores del activo utilizaron el precio recibido por la operación para adquirir acciones de la sociedad. La Corte decidió que se trataba de un caso de asistencia financiera prohibida. Pero el subregistro no tenía mayor importancia. La operación también sido ilegal incluso si el precio hubiera sido justo, dado que la sociedad actuó sin importar su interés comercial, sino únicamente proporcionar fondos a los vendedores para que adquirieran sus acciones. La Corte sostuvo que se era necesario una reducción en los activos de la sociedad para que se configurara una asistencia financiera prohibida.

⁵⁹ Esta parecería haber sido la posición adoptada por el *Arbitral Committee*. El reporte preparado por este comité incluyó una lista de operaciones que se daban (o podían darse) en la práctica que podían ser sancionadas injustamente como contrarias a la prohibición, sin serlo realmente. Entre estas operaciones, se incluye expresamente la siguiente: "la sociedad A toma el control de la sociedad B; A se presta dinero para poder adquirir las acciones de B; los contratos originalmente pactados para el repago de la deuda no contemplan la posibilidad de utilizar con ese fin los fondos de B; sin embargo, por alguna razón, las fuentes de repago pactadas en tales contratos son perdidas; y A pretende a prestarse el dinero requerido de B". Asimismo, en otro de los ejemplos propuestos en dicho reporte: "la sociedad A toma el control de la sociedad B y decide que los activos líquidos de B podrían ser utilizados de forma más eficiente por A; B por lo tanto presta sus activos líquidos a la sociedad A".

con el propósito de reestablecer, parcial o totalmente, la posición financiera del adquirente a lo que era antes de la adquisición.⁹⁷

La doctrina mayoritaria sigue también la misma línea de pensamiento, en el sentido de que es realmente irrelevante el momento en que se produce la asistencia financiera (sea antes o después de la adquisición de las acciones), enfocando el problema desde el ángulo de la intencionalidad de la operación.⁹⁸ Existen, sin embargo, voces discordantes, como la de Satrustegui, quien sostiene que ninguna de las explicaciones dadas para justificar la aplicación legal de la teoría de la intencionalidad resulta suficientemente convincente, salvo que se trate de una regulación como la inglesa, en la que el tema es abordado expresamente. La mencionada autora argumenta, en relación a la regulación española de la figura (que es, por cierto, bastante similar a la nuestra), que *"es perfectamente defendible que ni el préstamo posterior ni el dado anteriormente con otra finalidad están cubiertos por la letra del artículo 81.1 LSA, y no estándolo, y evitando interpretaciones extensivas de la norma prohibitiva, sólo podrán entenderse contenidos o no en la prohibición en la medida en la que pueda considerarse que constituyen un fraude a la ley"*.⁹⁹

d) Receptor de la Asistencia

El tema de la persona receptora de la asistencia financiera no ha suscitado, afortunadamente, mucho debate en la doctrina extranjera. Existe un extendido consenso respecto a que el receptor de la asistencia puede ser cualquier persona, natural o jurídica, distinta a la sociedad que presta la asistencia. Aunque han habido algunas voces disonantes argumentando que la prohibición no tendría por qué excluir a la propia sociedad prestadora de la asistencia, es decir, que la sociedad se preste asistencia financiera a sí misma para la adquisición de sus acciones¹⁰⁰, lo cierto es que la gran mayoría de académicos se ha encargado de desestimar dicha posición, en el entendido de que dicho supuesto ya se encontraría contemplado (y controlado) bajo la normativa que trata sobre la adquisición de acciones de propia emisión y autocartera.¹⁰¹

Nuestra LGS, además, evita la referencia a la figura del "tercero" que aparece comúnmente incluida en muchas regulaciones europeas.¹⁰² Esta omisión, afortunadamente, nos evitará tener que entrar en una larga discusión —del tipo ocurrida en Europa— sobre el significado de dicha palabra. La doctrina mayoritaria sostiene que la alusión al "tercero" debe entenderse referida a cualquier persona distinta de la sociedad que presta la asistencia, sin importar si se trata de un accionista o acreedor, o de una empresa filial, subsidiaria o vinculada. Sin embargo, muchos reconocen que la introducción de dicho vocablo resulta desafortunada, toda vez que podría llegar a pensarse, por ejemplo, que la referencia es a terceros ajenos al contrato de sociedad existente entre la sociedad y sus accionistas, en cuyo caso estos últimos no serían terceros y, por ende, no existiría inconveniente alguno para que la sociedad les brinde asistencia financiera. Una interpretación de este tipo sería lamentable e incluso, a decir de alguna parte de la doctrina, ridícula.¹⁰³

⁹⁷ *Company Act 1985*, sección 151(1), (2) y (3).

⁹⁸ Véase PAZ-ARIS, Ob. Cit., p. 602; ver también AURICLES, Ob. Cit., p. 641; FERNÁNDEZ DEL POZO, Ob. Cit., p. 10.

⁹⁹ SATRUSTEGUI, Beatriz, Ob. Cit., p. 438.

¹⁰⁰ Stedman, O. and Jones, J., *Can A Company Give Financial Assistance to Itself?* (1983) LS Gaz 2419.

¹⁰¹ En nuestro país, el artículo 104 de la LGS.

¹⁰² Tanto la Segunda Directiva como la norma societaria española, entre otras, prohíben la asistencia financiera para la adquisición de acciones "por un tercero".

¹⁰³ SATRUSTEGUI, Beatriz, Ob. Cit., p. 435.

Otro tema distinto, al cual debemos prestar atención, es el referido a la identidad del beneficiario de la asistencia al momento en que esta se produce. Piénsese, por ejemplo, en el caso de una sociedad que ofrece pagar los honorarios del banco de inversión que sea contratado por el potencial adquirente para concretar la adquisición o pagar todos los costos administrativos involucrados en la adquisición de sus acciones, sin saber en ese momento sobre la existencia o identidad de algún potencial adquirente. ¿Se estaría en estos casos violentando los alcances de la prohibición? La doctrina sugiere que en este tipo de casos, el hecho de conocer o desconocer la identidad del potencial adquirente no es determinante para decidir si es que nos encontramos ante un acto que contraviene o no la prohibición. El punto central estará en determinar si es que el acto se realizó con el propósito o finalidad exclusiva de facilitar que alguien adquiera las acciones de la sociedad. El elemento mental requerido por la norma deberá necesariamente encontrarse presente. Por ello, cualquier asistencia puramente casual no caerá dentro del supuesto prohibido.⁹⁴

Un último tema controvertido respecto al sujeto receptor de la asistencia guarda relación con la calidad de comprador o vendedor de las acciones. Normalmente, cuando se habla de asistencia financiera prohibida, uno tiende a relacionar inmediatamente la figura con una sociedad facilitando fondos a un tercero para que este proceda a la adquisición de sus acciones. El tercero ocupará en este caso la posición de comprador, por lo que la asistencia financiera, sobre este supuesto de hecho, será fácilmente distinguible. ¿Qué ocurriría, sin embargo, si dicho tercero receptor de la asistencia no actúa como comprador sino como vendedor de las acciones? ¿Debemos necesariamente entender que la referencia legal a la prestación de asistencia financiera “para la adquisición de sus acciones” está referida únicamente al comprador de las mismas?

Estas preguntas no resultan nada fáciles de contestar. Por el contrario, las mismas han suscitado arduos debates a nivel doctrinario y jurisprudencial en jurisdicciones bastante desarrolladas en la materia, como la inglesa. Al final, el tema resulta aún incierto, pese a la existencia de dos precedentes ingleses⁹⁵ que implícitamente aluden a que la asistencia financiera no necesariamente debe ir dirigida a la persona del comprador, sino que la asistencia al vendedor podría ser suficiente en algunos supuestos. Existe igualmente un caso australiano⁹⁶ en el que la Corte falló declarando que no interesa a favor de quien se brinda la asistencia en tanto que la misma haya sido brindada con el propósito de la adquisición. Al parecer, no debemos detenemos demasiado en la persona que recibe la asistencia sino en el hecho de si efectivamente se facilitó la operación de adquisición.⁹⁷

3.2. Extensión de la Prohibición - Fraude a la Ley

Según hemos apreciado, la regulación de la figura de asistencia financiera prohibida en la LCS es bastante breve y —podría decirse— hasta pasa casi desapercibida. Su redacción literal incorpora solamente dos operaciones sancionadas con la prohibición: el préstamo y las garantías. Por ello, si seguimos una línea de interpretación literal del precepto, indudablemente deberíamos concluir que cualquier otra operación distinta a las mencionadas, no se encuentra dentro del ámbito de la prohibición. Querer extender los efectos de dicha prohibición a otras operaciones similares a las expresamente mencionadas en la antedicha norma parecería contravenir flagrantemente el principio general contenido en el artículo IV del Título Preliminar del Código Civil, que establece que “la ley que establece excepciones o restringe derechos no se aplica por analogía”.

