

“Leveraged Buy Out y su problemática a la luz del derecho argentino”

Pablo Ernesto Anderson

I. Introducción [\[arriba\]](#)

El *leveraged buy out* (en adelante “LBO”) o compra “apalancada”, [1] es un mecanismo de adquisición del control interno [2] de una sociedad comercial que debido a sus particulares características ha despertado dudas y reparos acerca de su licitud bajo nuestro ordenamiento positivo, tanto de parte de la doctrina [3] como de la jurisprudencia. [4]

Dados los límites de extensión de este trabajo, se anticipa que si bien la operación posee diversas modalidades de implementación, [5] sólo se analizará aquella que usualmente es utilizada en nuestro medio, denominada *Merger Leveraged Buy Out*, y que supone el traslado del costo de adquisición de una sociedad comercial hacia los activos de la propia sociedad adquirida, mediante su fusión impropia [6] con la sociedad adquirente.

Por la misma razón, se aclara que el presente trabajo en modo alguno pretende agotar el análisis de la figura, sino tan sólo formular ciertas precisiones acerca de su problemática bajo nuestro derecho. En tal sentido, si bien se coincide en que su estudio debería comenzar con una síntesis acerca de la cuestión bajo el derecho estadounidense, “pues el tratamiento que los LBO reciben en Estados Unidos es de una enorme riqueza conceptual y práctica”, [7] y que resultaría absolutamente enriquecedor el análisis de la experiencia europea, aquí solamente nos limitaremos a establecer ciertas implicancias que suscita la figura en nuestro país, estudiándola conforme a nuestra legislación.

II. Descripción de la figura bajo análisis [\[arriba\]](#)

El LBO consiste en la adquisición del paquete de control interno de una sociedad comercial mediante, principalmente, su financiación a través de endeudamiento significativo tomado por la sociedad adquirente, cuyo repago es puesto en cabeza de la sociedad cuyo control interno se adquiere (usualmente denominada sociedad *target*).

La operación bajo la modalidad *Merger Leveraged Buy Out* (MLBO), posee a su vez dos subtipos: el *Forward Leveraged Buy-Out* (FLBO), que importa la absorción de la sociedad *target* por la sociedad que adquiere su control (fusión impropia directa), y el *Reverse Leveraged Buy-Out* (RLBO), que se configura cuando la fusión impropia es inversa, es decir, cuando la sociedad que adquiere el control es absorbida por la sociedad *target*. Para concretar la adquisición, bajo la modalidad *Merger* en análisis, usualmente se llevan a cabo los siguientes actos:

1. Quien pretende adquirir el control interno de la sociedad *target*, [8] constituye una sociedad que servirá de vehículo para realizar la adquisición [9] (sociedad “vehículo”) con un capital insuficiente para la realización de la compra pero acorde con los montos mínimos exigidos por la legislación societaria correspondiente.

2. Con garantía de sus socios, dado que carece de patrimonio suficiente al efecto, la sociedad vehículo obtiene un préstamo, denominado “Préstamo Puente”, con el que obtiene la financiación necesaria para comprar el control interno de la sociedad *target*. [10]

El destino de los fondos o causa-fin del Préstamo Puente, esto es, su aplicación a la compra del control interno de la sociedad *target*, es expresamente indicado en el contrato de Préstamo como condición esencial para su desembolso.

Como garantía del mismo, las partes (sociedad vehículo, sus socios y Prestamista) acuerdan la prenda de las participaciones en la sociedad vehículo, la prenda de las acciones con las que

se adquiere el control de la sociedad *target* y la obligación para la sociedad vehículo de causar que su devolución también sea asegurada con garantía real sobre los activos de la sociedad *target*. Incluso, puede acordarse la obligación para la sociedad vehículo de causar que la deuda quede principalmente a cargo de la sociedad *target*.^[11]

3. Logrado el control interno de la sociedad *target*, la sociedad vehículo se hace del control de su órgano de administración. Previa renuncia, o revocación de la designación, de los administradores anteriores a la compra, ejerciendo el control adquirido sobre su órgano de gobierno, la sociedad vehículo obtiene el nombramiento de los administradores con los cuales ejercerá el control sobre el órgano de administración de la sociedad *target*.