⁹⁴ Véase FERRÁN, ELLI, Ob. Cit., p. 379.

⁹⁵ *Nottingham al caso Chamberhouse Trust Ltd v. Teague Discal Ltd* (1985) 1 BCLJ 99, 544, 99, 552 y el caso *Armore Hill Northcott Ltd v. Armore Hill Trust Ltd* (1986) 5 All ER 833.

⁹⁶ *EB Dey Pty Ltd v. Dey* [1966] VR 464, Vic SC, 476.

⁹⁷ Véase FERRÁN, ELLI, Ob. Cit., p. 384.

Este tipo de normas restrictivas no permiten, por su naturaleza, traspasar su indicación precisa y limitativa a otra situación de hecho.¹⁰⁸ Basta recordar, al respecto, la Exposición de Motivos del dispositivo transcrito, donde quedó expresado con meridiana claridad que *"cuando se hace una enumeración precisa no cabe que se acepte causal alguna distinta de las enumeradas"*.¹⁰⁹

Sin embargo, en muchas jurisdicciones ha ocurrido que el tenor expreso de la norma sobre asistencia financiera *"cubre, en su dicción literal, supuestos que no debería cubrir y no cubre otros que debería"*.¹¹⁰ Ante esta situación, pese a encontrarnos frente a una norma que restringe derechos, la jurisprudencia comparada ha logrado extender los efectos de la prohibición a determinadas operaciones que, *prima facie*, no encuadran dentro del supuesto de hecho de la norma, mediante la aplicación de la figura del fraude a la ley.¹¹¹

El fraude a la ley es un principio general del derecho que no posee regulación expresa en el ordenamiento legal peruano, pero que, sin embargo, goza de amplia aceptación y reconocimiento. Así lo entiende Fernández Sessarego, quien manifiesta que dicho principio *"informa todo el ordenamiento jurídico y se encuentra estrechamente vinculado con otros principios generales como la buena fe, las buenas costumbres, el orden público"*.¹¹² Este principio se manifiesta como una obligación genérica de *"no violar el espíritu de la norma, su sentido jurídico, el propósito para el que fue promulgada más allá de su literalidad"*.¹¹³

El concepto detrás del principio bajo análisis importa, en términos simples, el tratar de alcanzar de modo indirecto un resultado que la ley prohíbe directamente. Vale decir, comprende aquellas operaciones que, pese a respetar la letra de la ley, eluden su espíritu; pese a venir premunidas de aparente licitud, buscan un resultado prohibido.¹¹⁴ En una definición más comprensiva del principio, Lohmann¹¹⁵ sostiene lo siguiente:

"Se definen como tales aquellos negocios celebrados con la intención de que por medio de sus efectos jurídicos y económicos o sociales típicos, se logre u obtenga una finalidad o un resultado que aparece como legalmente prohibido bajo otra modalidad de negocios. Es decir, resistiendo la intención práctica de una especie negocial permitida, o no prohibida por la legislación, se logra clandestinamente un resultado censurado, burlando así la ley originaria".

En suma, siguiendo la línea trazada por la jurisprudencia española¹¹⁶ al interpretar el artículo 6.4 de su Código Civil¹¹⁷, tenemos que los requisitos establecidos para que una determinada

¹⁰⁸ REVORIEDO, Delia, *Código Civil, Exposición de Motivos y Comentarios*, Lima 1985, Volumen IV, p. 26.

¹⁰⁹ REVORIEDO, Delia, *Ob. Cit.* p. 26.

¹¹⁰ SATRÚSTEGUI, Beatriz, *Ob. Cit.* p. 436.

¹¹¹ Así lo entiende también Satrustegui, quien sostiene que para que la norma pueda aplicarse a situaciones distintas deberá probarse que por medio de la existencia y adquisición se persegue y obtiene el resultado prohibido por la norma, pues al tratarse de una norma prohibitiva y limitativa de derechos, no se puede hablar de extensión analógica. Por tanto, hay que probar la existencia de un fraude de ley sobre la base de la conculcación de los intereses protegidos por la norma y contrastados con anterioridad. SATRÚSTEGUI, Beatriz, *Ob. Cit.* p. 436.

¹¹² FERNÁNDEZ SESSAREGO, Carlos, *Abaco del Derecho*, Editorial Auzás, Buenos Aires, 1992, p. 178.

¹¹³ *Ibidem*.

¹¹⁴ SPOTA, Alberto, *Tratado de Derecho Civil, Parte General*, Editorial Depalma, Buenos Aires, 1947.

¹¹⁵ LOHMANN, Guillermo, *El Negocio Jurídico*, Editorial Studium, Lima 1986, Primera Edición, p. 201.

¹¹⁶ Sentencia del Tribunal Supremo del 9 de septiembre de 1998 (RJ 1998, 6603). Citada por SATRÚSTEGUI, *Ob. Cit.* p. 438.

¹¹⁷ "Artículo 6.4: Los actos realizados al amparo del texto de una norma que persigan un resultado prohibido por el ordenamiento jurídico, o contrario a él, se consideran ejecutados en fraude de ley y no impedirán la debida aplicación de la norma que se hubiere tratado de eludir".

operación se considere realizada en fraude a la ley son dos: (i) que la misma se realice con arreglo a una norma que en principio la ampare; y (ii) que la intención de beneficiarse con ello genere un resultado prohibido por la ley.

Ahora bien, enfocándonos nuevamente en el tema que nos ocupa, vemos que para poder aplicar el principio del fraude a la ley se requiere, como punto de partida ineludible, determinar cuál es la finalidad precisa de la norma prohibitiva, vale decir, cuál es el bien jurídico tutelado por la prohibición. Esta determinación, afortunadamente, ya la hemos realizado en el numeral 2 precedente, donde concluimos que la finalidad u objeto de la prohibición estaba centrada, básicamente, en la protección de lo siguiente: (i) la integridad del capital social y los intereses de terceros acreedores; (ii) los intereses de los accionistas minoritarios frente a abusos de los administradores; y (iii) la integridad del mercado, evitando la manipulación de cotizaciones.

Habiendo identificado con claridad la finalidad perseguida por la regulación sobre asistencia financiera prohibida, quedamos ahora en posición de poder dar inicio al análisis de las distintas modalidades utilizadas para la implementación de procesos de LBO. Enfocaremos nuestra atención, principalmente, en tratar de determinar si es que sería eventualmente posible extender los efectos de la prohibición a determinadas estructuras que, pese a no transgredir el tenor literal del artículo 106, derivan en un resultado que parecería contravenir el espíritu o finalidad de la norma y que, por ende, podría llevarlas a ser catalogadas como un fraude a la ley.

IV. EFECTOS DE LA PROHIBICIÓN SOBRE LBOs

1. Licitud General de los LBOs

Pese a la aparente contradicción conceptual existente entre la figura del LBO y la de asistencia financiera prohibida, es importante mencionar desde un inicio que no todas las operaciones de LBO se encontrarán viciadas en aplicación de la prohibición. La licitud de las operaciones de LBO deberá ser determinada en cada caso concreto, teniendo en cuenta si es que la estructura particular escogida para llevar a cabo la operación vuhiera la prohibición literal o, de ser el caso, su finalidad última.

Esta es la posición imperante en la doctrina y, como muestra de ello, basta citar a Bayona, quien sostiene sobre el particular que “... los *leveraged buy out* no están prohibidos en nuestra legislación en sí mismos considerados, sino que suponen un resultado que de no provocarse por los cauces legalmente previstos y adoptando los requisitos y cautelas establecidos, se podrá entender asistencia financiera prohibida, si se reúnen todos los requisitos de esta operación y en especial el elemento intencional, característico de la prohibición tipificado en el artículo 81 L.S.A. Si por el contrario el resultado viene provocado por un negocio *intra* previsto en nuestra legislación y donde se garantiza la protección de los intereses en juego, el negocio habrá de entenderse completamente válido y eficaz.”¹⁸

2. LBOs vía Asignación de Recursos Libres

En el presente caso, nos estamos refiriendo a dos supuestos en particular sobre los cuales es posible estructurar una operación de LBO: dividendos y el remanente de la liquidación.

2.1. Con cargo a dividendos

Tratándose de aquellas operaciones de LBO que se estructuran sobre la base de un flujo continuo de dividendos, la doctrina es bastante pacífica en torno a su viabilidad y compatibilidad

¹⁸ BAYONA GIMÉNEZ, Ricardo, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Revista de Derecho Societario, Montevideo, número 10, p. 254.

con la prohibición de asistencia financiera.¹¹⁹ En estos casos —como explicamos inicialmente— *Newco* decide endeudarse pesadamente con el objeto de efectuar una toma de control sobre *Target*, vía la adquisición de la totalidad o de un porcentaje suficiente de sus acciones en circulación. Una vez concretada la adquisición, la nueva administración (dirigida por *Newco*) adoptará las decisiones societarias pertinentes para que *Target* proceda a distribuir entre sus accionistas (que usualmente resulta ser solo *Newco*) los fondos de libre disposición que mantenga acumulados, bajo la calidad legal de dividendos. De esta forma, *Newco* estará en capacidad de atender el servicio de la deuda asumida como consecuencia de la adquisición de las acciones de *Target* con fondos provenientes directamente de esta última como dividendos.

Esta operación, pese a representar una caracterización genérica del típico LBO (comprar una empresa con sus propios fondos), nunca recibió mayores objeciones de la doctrina y jurisprudencia. Muy por el contrario, desde los inicios de la institución fue ampliamente aceptada a todo nivel como un ejercicio válido de los derechos individuales de todo accionista. Así, por ejemplo, el *Jenkins Committee* describió esta operación como uno de aquellos casos en los cuales no existe razón para aplicar la prohibición. En su reporte, dicho comité mencionó expresamente que “el pago de un dividendo declarado apropiadamente no es más que el cumplimiento de una obligación, y no podemos entender porque el hecho de que la sociedad cumpla con satisfacer una obligación lícita debería ser considerado como el otorgamiento de asistencia financiera a dicho acreedor”.¹²⁰

La explicación al presente caso es bastante simple. *Target* no paga con su patrimonio las obligaciones incurridas por *Newco* para la adquisición de sus acciones. Los fondos que *Target* entrega a *Newco* son en calidad de pago de dividendos legalmente acordados, los que constituyen en todo momento una obligación única y exclusiva de *Target*. Una vez pagados a *Newco*, esta es libre de aplicar dichos fondos a lo que más convenga a sus intereses. Por ello, no habría ningún inconveniente si esta decide repagar parte del préstamo obtenido para la adquisición, toda vez que estaría efectuando una simple disposición de su patrimonio personal.¹²¹ En este caso, según *Satrústegui*, “no es planteable siquiera el monto de la asistencia financiera por que ésta no existe”.¹²²

La interpretación planteada ha sido aceptada en forma generalizada, habiendo incluso sido ya adoptada en forma expresa como una de las excepciones a la prohibición recogidas en la ley corporativa inglesa.¹²³ Empero, téngase presente que el requisito indispensable es que la distribución de los dividendos en cuestión se realice con total observancia del procedimiento y condiciones previstas legalmente.¹²⁴ De lo contrario, nos encontraremos frente a una distribución indebida de dividendos, una simple restitución ilegal de fondos a los accionistas que, sin lugar a dudas, vicarían la operación al transgredir la prohibición.

Uno de los temas vinculados que concita mayor atención en la doctrina es el relativo a la entrega de dividendos adelantados al amparo de la normativa societaria. En nuestro país, por ejemplo, el artículo 230 de la LGS permite a la sociedad repartir lícitamente dividendos a cuenta, vale decir, anticipar al accionista fondos con cargo a dividendos futuros. Entonces, si es que *Newco* adopta los acuerdos societarios pertinentes para que *Target* pueda hacerle entrega de

¹¹⁹ MIRA VALLET, Jorge, Ob. Cit.

¹²⁰ JENKINS COMMITTEE, Ob. Cit., párrafo 175.

¹²¹ SATRÚSTEGUI, Beatriz, Ob. Cit. p. 450.

¹²² *Idem*.

¹²³ *Companies Act 1985*, sección 153(3)(c).

¹²⁴ En el caso peruano, la distribución de tales dividendos deberá efectuarse con estricta observancia de lo establecido en los artículos 40 y 230 de la LGS.

dividendos a cuenta con los cuales pagar las deudas contraídas a raíz de la adquisición, ¿estaríamos frente a un caso de asistencia financiera prohibida?

Para responder la interrogante planteada debemos preguntarnos, primeramente, sobre la naturaleza jurídica de los denominados dividendos a cuenta. Existe una corriente doctrinaria que los cataloga como un "pago anticipado a cuenta (...) del que nació un derecho de crédito de la sociedad"¹¹⁵, pagadero por compensación cuando se declare la repartición de dividendos. Bajo esta definición, no resulta del todo claro si es que los anticipos de dividendos encuadrarían dentro del supuesto de hecho de la prohibición. Sin embargo, existe otra corriente doctrinaria más moderna que "defiende la identidad de la naturaleza jurídica entre dividendos a cuenta y dividendos finales"¹¹⁶, con lo cual, la aplicación de la prohibición quedaría descartada por los argumentos expuestos en los párrafos precedentes. Es importante remarcar, sin embargo, que para eludir lícitamente la prohibición, la repartición de dividendos a cuenta deberá necesariamente desarrollarse en estricta observancia de la normatividad societaria aplicable.

2.2. Con cargo al patrimonio resultante de la liquidación

El presente caso resulta bastante similar al de la distribución de dividendos, en el sentido de que, en ambos casos, *Newco* no hace más que ejercitar legítimamente uno de sus derechos de accionista. En este supuesto concreto, *Newco* recibiría todo el patrimonio remanente de *Target* tras su liquidación, para con el mismo poder refinanciar (o cancelar, si fuera posible) la deuda incurrida con motivo de la adquisición. Pero evidentemente, hablamos sólo del remanente, lo cual lleva implícito el hecho de que todas las deudas de la sociedad ya han sido debidamente canceladas.¹¹⁷

Si bien es cierto que la operación encuadra perfectamente dentro de los parámetros típicos de todo LBO —puesto que, finalmente, podría sostenerse que es el patrimonio proveniente de *Target* el que hace posible la operación de adquisición— y seguramente fue estructurada con ese propósito particular en mente (vale decir, con la concurrencia del elemento intencional subjetivo requerido), la misma no se verá afectada por la prohibición. En primer lugar, por que no se trata de un préstamo ni de un préstamo encubierto, que es finalmente el supuesto sancionado por la norma. Los fondos que fluyen hacia *Newco* no son recibidos en calidad de préstamo, sino como pago del derecho a participar en el remanente de la liquidación. *Newco* recibe tales fondos como parte de la contraprestación que legal y contractualmente le corresponde como accionista de *Target*, sin que exista obligación de restituir los mismos.

Asimismo, se sostiene que una operación de LBO estructurada bajo este esquema escapa de los alcances de la prohibición por cuanto no se afecta, directa ni indirectamente, ninguno de los intereses tutelados por la norma. Los acreedores de *Target*, por un lado, ven sus derechos debidamente protegidos por las normas relativas a la liquidación de sociedades¹¹⁸, que exigen el seguimiento de un procedimiento transparente y la obligación del liquidador de cancelar todos los pasivos de la sociedad antes de proceder a distribuir el remanente entre sus accionistas.¹¹⁹ El mercado, por otro lado, puede también estar tranquilo, dado que, si consideramos

¹¹⁵ Garrigues y Uña, *Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas*, p. 460.

¹¹⁶ GARCÍA-CRUCELES-DONZALES, J. *Los dividendos a cuenta*, Madrid 1991, p. 130.

¹¹⁷ El numeral primero del artículo 420 de la LGS da cuenta de esta regla general, estableciendo expresamente que "los liquidadores no pueden distribuir entre los socios el haber social sin que se hayan satisfecho las obligaciones con los acreedores o consignado el importe de sus créditos".

¹¹⁸ Principalmente, por los artículos 413 al 420 de la LGS, que instan sobre el proceso de liquidación de sociedades.

¹¹⁹ Así lo criticó Saldrónaga: "El interés de los acreedores queda absolutamente intacto puesto que todas sus deudas han sido liquidadas por medio del proceso de liquidación abierto específicamente para ellos". SÁTRUSTEGUI, Beatriz, *Op. Cit.*, p. 450.

que *Target* será liquidada, el riesgo de manipulación del precio de sus acciones queda completamente eliminado.

Por su parte, los accionistas minoritarios de la sociedad tampoco verán afectados sus intereses bajo esta estructura, ya que nunca estarán sujetos al riesgo derivado del gran apalancamiento incurrido por *Newco*.¹²⁰ Como sabemos, uno de los riesgos que la regulación sobre asistencia financiera busca controlar es aquel derivado de la transferencia de fondos a *Newco* bajo condiciones usualmente lejanas a las de mercado.¹²¹ Este escenario potencialmente perjudicial queda eliminado al optarse por la liquidación de *Target*. De existir accionistas minoritarios, estos se beneficiarán de los activos remanentes de la misma forma en que lo hará *Newco*.

Por estas razones, puede bien afirmarse que no existe ningún inconveniente legal para estructurar operaciones de LBO sobre la base de una liquidación de *Target* post adquisición. Esto ha llevado a que algunas legislaciones, como la inglesa¹²², hayan incluido expresamente este supuesto como una excepción general a la prohibición de asistencia financiera.