4. Alcanzado el control total de ésta, se lleva a cabo el procedimiento para garantizar la devolución con sus activos y, en su caso, para poner la devolución del préstamo a cargo de ella. A tal efecto, los directorios de la sociedad vehículo y de la sociedad adquirida celebran el compromiso previo de fusión previsto en el art. 83 de la Ley 19.550 (“LSC”), en virtud del cual acuerdan que la sociedad *target* sea absorbida por su controlante, la sociedad vehículo (modalidad FLBO), o que la controlante sea absorbida por la sociedad *target* (especie RLBO).

5. Ejerciendo nuevamente el control adquirido sobre la sociedad *target*, la sociedad vehículo consigue que la asamblea de socios apruebe la absorción, la que inscripta en el Registro Público de Comercio provoca que los activos de la sociedad *target* se incorporen a la sociedad vehículo (en la especie FLBO) o el pasivo de ésta se incorpore a aquélla (subtipo RLBO), pasando en ambos casos el activo y el flujo de fondos de la sociedad *target* a responder por el Préstamo Puente utilizado por la sociedad vehículo (art. 82, 2do. párrafo, LSC.).

6. Cumpliendo lo acordado bajo el Préstamo Puente, la sociedad producto de la fusión grava con derecho real los activos que eran de la sociedad *target*.

III. Intereses involucrados. La problemática ^[arriba]

Aunque no tienen por qué estar en una posición contrapuesta, como en toda decisión asamblearia se encuentran involucrados: el interés de los accionistas controlantes de la sociedad *target* -que instan la fusión por absorción-, el interés individual de cada uno de los accionistas minoritarios de esa sociedad, el interés social de la sociedad *target* y el interés del Grupo societario al que ésta pueda haber pasado a pertenecer luego de la adquisición de su paquete de control.^[12]

Al mismo tiempo, como en toda fusión, se encuentra involucrado el interés de cada uno de los acreedores de las sociedades fusionantes.

Por último, se menciona al interés público, que puede considerarse comprometido en tanto procura que el comportamiento de los órganos societarios se ajusten a ley, de modo de evitar que se lleve a cabo el vaciamiento de la empresa (arts. 173, inc.7º, y 174, inc. 6º, del Código Penal).^[13]

A primera vista podría pensarse que la operación no comprende más cuestiones que las existentes en toda fusión, las cuales son resueltas adecuadamente en nuestra ley en la Sección XI de su Capítulo I. Al tiempo que el interés de los accionistas minoritarios está considerado al reconocérseles el derecho de recesso (arts. 85, 78 y 245 LSC) y el respeto de sus eventuales preferencias (arts. 85 y 79 LSC), los acreedores son resguardados a través del régimen de oposición previsto en el art. 83, inc. 3º, LSC.

¿Cuál es el problema que motiva entonces los reparos de la doctrina y la jurisprudencia? Pues el objeto de la fusión, que no es otro que afectar los bienes de la sociedad *target* al pago de la deuda tomada por la sociedad vehículo, haciendo pesar de ese modo sobre la sociedad *target* (en el RLBO), o sobre la nueva sociedad producto de la fusión (en el FLBO), el costo de dicho endeudamiento sin contraprestación alguna.

Tal propósito engendra varios problemas bajo nuestra legislación:

Desde el punto de vista de los accionistas minoritarios, suponiendo que se opongan a la fusión por entender que no importa un beneficio para la sociedad *target*, si bien tendrían el derecho de receder -aunque sólo si la fusión es directa, dado que si es inversa la ley lo excluye expresamente (art. 245 LSC)- ello *per se* no implica que la decisión asamblearia de fusionar la sociedad sea legítima. En ese sentido la pregunta es: ¿al accionista minoritario, sólo le cabe el derecho de receso o puede impugnar de nulidad la decisión asamblearia en los términos del art. 251 LSC.? En otras palabras, la decisión en cuestión, ¿es adoptada en violación de la ley o es plenamente lícita?

Y respecto de los acreedores: el hecho de que posean el derecho de oposición que les confiere el art. 83, ¿importa su falta de ejercicio una tácita aceptación del LBO sobre la cual no puedan volver sin contradecir la doctrina de los propios actos?