3. LBOs vía Préstamo

A diferencia de los dos supuestos revisados precedentemente, el caso de la operación de LBO llevada a cabo sobre la base de fondos cedidos en calidad de préstamo por *Target* a favor de *Newco*, para que esta proceda a cancelar o refinanciar la deuda incurrida con motivo de la adquisición, ha sido rechazada y sancionada, sin excepción, en todas aquellas jurisdicciones que han incorporado la figura de asistencia financiera prohibida a su ordenamiento legal. Más aún, esta estructura representa el ejemplo típico utilizado desde los orígenes de la prohibición para justificar su reconocimiento legislativo.¹²³

Tal como explicamos en el punto III(2) precedente, la doctrina y jurisprudencia han sancionado esta modalidad de asistencia financiera fundamentalmente por dos motivos: (i) por que la cesión de fondos de *Target* a *Newco* normalmente se realizará bajo condiciones distintas a las de mercado, que tienden a ser poco favorables a *Target* y que, en consecuencia, originará un deterioro real¹²⁴ o potencial¹²⁵ en el patrimonio de esta última, en perjuicio de acreedores y accionistas minoritarios¹²⁶; y (ii) porque al no existir una opción de salida viable y justa para los accionistas minoritarios de *Target* que permanezcan en la empresa tras la toma de control por parte de *Newco*, la estructura propia de la operación los harán copartícipes del riesgo de quiebra¹²⁷ inherente a la misma¹²⁸, lo cual es algo que, en principio, ellos nunca pidieron y, seguramente, tampoco aceptaron.

¹²⁰ JENKINS COMMITTEE, *Op. Cit.* Párrafo 173.

¹²¹ FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, *Op. Cit.* p. 4.

¹²² La sección 1533(a) de la *Companies Act 1985* excluye expresamente de la prohibición a todas aquellas distribuciones de activos realizadas en ejecución del proceso legal de liquidación de la sociedad adquirida.

¹²³ Basta recordar la información efectuada por Lord Greaves sobre este tipo de operaciones, al fallar en el caso *Re VGM Holdings Ltd*.

¹²⁴ En caso, por ejemplo, que se pague una tasa de interés por debajo de lo usual en la plaza, o que se confieran condiciones para el pago muy poco favorables para el acreedor, como plazos de gracia excesivos, exclusión de cláusulas de aceleración, entre otras.

¹²⁵ Basta mencionar, por ejemplo, el caso del otorgamiento de garantías en respaldo de las obligaciones de *Newco*.

¹²⁶ AURGIER, Adolfo, *Op. Cit.* p. 672.

¹²⁷ Véase SABAL, Jaime, *Teoría de la Estructura de Capital* (en línea) <http://servicios.usm.edu.ve/Profesores/sabal/> [Consultado: 16 de marzo de 2004].

¹²⁸ Un LBO es una operación de alto rendimiento para aquel que la lleva a cabo, pero a su vez también de un inmenso riesgo. Si las proyecciones efectuadas sobre los flujos del negocio no son correctas, no habrá fuerza de suficiente el pago de la deuda incurrida y,

En algún momento se sostuvo la validez de este tipo de operaciones, bajo el argumento de que no se encuentran enmarcadas dentro del supuesto de hecho de la prohibición, que sanciona expresamente el otorgamiento de préstamos "para la adquisición de acciones", aludiendo a una pretendida connotación temporal, y no finalista, del precepto.¹³⁹ Sin embargo, esta hipótesis interpretativa ha sido descartada por una amplia mayoría de autores.¹⁴⁰ Lo que sí admite una discusión más profunda es el hecho de la finalidad de la asistencia. ¿Qué ocurriría, por ejemplo, si es que *Target* efectúa un préstamo o brinda algún otro tipo de ayuda financiera a *Newco*, pero destinado efectivamente a un objeto distinto al de la adquisición? ¿Estaría esta operación fuera de los alcances de la prohibición por no existir la intención de prestar asistencia para la adquisición de acciones de *Target*? La doctrina no es concluyente sobre este asunto. Paz-Ares, por un lado, sostiene que la asistencia prestada para la adquisición de acciones de *Target* debe necesariamente ser el motivo común y determinante para llevar a cabo la operación, de modo que, si tales motivos "no han trascendido a dar sentido al negocio, el negocio es válido".¹⁴¹ Fernández del Pozo, por su lado, sostiene que el propósito real detrás de la asistencia, de ser ilícito, jamás se hará patente expresamente en el contrato, por lo que la cuestión quedaría reducida a un "problema de prueba diabólica", si es que no se permite que "la intención pueda ser probada por la sucesión en el tiempo de negocios jurídicos".¹⁴²

El problema, evidentemente, está centrado en el tema de la intención de las partes. Sin embargo, lo cierto es que, de alguna forma, muchas veces una asistencia financiera sin intención ilícita podría terminar indirectamente facilitando el fin ilícito. Por ejemplo, si *Target* otorga a *Newco* un financiamiento especial para que adquiera un activo de terceros, esta operación, en principio, no supondría ningún inconveniente. Pero si *Newco*, dentro de un período de tiempo cercano a la fecha de entrega del financiamiento, adquiere la mayoría de las acciones de *Target*, ¿deberíamos suponer que se trata de una asistencia financiera indebida? Si bien el financiamiento fue otorgado para un fin específico distinto a la adquisición de acciones, su otorgamiento en sí podría ser considerado como una facilidad financiera que permitió indirectamente (y fue quizás hasta determinante) que *Newco* adquiera las acciones de *Target*¹⁴³ - ¿deberíamos entonces sancionar por ello esta operación?

Lamentablemente, ni la doctrina ni la jurisprudencia han podido encontrar aún una solución clara aplicable a supuestos como el del ejemplo planteado. Fue precisamente este tipo de situaciones las que llevó al legislador inglés a introducir, a comienzos de los ochentas, como excepciones a la prohibición, aquellas transacciones en que la adquisición de las acciones de la sociedad asistente no era más que el propósito incidental de otro mayor perseguido por la sociedad o una consecuencia ineludible de un propósito principal completamente distinto al de la sola adquisición de acciones.¹⁴⁴ Detrás de esta regulación, sin embargo, es evidente que subyace

como consecuencia, tanto *Newco* como *Target* pueden terminar en quiebra. Este riesgo de quiebra es el que, de forma poco justa, afecta también a los accionistas minoritarios de *Target*.

¹³⁹ Vale decir, que sería prohibidos los préstamos por adquisición, pero no aquellos por adquisición.

¹⁴⁰ Véase AURIOLES, Adolfo, Ob. Cit. p. 673 ("...conforme a una interpretación finalista de la norma, despojada de su carácter tener literal, no habría inconveniente en reputar efectuada también por la prohibición la asistencia financiera sucesiva a la adquisición").

¹⁴¹ PAZ-ARES, Cándido, Ob. Cit. p. 473. ("El propósito de adquirir para que sea eficiente, ha de hacerse patente en el contrato e incorporarse a la causa; y para ello será necesario que actúe como motivo común (de la sociedad que financia y del tercero financiado) y como motivo determinante (o 'principal purpose' en la conclusión del contrato).")

¹⁴² FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, Ob. Cit. p. 438.

¹⁴³ Se podría válidamente sostener, por ejemplo, que al recibir *Newco* la asistencia financiera para la adquisición del activo en cuestión de terceros, creó distintos recursos líquidos que le sirvieron posteriormente para realizar la adquisición de las acciones de *Target*.

¹⁴⁴ Companies Act, sección 153(1) y (2).

el requisito de intencionalidad referido precedentemente. La probanza de dicha motivación, en todo caso, deberá llevarse a cabo por quien alegue el incumplimiento de la prohibición, acudiendo seguramente a diversa prueba indiciaria.¹⁰⁸

4. LBOs vía Fusión

4.1. Debate Doctrinario

Hemos llegado finalmente al punto crítico del presente trabajo, donde revisaremos la que viene a ser, probablemente, la modalidad más extendida a nivel internacional: el LBO vía fusión.¹⁰⁹ Se trata de un tema sobre el cual la doctrina y la jurisprudencia comparada no podrían encontrarse más divididos. Por un lado, encontramos una corriente bastante extendida a favor de la aplicación de la prohibición a esta modalidad de LBOs, sea por que la consideran una variante comprendida dentro del concepto de "asistencia financiera"¹¹⁰, o un mecanismo diseñado para alcanzar indirectamente la finalidad perseguida por la prohibición, vale decir, un fraude a la ley.¹¹¹

Dentro de este grupo encontramos reconocidos autores italianos, como Montalenti¹¹² y Gommellini¹¹³, quienes recurren a la figura del fraude a la ley para declarar la ilicitud de toda operación de LBO vía Fusión. El primero aduce como argumento que "...el resultado que se persigue a través de la fusión es absolutamente coincidente con la estipulación de un contrato entre la sociedad adquirida y la sociedad adquirente por el cual la primera asume la deuda de la segunda..."¹¹⁴ Como consecuencia de esta coincidencia —prosigue el indicado autor— la fusión se convierte en un "mero instrumento formal sustitutivo de un contrato de asunción de deuda" que no puede ser protegido legalmente, toda vez que viene siendo utilizado como un medio para eludir una norma imperativa, lo que lo convierte en un negocio en fraude a la ley. Gommellini, por su parte, argumenta que si la norma legal comprende literalmente la prohibición de asumir obligaciones de garantía en respaldo del adquirente, debe también reputarse ilícito el acto jurídico —léase fusión— por el cual se asume la responsabilidad de pagar la obligación principal del adquirente.¹¹⁵

Encontramos también autores españoles que suscriben dicha postura. Fernández del Pozo, por ejemplo, al preguntarse si es que la operación de LBO vía fusión constituye asistencia

¹⁰⁸ SADRÓSTECIUI, Beatriz, Ob. Cit. p. 438. ("En mi opinión, la prueba de intenciones no es tan diabólica como Fernández del Pozo afirma. Es primer lugar porque, como hemos visto antes, la "escape-out clause" contenida en el contrato de compraventa ya nos da una pista y desde luego, el hecho de que el comprador sea un fondo de LBO dedicado exclusivamente a la compra apalancada también es un dato relevante a tener en cuenta. No hace falta ser un genio para ver de qué va el asunto").

¹⁰⁹ JIMÉNEZ-GUZI, Rafael, *Adquisición de acciones por parte de los directivos (MBO y MBU)*, Informe preparado por Baker & McKenzie (en línea) www.mgm.biz/lagas/63baker.htm [Consulta: 11 de febrero del 2004].

¹¹⁰ En aquellas jurisdicciones en las que la prohibición ha contemplado expresamente el concepto inglés de "Asistencia Financiera", como la española, la doctrina a favor de la aplicación de la prohibición a la modalidad de LBOs con fusión considera que no es necesario siquiera recurrir a la figura del fraude a la ley, toda vez que el mecanismo de la adquisición con fusión en sí, infringe directamente la prohibición al poder ser enmarcado dentro del concepto (por demás indeterminado) de "Asistencia Financiera". Al respecto, ver Fernández (20).

¹¹¹ Este es precisamente el expediente al que han recurrido aquellas jurisdicciones, como la italiana, en las que la regulación de la prohibición no incluye expresamente el concepto amplio de "Asistencia Financiera".

¹¹² MONTALENTI, Paolo, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991, pp. 117-128. Ver también del mismo autor *Il leveraged buy-out nella nuova legislazione penale commerciale e nella proposta di riforma del diritto societario*, en AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Volumen II, *Il falso in bilancio*, Torino, 2002, p. 101 y siguientes.

¹¹³ GOMMELLINI, Alberto, *Le operazioni di leveraged buy-out di fronte al diritto italiano delle società*, en *Revista del Diritto Commerciale*, 1989, p. 176.

¹¹⁴ MONTALENTI, Paolo, Ob. Cit. p. 126.

¹¹⁵ GOMMELLINI, Alberto, Ob. Cit. p. 176.

financiera, responde afirmativamente, indicando que "si la fusión persigue la asunción de la deuda, es evidente que estaremos ante el clásico supuesto de la financiación subyacente".¹³³ Asimismo, refiriéndose a la modalidad bajo análisis, el mencionado autor afirma que la prohibición de asistencia financiera "persigue la sanción de toda operación, cualquiera que sea su naturaleza, que directa o indirectamente produzca el resultado prohibido. Y ese resultado aquí se produce".¹³⁴ De la misma opinión es Mira Vallet, quien tras analizar la figura del LBO con fusión, la incluye como uno de los supuestos comprendidos por la prohibición, "puesto que los costes que supone la adquisición de acciones se acaban repercutiendo sobre el que era el patrimonio de Target".¹³⁵

Por otro lado, sin embargo, existe otro grupo de respetables autores que rechaza la aplicación de la prohibición a la modalidad de LBOs con Fusión, argumentando que la doctrina del fraude a la ley no puede ser aplicada en estos casos, toda vez que dicha modalidad no contraviene ninguna de las finalidades perseguidas por la referida prohibición.¹³⁶ Pardolesi, por ejemplo, ha destacado la inaplicabilidad de la doctrina del fraude a la ley al caso de "procedimientos complejos" como el que caracteriza a los LBOs con Fusión¹³⁷ y, asimismo, el hecho de que no existe "conexión instrumental" entre la asistencia financiera y la adquisición de las acciones de Target.¹³⁸ Frignani, por su parte, considera que los motivos de la fusión entre Target y Newco no son nada criticables y que las consecuencias derivadas de la transferencia de patrimonio a título universal han sido reconocidas como válidas por otras ramas del derecho, siendo entonces un contrasentido que el derecho societario invalide la operación acudiendo al expediente del fraude a la ley.¹³⁹

Adicionalmente, como siempre ocurre en estos casos, no faltan posiciones eclécticas que sostienen que no todos los LBOs con Fusión deben verse afectados por la prohibición, sino que el análisis debe hacerse caso por caso para sancionar solo aquellos que encuadren dentro del supuesto de hecho de la norma o que atenten contra sus fines.¹⁴⁰ Esta es al parecer la línea de pensamiento seguida por Aurióles, quien sugiere que la validez de estas operaciones "debe ser objeto de prudente revisión ulterior desde la perspectiva de la variedad de especies en que el LBO se manifiesta en la práctica".¹⁴¹

De acuerdo a esta tendencia, algún sector de la doctrina italiana reconoce la licitud de aquellas operaciones de LBO con Fusión en las cuales se puedan identificar "razones de negocio

¹³³ FERNÁNDEZ DEL POZO, Ob. Cit. p. 20.

¹³⁴ *Idem*.

¹³⁵ MIRA VALLET, Jorge, *Asistencia Financiera a terceros y autocartera* (y II), Revista Derecho y Empresa, Primer trimestre, 2003, IberFom – Barcelona (en línea) www.iberfom.net/tema_english/BOLETIN112003_derecho [Consulta: 26 de Marzo de 2004].

¹³⁶ Ver SATRÚSTEGUI, Beatriz, Ob. Cit. p. 444-450. Ver también DOUGHTY, Alex, *Leveraged Buy-Outs – A New Regime*, en *Newsletter of the Hungarian Venture Capital and Private Equity Association* (en línea) www.230ca.hu/english/2n.php3 [Consulta: 15 de marzo del 2004].

¹³⁷ Ver PARDOLESI, Roberto, *Leveraged buyout: una novità a tiro forte (o fucile)?*. Ver también del mismo autor *Leveraged buy out: un caso di radicalismo interpretativo*, en "Notariato", 2001. Sostiene el autor que la disposición del Código Civil italiano que regula la figura del fraude a la ley "presupone un effetto negativo usuario y que, por tanto, se revela de improbable aplicación en los procedimientos complejos articulados en diversas fases de actuación sucesiva".

¹³⁸ *Idem*, pag. 407.

¹³⁹ FRIGNANI, A., *Il leveraged buy-out nel diritto italiano*, Milano, 1999, p. 425. Señala el autor, a modo ilustrativo, que uno de los motivos principales de la fusión es conservar los beneficios tributarios derivados de las pérdidas acumuladas por Target. En tal sentido —presigue el autor— si el derecho tributario reconoce como válido dicho maspaso de pérdidas, no es comprensible como puede ser acusada la operación de ser realizada en fraude a la ley.

¹⁴⁰ ALVÁREZ, José María y ARANBURU, Estibaliz, *Leveraged buy-outs in Spain*, Informe preparado por la firma española Gómez Aedo & Pando (en línea) www.altavoces.com [Consulta: 29 de marzo de 2004].