III. 1. Relación de la figura con el objeto social y el interés social.

Una de las razones por las que se sostiene la ilicitud del LBO se encuentra en las limitaciones que a la actuación de la sociedad contiene el art. 58 de la LSC, al disponer que su representante legal obliga a la sociedad por los actos que no sean notoriamente extraños a su objeto social, conforme a lo cual se ha sostenido en doctrina que “la asunción como propia de una obligación de los terceros accionistas (...) es a todas luces un acto notoriamente extraño al objeto social”.^[14]

Dado que tratamos el MLBO, cabe reconocer que en toda fusión el compromiso previo “excede las atribuciones de los representantes de las sociedades intervinientes pues requiere la aprobación de los socios de cada sociedad para su validez”,^[15] con lo cual la pregunta sería: ¿pueden los accionistas adoptar una decisión absolutamente extraña a su objeto social?.

Como fue advertido en doctrina, el objeto social es el marco necesario de actuación de referencia para establecer si una decisión asamblearia guarda relación o no con el interés social,^[16] y esto es, en definitiva, lo que resulta relevante para determinar la licitud o ilicitud de la decisión, toda vez que, de encubrir ella una desviación indebida del interés social, configurará un abuso de la mayoría en los términos del art. 1071 del Código Civil^[17], y por ende una decisión ilícita susceptible de ser nulificada bajo la acción del art. 251 LSC.

Partiendo de la base de que conforme a la LSC (art. 1º) sólo habrá sociedad “cuando dos o más personas en forma organizada (...) se obliguen a realizar aportes para aplicarlos a la producción o intercambio de bienes o servicios participando de los beneficios y soportando las pérdidas”, con la noción de beneficio que ello supone,^[18] la asunción de una deuda ajena, sin contraprestación alguna para la sociedad, en ningún caso podría significar una actuación acorde a su interés social. En todo caso podría responder al interés del Grupo Societario al que pertenezca, más no al interés de la sociedad, a quien en nada se beneficia con dicho acto.

Conforme a ello, se comparte el elogio^[19] al pensamiento de los ex jueces de la C.S.J.N., doctores Moliné O’Connor, Belluscio, López y Vázquez, expuesto en sus votos en disidencia *in re* “Provincia del Chubut c. Centrales Térmicas Patagónicas S.A.”, al afirmar acertadamente que “el principio mayoritario -que no es sino un modo de organizar la expresión de voluntad de los sujetos colectivos- reposa en la presunción de que los más habrán de interpretar mejor el interés común de todos en tanto socios, con lo que su eficacia jurídica se halla supeditada a que esa presunción no resulte desvirtuada, como sucede cuando, con abuso de su poder, la mayoría desvía el interés social en procura de ventajas particulares a expensas de la sociedad y en desmedro de los derechos inherentes a los restantes accionistas”.^[20]

Por lo demás, conforme a la definición de sociedad comercial contenida en el art. 1º de la LSC. y al alcance que como sujeto de derecho le reconoce su art. 2º, la asunción de deudas ajenas, sin contraprestación alguna, no podría representar jamás el objeto de la sociedad

comercial por cuanto tal objeto sería nulo y la sociedad carecería de un requisito esencial tipificante tornando anulable al propio contrato social (art. 17 LSC).

Lo expuesto explica, al mismo tiempo, el hecho de que la ley requiera expresamente en su art. 83, inc. 1º, que el compromiso de fusión contenga “la exposición de los motivos y finalidades de la fusión.”

Sentado ello, en tanto la fusión responda exclusivamente a la asunción por la sociedad *target* del endeudamiento tomado por terceros para adquirir precisamente su control, ella resultará contraria al interés de la sociedad comercial y por ende susceptible de ser impugnada de nulidad por los accionistas minoritarios en los términos del art. 251 LSC., dando lugar a las responsabilidades de los socios que la votaron, los administradores y los síndicos, conforme a los términos previstos en los arts. 54, 59, 254, 274 y 297 de la LSC.

III. 2. Relación con los deberes del socio.

Otro motivo que invalida el MLBO se presenta cuando la fusión sólo es posible con el voto de la sociedad vehículo controlante. En ese caso, se sostiene que la fusión fue decidida en violación del deber de abstención que prevé el art. 248 LSC., toda vez que la sociedad vehículo posee en ese asunto interés contrario al de la sociedad adquirida.