¹⁴¹ AURIÓLES, Adolfo, *Leveraged buy-outs y su integración en el derecho español de sociedades anónimas*, En Revista de Derecho Bancario No. 51, Edición Julio-Septiembre 1993, p. 678.

válidas* que justifiquen la fusión, distintas al simple repago de la deuda derivada de la adquisición.¹¹² Por otro lado, existe también otra variante teórica propuesta sobre el particular que defiende la validez de la fusión cuando ha sido concretada tras un lapso de tiempo prudente luego de producida la adquisición de *Target*.¹¹³

4.2. Discrepancias Jurisprudenciales

La jurisprudencia italiana sobre la licitud o ilicitud de los LBOs resulta de particular importancia para los efectos del presente trabajo, toda vez que —como mencionamos precedentemente— la regulación italiana de la prohibición es casi idéntica a la nuestra. Las Cortes italianas han estado bastante activas durante los noventa en la resolución de casos relativos a operaciones de LBOs. Lamentablemente, han carecido de una línea de pensamiento uniforme sobre el particular y, como consecuencia de ello, tenemos hoy en día una gama muy variada de sentencias, algunas de las cuales resultan bastante contradictorias.¹¹⁴

La primera sentencia que recayó sobre una operación de LBO con Fusión fue la del caso *Farmitalia Erba s.p.a.* (en sede civil), en el año 1992. Se trata de un claro caso de LBO vía un *forward merger*, por el cual la empresa *Montedison s.p.a.* pretendía adquirir el control total de la sociedad *Farmitalia s.p.a.*, la cual controlaba ya en un 75% a través de sus subsidiarias *Erbamont NV* y *Erbamont Italia BV*. Para ello, otra subsidiaria de *Montedison* (*Sifi s.p.a.*) efectuó una oferta pública de adquisición e intercambio por la cual adquirió el 24% del capital social de *Farmitalia*, y posteriormente se centralizó la totalidad de la tenencia accionaria en *Erbamont BV*. Tras esta operación, *Montedison* controlaba ya indirectamente el 99% del capital social de *Farmitalia*. Seguidamente, *Erbamont BV* transfirió el 64% del capital de *Farmitalia* a *Erbamont Industriale s.r.l.* —una subsidiaria recién constituida, controlada por *Montedison*— la cual afrontó la contraprestación por dicha transferencia mediante la emisión de acciones y un endeudamiento bastante considerable. Luego de ello, se acordó una fusión por la que *Erbamont Industriale* absorbió a *Farmitalia*, procediendo a utilizar los activos líquidos de esta última para hacer frente a los pagos correspondientes al endeudamiento incurrido.¹¹⁵

El Tribunal civil de Milán resolvió a favor de la legalidad de la operación de LBO, aduciendo expresamente que un *forward merger* LBO no implica violación, directa ni indirecta, de la prohibición de prestar asistencia financiera. En su sentencia, el indicado Tribunal sostuvo que *Target* no había concedido ningún préstamo a *Newco* ni otorgado garantía alguna con el propósito de facilitar la operación prohibida por la regulación. Asimismo, argumentó que la fusión no constituía una de las operaciones proscritas por la prohibición y que tampoco podía considerarse dicha fusión como un negocio celebrado en fraude a la ley. El Tribunal efectúa, además, un recuento

¹¹² ADAMS, Charles y NOVO, Massimo, *Will "merger based" leveraged buy-out transactions at last be legal?* Reporte publicado por la firma de abogados Clifford Chance LLP (en línea) www.cliffordchance.com [Consulta: 28 de marzo del 2004].

¹¹³ Sobre el particular, Satriestegai sostiene que existen abogados españoles en ejercicio que defienden esta tesis, siendo que el lapso de tiempo mayormente recomendado es de seis meses de producida la toma de control de *Target*. La misma autora refiere que "la lógica de esto es no escapar. Si la operación ocurre lo será al día siguiente, a los seis meses y a los veinte años. Si no es así, se podrá llevar a cabo en cualquier momento, y los seis meses serán irrelevantes". SATRISTEGAI, Beatriz. Ob. Cit. p. 449, nota 67.

¹¹⁴ Entre las sentencias italianas más relevantes en materia de LBOs cabe mencionar las siguientes: (i) Caso *Farmitalia Erba s.p.a.* (sede civil), expedida por el Tribunal de Milán el 14 de mayo de 1992; (ii) Caso *Farmitalia Carlo Erba* (sede penal), expedida por el Tribunal de Milán el 30 de junio de 1992; (iii) Caso *Franchi Manzoli s.p.a.*, expedida por el Tribunal de Brescia el 1 de junio de 1993; (iv) Caso *Mastiffirma di Charge s.p.a.*, expedida por el Tribunal de Isera el 12 de agosto de 1995; (v) Caso *Treviso s.p.a.*, expedida por el Tribunal de Milán el 27 de octubre de 1997; y (vi) Caso *SIB Servizi Finanziari s.p.a.*, expedida por el Tribunal de Milán el 4 de mayo de 1999. Para una descripción detallada de las mismas, ver NICCOLO, Bruno, *Il leveraged buy-out nella casistica giurisprudenziale*, Centro di ricerca per il diritto d'Impresa, Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli, Febrero 2002 (en línea) www.univisociali.it/ricerca/ricerca/indivisocercad/laugencia [Consulta: 27 de abril del 2004].

¹¹⁵ NICCOLO, Bruno, Ob. Cit. p. 9.

específico de todos aquellos instrumentos puestos a disposición de los accionistas y acreedores de la sociedad para poder resguardar sus intereses ante casos de fusión, tales como los derechos de oposición, separación y/o impugnación.¹⁶⁶ Esta sentencia, sin embargo, ha sido duramente criticada por la doctrina en razón a su extremo formalismo y falta de profundidad en el análisis de los fines protegidos por la prohibición al momento de calificar la existencia de un fraude a la ley.¹⁶⁷

Luego de este primer pronunciamiento, la sentencia italiana más importante sobre la materia que nos ocupa fue la expedida por el Tribunal de Milán en mayo de 1999, al resolver el caso *Trenno s.p.a.*¹⁶⁸ En este caso, la sociedad *Snai Servizi s.p.a.* había constituido una subsidiaria denominada *San Siro s.p.a.* (*Newco*) que, luego de haber obtenido un préstamo importante de diversas entidades de crédito, había adquirido cerca del 70% del capital social de la empresa *Trenno s.p.a.* Seguidamente, al amparo de la legislación vigente sobre ofertas públicas de adquisición (OPAs), *San Siro* había lanzado una OPA obligatoria para adquirir el saldo restante de las acciones de *Trenno s.p.a.* Posteriormente, el LBO se completa al ser acordada una fusión, bajo la modalidad de *reverse merger*, por la cual *San Siro* procedió a ser absorbida por *Trenno s.p.a.*, asumiendo de esta forma el peso de la deuda incurrida por *San Siro* para la adquisición de sus acciones.

En este caso, el Tribunal de Milán dio un giro interesante en su interpretación de la licitud de las operaciones de LBO vía Fusión. En primer lugar, la Corte sostuvo que la realización de una operación de fusión como medio para implementar un LBO no constituye *per se* una violación de las disposiciones sobre asistencia financiera prohibida, sugiriendo que el análisis sobre la licitud de la operación debe siempre ser efectuado en forma individualizada, caso por caso. En segundo lugar, la Corte estableció —en lo que es sin duda la parte más trascendental del fallo— que si la operación era llevada a cabo como parte de un objetivo corporativo más amplio, destinado a crear sinergia con el propósito de incrementar la capacidad del negocio de generar flujos de caja, entonces la misma sería compatible con las normas que regulan la prohibición.¹⁶⁹

La importancia de este último pronunciamiento judicial radica, especialmente, en el hecho de haber modificado el criterio formalista adoptado por el mismo Tribunal al resolver el caso *Farmitalia* y modificar la concepción de que la figura de la fusión constituye una herramienta comercial neutra, incapaz de alcanzar indirectamente los efectos prohibidos por la norma. La sentencia del caso *Trenno* deja claramente establecido que, efectivamente, sí es posible transgredir la prohibición vía fusión, cuando la misma se lleve a cabo sin un objetivo corporativo claramente definido, es decir, con la pura intención de eludir la norma restrictiva.¹⁷⁰

Por último, concluyendo con este recuento de jurisprudencia italiana, resulta importante también traer a colación el caso *D'Andria*, resuelto por el Tribunal de Casación Penal en febrero del 2000. Se trata de uno de los casos más controvertidos sobre la materia, dado que la referida Corte, sin tomar en consideración lo resuelto en los fallos antes mencionados, sostuvo que las estructuras de LBO contravienen las disposiciones sobre asistencia financiera y, por lo tanto, no son aceptadas por el sistema legal italiano.¹⁷¹

¹⁶⁶ Ver AURIOLES, Adolfo, Ob. Cit. p. 663, nota 60. Ver también NICOLÒ, Bruno, Ob. Cit. p. 9; ANGELINI, Ob. Cit. p. 33.

¹⁶⁷ Ver ANGELINI, Daniela, Ob. Cit. p. 33. Ver también AURIOLES, Adolfo, Ob. Cit. p. 663, nota 60.

¹⁶⁸ NICOLÒ, Bruno, Ob. Cit. p. 19.

¹⁶⁹ Ver DEBEVOISE & PLIMPTON, *Italian Corporate Law Reform Provides Friendly Deal Environment*, En *Private Equity Report*, Primavera 2002, p. 14 (en línea) www.debevoise.com/03/03/01-01/0301Spring2002.pdf [Consultado: 25 de abril del 2004]. Ver también CLEMENTI, Maurizio y BANCONE, Vincenzo, Ob. Cit.

¹⁷⁰ MONTALENTI, Paolo, *Leveraged buy out: un sistema chiaro/cristallo*, En *Giurisprudenza Italiana*, 1999, p. 2105.