Conforme fue dicho, “la noción del interés social del art. 248, hace al leal cumplimiento de las finalidades del contrato de organización existente entre los socios, y cuando debe adoptarse una resolución imputable a la organización, es razonable que el socio deba supeditar su interés al interés general. Por ello, deberá abstenerse de votar favorablemente la aprobación de un acuerdo de fusión, el accionista o su representante que en la operación tenga por cuenta propia o ajena un interés contrario al de la sociedad”[21]. En caso contrario, la decisión que se adopte con su voto indispensable, de acuerdo a la doctrina mayoritaria, es susceptible de ser impugnada de nulidad por configurar una violación a una prohibición legal.[22]

En tanto en el MLBO, la fusión es adoptada en el único interés del accionista controlante, sin contraprestación alguna a favor de la sociedad *target*, es evidente que aquél no podrá participar de la votación, con lo que se invalida la decisión si ella sólo resulta posible con su voto.

Respecto de la legitimación para demandar la nulidad por esta razón, sólo le compete a los titulares de la acción conforme al art. 251 LSC.; en modo alguno a los acreedores de las sociedades fusionantes, quienes en principio sólo poseerán el derecho a formular oposición en los términos del art. 83, inciso 3º, de la LSC, por cuanto “el particular régimen de impugnación del art. 251 y sigtes. no es aplicable a los supuestos en que la resolución, como expresión de la voluntad social, por estar destinada a tener efectos en el mundo jurídico exterior a la propia sociedad, genera un conflicto intersubjetivo, es decir, entre la sociedad y terceros”. [23]

Por lo demás, pese a las disposiciones mencionadas del Código Penal, entendemos que en la operación de marras no se encuentra comprometido directamente el interés público o general, sino sólo “el interés patrimonial de la sociedad, y consiguientemente, de sus socios”[24] y acreedores que particularmente se vean afectados.

En atención a ello, la nulidad de la asamblea aprobatoria de la fusión sólo será relativa y por ende susceptible de ser confirmada por los socios minoritarios (art. 1058 del Código Civil), lo cual, cabe advertir, se producirá tácitamente si se ejercita, por ejemplo, el derecho de recesso -en el caso del FLBO-, o si se formula un reclamo parcial relativo a la fusión, como el referido a la relación de cambio adoptada (art. 1063 del mismo Código).

En lo que se refiere a los acreedores, coincidimos en que “la garantía otorgada por la sociedad *target* sobre sus bienes para la compra de sus propias acciones resulta ineficaz respecto de los terceros que pueden iniciar a acción revocatoria regulada en los artículos 961

a 972 del Código Civil”[25], sin perjuicio de lo cual podría bastarles con ejercer la oposición que prevé el art. 83, inc. 3º, de la LSC, para obtener el pago de sus créditos o el embargo de bienes en garantía de los mismos, aunque cabe reconocer la utilidad de aquella acción teniendo en consideración que el embargo devendría “insuficiente en el supuesto de quiebra (y de concurso preventivo -agregamos-), ya que en el proceso concursal desaparecen los derechos de prelación que derivan de las medidas cautelares y sólo se pueden ejercer las preferencias derivadas del régimen de privilegios.”[26]

III. 3. Relación con la intangibilidad del capital social.

Sabido es que el art. 220 de la LSC, al limitar expresamente a casos taxativos la posibilidad de que la sociedad adquiera sus propias acciones, ha prohibido dicha adquisición fuera de aquellos.

Lo que persigue la norma, entre otras cuestiones, es la tutela de la intangibilidad del capital social, por cuanto “la adquisición por la sociedad de sus propias acciones podría implicar una reducción implícita del capital social, sin cumplir con los mecanismos y garantías previstos por los arts. 203 y ss. LS.”[27]

En tal sentido, se ha dicho que “[l]a palabra adquisición debe entenderse con un alcance amplio, o sea que queda comprendido cualquier tipo de negocio causal que produzca o pueda producir el traspaso patrimonial de las acciones de la sociedad, sea éste celebrado directamente por la sociedad o mediante interpósita persona”. [28]

Si bien en el MLBO no hay una directa adquisición de acciones por parte de la sociedad, sus mismos efectos se terminan produciendo como consecuencia de la actuación de la sociedad vehículo como interpósita persona a los efectos de su posterior fusión. La consecuencia patrimonial es la misma, dado que mediante esta operación es únicamente el patrimonio de la sociedad *target* el que responderá por sus propias acciones, lo que determina que la operación no sea más que la actuación de la sociedad vehículo encubriendo una violación de la ley vigente en la materia (arts. 2 y 54, en concordancia con el art. 220).

En nuestro país, la adquisición de las acciones bajo la modalidad *Merger* es la más utilizada de entre las especies de LBO, precisamente porque la adquisición directa de sus acciones por parte de la sociedad está prohibida bajo nuestra legislación, con lo cual se recurre a la actuación de una sociedad vehículo, “de vida efímera, limitada a la adquisición de las acciones para la ulterior fusión por incorporación”[29], para encubrir aquella violación de la ley.

Visto de ese modo, se advertirá que se está en presencia de un acto prohibido por el art. 54 LSC, en tanto esta norma dispone implícitamente, en su segundo párrafo, la prohibición de aplicar fondos y efectos de la sociedad para uso o negocio de cuenta propia o de tercero, obligando a traer a la sociedad no sólo los efectos y fondos utilizados[30] sino también las ganancias resultantes de la operación.

Por lo demás, en tanto resulta del caso la actuación de la sociedad vehículo como un mero recurso para violar la ley, procurando la violación del art. 220 de la LSC, dicha actuación resulta inválida e imputable directamente a los socios y controlantes que la hicieron posible (art. 54, 3er. párrafo, LSC).

III. 4. Actuación en interés del Grupo de control.

Hemos dicho al comienzo de este apartado, que otro de los intereses involucrados en la operación es el interés del Grupo societario al que podría haber pasado a pertenecer la sociedad *target*. Dicho interés fue señalado en último término y separadamente del interés del accionista mayoritario -controlante- que instó la fusión. Tal modo de exposición, que se podría considerar redundante, en realidad no lo es y tiene la siguiente explicación:

Conforme fue dicho, “aunque ‘las expresiones control y grupo son fórmulas particularmente significativas como medio de calificación de un mismo fenómeno’, no son, obviamente, iguales, porque una importa una posición de poder, y la otra una unidad de acción”[31].

En tal sentido, en los casos de LBO analizados por nuestra doctrina y jurisprudencia[32], la adquisición no respondió a un proceso económico de concentración de empresas, adoptado por un grupo de sociedades bajo dirección unificada respondiendo a un interés grupal, sino por fondos de inversión que utilizaron la adquisición como medio para obtener ganancias financieras a corto o mediano plazo, lo que “generalmente está fuera de los propósitos de una política empresarial grupal.”[33]

En atención a ello, solicitando las disculpas del caso dado que los límites de este trabajo impiden abordar adecuadamente la cuestión bajo la concepción del grupo de sociedades, sólo diremos aquí que en principio nos parece que el enfoque no debería ser el mismo si el MLBO responde al interés de un grupo empresarial, que con la adquisición de la sociedad *target* produce un incremento en los beneficios de la empresa a partir del aprovechamiento de sinergias entre las sociedades fusionadas, que sí responde a la mera especulación financiera de un grupo inversor.

Considerando el reconocimiento del interés del grupo de sociedades como interés del grupo empresarial, creemos que sería discutible la idea de una fusión en interés contrario al interés social en el marco de un MLBO, y que podría considerarse al mismo como un medio razonable de financiamiento del grupo, aunque pese a ello, igualmente podría ser de aplicación lo dispuesto en el art. 54, 2do. párrafo, de la LSC.

III. 5. Situación de los acreedores y repercusiones en caso de insolvencia.

Conforme fuera dicho, en tanto la fusión aparece concertada para violar la ley y en fraude a los derechos de los socios minoritarios y terceros acreedores, estos últimos podrían deducir la acción revocatoria ordinaria de los arts. 961 a 972 del Código Civil.[34]

Naturalmente, esta acción sólo se podría deducir mientras la fusión no se encuentre inscripta[35], toda vez que en ese caso se habría disuelto la sociedad a quien se debería demandar necesariamente; una vez inscripta la fusión, ya no podrá ser entablada aquella acción revocatoria.

En cuanto a la oposición del art. 83, inc. 3º, LSC, ella podrá formularse con independencia de que se promueva o no la acción revocatoria ordinaria, aunque es de suponer que si ésta se deduce la oposición también se formule a fin de intentar obtener el embargo que garantice el crédito del acreedor.