¹⁷¹ DEBEVOISE & PLIMPTON, Ob. Cit. p. 14.

El caso bajo comentario está referido a una quiebra fraudulenta sancionada en sede penal, en donde el administrador acusado había participado en una serie de operaciones por las cuales había logrado que la sociedad adquirida otorgue una garantía sobre las deudas derivadas del contrato que había suscrito el adquirente para proceder a la adquisición de las acciones de *Target*. Vale decir, dicho caso no estaba relacionado a una operación de LBO vía Fusión, sino por el contrario, a un típico caso de asistencia financiera indebida. Sin embargo, al plantear su defensa, el acusado describió la garantía conferida por *Target* como "un moderno pero absolutamente lícito recurso de autofinanciamiento conocido como *leveraged buy out*".¹⁷² Ante este argumento, el Tribunal respondió, con una afirmación aparentemente de principio, señalando que la institución del LBO no era lícita en Italia por contravenir la prohibición sobre asistencia financiera, sin dar explicación de ningún tipo que sustente su razonamiento.

El pronunciamiento judicial en cuestión ha sido objeto de innumerables críticas, todas enfocadas sobre la generalidad con que fue formulada la afirmación del Tribunal. La doctrina es unánime al resaltar el hecho de que tal afirmación habría sido, al parecer, realizada en forma puramente incidental y que, dada su total carencia de motivación, no puede de ninguna manera ser tomada como un precedente significativo para determinar la ilicitud de todas las operaciones de LBO.¹⁷³ Menos aún cuando el caso en discusión trata de una modalidad específica de LBO (vía garantía directa) cuya ilegalidad nadie discute.¹⁷⁴ Sin embargo, errónea o no, la afirmación contenida en dicha sentencia respecto a la invalidez de los LBOs en Italia generó en su momento una inseguridad jurídica bastante peligrosa, que finalmente sirvió de impulso para la introducción de una modificación legislativa aclaratoria.

4.3. Nuevas Tendencias en la Legislación Comparada

Tras la serie de sentencias judiciales contradictorias sobre la licitud del LBO vía fusión que vieron la luz en Italia durante los noventas y como consecuencia de la incertidumbre e inseguridad jurídica generada por tal indefinición jurisprudencial, se tuvo a bien introducir una modificación legislativa para aclarar la situación y poner al alcance de todos una guía práctica para la implementación de operaciones de LBO. Todo comienza en el 2001 con la promulgación de la denominada Ley Miroglio, por la cual se delega en el gobierno la facultad de efectuar una renovación de la regulación societaria italiana. Lo importante de esta norma fue que, dentro de los parámetros establecidos en la misma para la aludida renovación, se incluyó un apartado especial en el que se declaraba expresamente que los LBOs vía fusión no contravenían la prohibición de asistencia financiera.¹⁷⁵

Sobre la premisa antes indicada, el gobierno italiano promulgó a comienzos del 2003 una norma¹⁷⁶ introduciendo el artículo 2501-bis en el Código Civil italiano, el mismo que reconoció expresamente la validez de las operaciones de LBO vía fusión, aunque sometióndolas al cumplimiento de determinadas obligaciones de revelación de información. Así, de conformidad con la norma citada, los directorios de *Newco* y *Target* deben registrar junto con la documentación

¹⁷² NICCOLO, Bruno, *Op. Cit.*, p. 36.

¹⁷³ BARDOLESI, Roberto, *Leveraged buyouts: un caso di radicalismo interpretativo*, *Fa Notariato*, 2001, p. 341.

¹⁷⁴ NICCOLO, Bruno, *Op. Cit.*, p. 27.

¹⁷⁵ Expresamente, el artículo 7, 1(d) de la Ley Miroglio estableció que "la fusión entre dos sociedades, una de las cuales había tomado préstamos con el objeto de adquirir el control sobre la otra, no violará la prohibición de que una sociedad compere o suscriba acciones de propia emisión, establecida en el artículo 2357 del Código Civil, ni la prohibición de que una sociedad otorgue préstamos o brinde garantías para la adquisición o suscripción de sus propias acciones, establecida en el artículo 2358 del Código Civil". Vé. ADAMS, Charles y NICO, Massimo, *Op. Cit.*

¹⁷⁶ Nos estamos refiriendo al Decreto Legislativo 6, de fecha 17 de enero del 2003.

usual exigida para toda fusión, los siguientes documentos: (i) La propuesta de fusión conteniendo una indicación expresa de las fuentes de financiamiento al alcance de la entidad sobreviviente para poder cumplir con las obligaciones existentes tras la fusión;¹⁷⁷ (ii) Un plan de negocios que debe dar cuenta de los detalles relativos a las mencionadas fuentes de financiamiento; y (iii) Un informe del directorio explicando las razones existentes para concretar la fusión y los objetivos que se esperan alcanzar como consecuencia de la fusión.

Al parecer, la norma legal bajo comentario habría adoptado la teoría intermedia que fuera puesta en relieve por la sentencia del caso *Trenas*. Por ello, podría justificadamente sostenerse que la protección de la norma citada no se extendería a aquellos supuestos de LBO vía fusión cuya única razón u objetivo fuera la unificación de los patrimonios de *Target* y *Neneco*¹⁷⁸ para traspasar a la primera la carga financiera producto de la operación de adquisición.

4.4. Posición Personal

Luego de haber efectuado una rápida revisión de los diversos planteamientos existentes a nivel doctrinal, jurisprudencial y legal sobre la licitud o ilicitud de la modalidad de LBO vía fusión, es momento oportuno para dejar sentada nuestra posición al respecto.

En primer lugar, consideramos que esta modalidad de LBO definitivamente no encuadra dentro del supuesto de hecho de la prohibición, dado que no se trata de un préstamo ni de una garantía conferida por *Target* a favor de *Neneco*. Sin embargo, aún existe la posibilidad de extender los efectos de la prohibición a este tipo de operaciones recurriendo al expediente del fraude a la ley. Para que ello ocurra, deberá necesariamente acreditarse que la figura de la fusión ha sido utilizada como un simple instrumento para evadir la aplicación de la prohibición, quebrantando el espíritu o finalidad de la norma. Ahora bien, ¿puede sostenerse válidamente que toda operación de LBO vía fusión contraviene el espíritu o finalidad de la prohibición? Este es, precisamente, el punto más controvertido del debate sobre la licitud de esta clase de LBOs, motivo por el cual merece un análisis sumamente cuidadoso.

Como indicamos precedentemente, el espíritu o finalidad de la prohibición no es otro que la protección de los intereses de terceros acreedores, accionistas minoritarios y, aunque en menor medida, del mercado en general.¹⁷⁹ En tal sentido, la modalidad de LBO vía fusión podría, por lo tanto, ser declarada un fraude a la ley y, por ende, contraria a la prohibición, solamente en caso su aplicación afecte negativamente los intereses de las personas que son objeto de tutela. Y remarcamos la palabra "negativamente" por cuanto es claro, en nuestro concepto, que si la operación resulta ser inocua o neutra para los intereses de tales personas, no procedería la aplicación de la figura del fraude a la ley, toda vez que no se estaría atentando contra el espíritu o finalidad de la prohibición. La pregunta obligada vendría a ser, entonces, ¿puede un LBO vía fusión afectar negativamente los intereses protegidos por la prohibición?

Según el criterio seguido en el caso *Fermitalia*, la aplicación del fraude a la ley es descartada porque, a decir del Tribunal, la figura de la fusión confiere, tanto a acreedores como accionistas minoritarios, suficientes herramientas legales para salvaguardar sus intereses. Vale decir, que el accionista minoritario puede ejercer su derecho de impugnación¹⁸⁰ (en caso de cualquier vicio o

¹⁷⁷ Al parecer, los directores tendrán que demostrar que habrá suficiente flujo de caja operacional (u otras fuentes de financiamiento) para que la entidad sobreviviente pueda hacer frente a sus obligaciones post fusión. Ver ADAMS, Charles y NOVO, Máximo, *Op. Cit.*

¹⁷⁸ ADAMS, Charles y NOVO, Máximo, *Op. Cit.*

¹⁷⁹ Aunque es claro que en los casos de LBOs vía fusión, la posibilidad de causar un perjuicio al mercado, en la forma de una manipulación del valor de las acciones de *Target*, resulta bastante remota. Nominalmente, cuando se pretenda llevar a cabo una operación de manipulación de precios en el mercado, *Target* promete una indemnización a los accionistas en caso estos sufran algún perjuicio, pero nunca fructifican con ella.

¹⁸⁰ Artículos 139 y 140 de la LGS.

irregularidad) o su derecho de separación¹⁴¹, y que, por su parte, el acreedor puede ejercer su derecho de oposición¹⁴² y exigir la garantía o pago de su crédito. Resulta interesante observar que el razonamiento seguido por el Tribunal en ningún momento niega la posibilidad de que la operación de LBO vía fusión pueda afectar de forma negativa los intereses protegidos por la prohibición. Sostener ello habría sido cerrar los ojos ante una realidad evidente.¹⁴³ En nuestra opinión, el Tribunal reconoce implícitamente la existencia de un riesgo potencial a los intereses tutelados, pero considera que dicho riesgo no justifica la aplicación de la prohibición, dado que las personas protegidas tienen a su alcance mecanismos de protección que bien pueden reemplazar la protección ofrecida por la prohibición. De ser así, ¿sería este razonamiento legalmente correcto? ¿Otorga acaso tales herramientas legales al alcance de las personas tuteladas una protección igual o más efectiva que la conferida por la prohibición?

El Tribunal de Milán, al resolver el caso *Farmitalia*, deja entrever una respuesta positiva a tales preguntas.¹⁴⁴ Por nuestro lado, sin embargo, consideramos que ello no es correcto. El mecanismo de la prohibición, en nuestra opinión, brinda una garantía más amplia y efectiva que las herramientas que la ley franquea a los accionistas minoritarios y acreedores. Asimismo, es un hecho comprobado que la existencia de tales herramientas no impide que tales sujetos tutelados salgan perjudicados. Así ocurrió, por ejemplo, en el propio caso *Farmitalia*, donde, por razones que desconocemos, ni los accionistas minoritarios ni los acreedores ejercitaron las aludidas herramientas de protección y, como consecuencia de ello, vieron sus intereses perjudicados con la operación de fusión llevada a cabo.

Esto no quiere decir, sin embargo, que dicho perjuicio ocurrirá en todos los casos de LBO vía fusión. Cuando se trate, por ejemplo, de supuestos en los que no existan acreedores ni accionistas minoritarios, es claro que no existirá perjuicio alguno.¹⁴⁵ Igual ocurrirá cuando tales sujetos tutelados hagan uso efectivo de las herramientas de protección que les confiere la ley para eliminar el potencial peligro derivado de la fusión, así como cuando esta última operación genere suficientes sinergias que deriven en una mayor creación de valor en beneficio de todas las partes involucradas, es decir, que el riesgo implícito que conlleva toda operación de LBO vía fusión sea contrarrestado con los beneficios que se generen como consecuencia de dicha operación.

Lo anterior nos lleva a concluir que no es factible efectuar una declaración genérica *a priori* respecto a la licitud o ilicitud de las operaciones de LBO vía fusión. Para establecer que la prohibición ha sido transgredida, mediante la aplicación del principio de fraude a la ley, será indispensable recurrir a un análisis detallado, caso por caso, que nos permita determinar con certeza y precisión si es que determinada operación de LBO vía fusión ha causado perjuicio a algún acreedor o accionista minoritario. Este razonamiento, con el que concordamos plenamente, fue el adoptado en el caso *Trenno* y el seguido también por el *Jenkins Committee*¹⁴⁶ y el legislador italiano.

¹⁴¹ Artículo 356, concordado con el artículo 260, de la LIS.

¹⁴² Artículo 359, concordado con el artículo 219, de la LIS.

¹⁴³ Basta recordar, como ejemplo, que tras el anuncio público del LBO de Nabtesa, el valor de los bonos en circulación de la empresa cayó en un 20%, lo cual generó que los tenedores de tales bonos iniciaran una acción civil contra los responsables de la operación.

¹⁴⁴ Así lo entiende también Ferradillo del Pozo: *Lo que hay que dilucidar es si las normas de la fusión son suficientemente garantes del respeto de los intereses de terceros acreedores y socios que la prohibición de asistencia financiera está llevada a cabo por...* FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis, *Op. Cit.* p. 20.

¹⁴⁵ Este razonamiento ya había sido planteado expresamente por el *Jenkins Committee*: *"El peligro involucrado en permitir que una compañía otorgue asistencia financiera para la adquisición de sus propias acciones es que sus acreedores y accionistas minoritarios puedan verse perjudicados. Cuando no existen acreedores ni accionistas minoritarios no existe tal peligro"*. JENKINS COMMITTEE, *Op. Cit.* párrafo 177.

¹⁴⁶ Téngase presente que la posibilidad de llevar a cabo un LBO vía fusión en Inglaterra es inexistente, toda vez que el concepto legal de fusión, tal como lo conocemos, no está permitido por el ordenamiento legal. Sin embargo, el *Jenkins Committee* suscitó especial

No obstante, especial mención merece el caso que hemos denominado *forward merger LBO*.¹⁹⁷ Un sector importante de la doctrina se ha pronunciado a favor de la validez *a priori* de esta modalidad especial de LBOs.¹⁹⁸ Satrústegui defiende esta posición alegando que "(...) el resultado prohibido, esto es, la violación de la integridad del capital social de Target o la conculcación de los intereses de socios o acreedores de Target, ni se buscaba ni se ha conseguido mediante la operación antes descrita, que deja a salvo los intereses protegidos por la norma".¹⁹⁹ Por nuestra parte, sin embargo, no estamos muy seguros de la solidez de tal argumento. Aunque concordamos en que la integridad del capital social no se ve alterada tras la operación, discrepamos en la parte referida a la conculcación de intereses de socios minoritarios y acreedores.²⁰⁰ En nuestra opinión, no son los actos que ocurren tras la fusión los que pueden dar lugar a un conflicto de intereses, sino que es la operación de fusión misma la que podría perjudicar los intereses de los sujetos tutelados por la prohibición, al convertirlos injustamente en partícipes del riesgo propio del LBO.

V. CONCLUSIÓN

Varios estudios especializados han demostrado que los LBOs generan valor y son vehículos que potencian el desarrollo del denominado mercado de control corporativo, herramienta esencial para la reducción de costos de agencia propios de aquellas sociedades en donde propiedad y control se encuentran independizados uno del otro. El desarrollo de este tipo de operaciones requiere, necesariamente por su magnitud y alto riesgo, de reglas de juego claras y precisas, particularmente en lo que concierne al tratamiento de la figura de asistencia financiera prohibida. De lo contrario, las operaciones de este tipo simplemente no ocurrirán.

En nuestro país, la prohibición de asistencia financiera no brinda la seguridad jurídica necesaria para fomentar el desarrollo de los LBOs, dadas las diversas interpretaciones que podrían darse sobre la licitud de los mismos. Un ejemplo claro de ello es Italia, cuya regulación de la prohibición es casi idéntica a la nuestra. Hemos conocido los diversos problemas interpretativos doctrinales y contradicciones jurisprudenciales por las que a través dicho país, antes de decidir introducir una norma aclaratoria que allanara el camino a los LBOs. En nuestro caso, creo que lo más inteligente sería tomar este camino y buscar también la incorporación a nuestro ordenamiento de una norma que regule el tema específicamente. De esta forma, evitaríamos los más de diez años de incertidumbre por los que tuvo que atravesar el mercado italiano de LBOs, con todos los costos que ello involucra.

participación por aquellos casos en que Target transfiera fondos a Newco, y señaló que el principal problema era que el riesgo involucrado en ese préstamo era muy alto, dada la pobre capacidad de crédito de Newco. Por ello, el problema fue enfocado desde la óptica de tratar de asegurar que tales préstamos sean realizados únicamente cuando Newco demuestre una efectiva y real capacidad para pagar el préstamo recibido, exigiendo que el directorio de Target efectúe una declaración respecto a la solvencia de Newco, bajo responsabilidad. Ver JENKINS COMMITTEE, Op. Cit. Párrafo 178.

¹⁹⁷ Recordemos que el *forward merger LBO* es aquel por el cual Target es absorbida por Newco.

¹⁹⁸ Ver SATRÚSTEGUI, Beatriz, Op. Cit. p. 443-451. Ver también AURIGLES, Adolfo, Op. Cit. pp. 678-679.

¹⁹⁹ Ver SATRÚSTEGUI, Beatriz, Op. Cit. p. 448.

²⁰⁰ Según la autora citada, "no cabe hablar de conflicto de intereses entre socio controlador y sociedad asistida, pues ha dejado de existir diversidad subjetiva. Cuando Newco dispone el patrimonio de la sociedad fusionada, no pone en peligro el patrimonio de la sociedad asistida sino el suyo propio (...). Por eso, la posterior constitución de garantías (...) no ocasionaría un conflicto de intereses, ya que no es el propio interés de la sociedad...". Este planteamiento, creemos, posee algunas deficiencias. En primer término, se refiere al potencial conflicto de interés *post fusión*, cuando Newco decida utilizar el patrimonio recibido de Target para pagar o garantizar los deudas producto de la bonificación de control. En nuestra opinión, el conflicto de intereses en estos casos ocurre al momento de decidir sobre la fusión, dado que la misma podría ser catalogada —siguiendo la jurisprudencia italiana— como una emisión de deuda, y es justamente esa seguridad jurídica que podría perjudicar los intereses de socios minoritarios y acreedores.