Pero para los acreedores de la sociedad, la experiencia indica que los mayores problemas se presentan ante la insolvencia de aquella, devenida como consecuencia de la fusión. Generalmente ocurre que ante la asunción de la deuda con origen en el “Préstamo Puente”, la sociedad fusionada queda en virtual estado de cesación de pagos. Aunque no es el propósito de este trabajo analizar la cuestión bajo el derecho concursal, sólo diremos lo siguiente:

1º) El crédito objeto del “Préstamo Puente”, que podría ser objeto de insinuación en el concurso o quiebra de la fusionada, podría ser impugnado por los acreedores y el Síndico concursal en los términos de los arts. 34 y 35 de la Ley 24.522 (LCQ), tanto sobre la base de los fundamentos que dan lugar a la acción revocatoria antedicha, como por la ilegitimidad que resulta de encubrir la fusión un acto prohibido por la LSC (art. 953 Cód. Civil). En tal sentido, es dudoso que en razón del activo y el pasivo que de las sociedades fusionantes pueda ser publicitado conforme al art. 83 LSC, pueda suponerse el conocimiento por parte de los acreedores de los términos y fines de aquél Préstamo. Consecuentemente, aunque no medie oposición bajo aquella normativa, difícilmente pueda considerarse una aceptación de aquél préstamo por parte de los acreedores, con lo que entonces no les cabrá la aplicación en su contra de la doctrina de los propios actos.

2º) Aunque se arguya el conocimiento por los acreedores del crédito en cuestión por estar comprendido en la valuación de los activos y pasivos publicados conforme al art. 83 LSC, más dudoso aún es que pueda atribuirse el conocimiento de las garantías reales que la sociedad fusionada haya otorgado para garantizar aquél préstamo, con lo cual más aún podrá ser cuestionado el privilegio que resulte de ellas en el trámite del concurso o de la quiebra de la sociedad fusionada, no pudiendo ser admitido si resulta -como lo es- perjudicial para los acreedores.

3º) En caso de quiebra, el LBO podría dar lugar a la promoción de acciones de responsabilidad contra socios, administradores, síndicos y prestamistas que lo hicieron posible, como de extensión de quiebra para quienes controlando a la sociedad desviaron su interés social en su propio beneficio y perjuicio de los acreedores (arts. 161 y 173 LCQ).

IV. Conclusión [\[arriba\]](#)

En definitiva, si bien no se nos escapa que “esta forma de operatoria” (puede ser) utilizada (...) como instrumento de reestructuración de empresas que cuentan con sistemas patrimoniales ineficientes, pudiendo resultar idóneo para elevar su nivel de competitividad y rendimiento económico”[36], consideramos que bajo nuestra legislación se encuentra prohibida al suponer la compra de las acciones por la propia sociedad en infracción al art. 220 de la LSC.

Al mismo tiempo, advertimos que su ejecución puede perjudicar los intereses de los accionistas minoritarios y acreedores, en cuyo caso puede ser declarada nula o ineficaz por violentar el interés social y extralimitar indebidamente su objeto social.

Ello sin olvidar que en muchos casos, por el propio riesgo que la figura conlleva, derivado de la asunción del endeudamiento para la adquisición de su propio paquete de control, la operación desemboca en casos de insolvencia en los que la reparación de los daños llega tarde y casi siempre de modo insuficiente.

Como consecuencia de ello, comparto la idea de que resulta necesario “introducir normas que permitan neutralizar (ex ante o ex post) las maniobras del LBO”[37], de modo que la reparación llegue a tiempo y de manera efectiva.

[1] El término Leverage buy out proviene del derecho anglosajón, en donde se origina la figura. Alcanza su mayor auge en los Estados Unidos de Norteamérica durante la década de 1980 (cfr. Di Chiazza, Iván G., “Los Leveraged Buy Outs desde la visión del Derecho Estadounidense - Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial”, E.D., 201-725; Jelonche, Edgar I., “La Adquisición del control accionario a costa de la sociedad controlada (Leveraged Buyout)”, VII Congreso Argentino de Derecho Societario y III Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, UADE, T.II (1998), p.506. En nuestro país, su utilización alcanzó el máximo esplendor durante la década de 1990, cuando sirvió de instrumento para la privatización de sociedades estatales encarada por el Estado Nacional y la adquisición de sociedades locales por fondos del exterior que la holgada liquidez en los mercados internacionales favorecía (cfr. Ferrer, Patricia: “La compra apalancada del paquete accionario (Leveraged Buy-out). Efectos en el supuesto de cesación de pagos de la sociedad”, R.D.C.O., Año 36 (2003), p. 606; Richard, Efraín Hugo, “Eficientizar las respuestas a la insolvencia societaria”, Academia Nacional de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba, <http://www.acader.unc.edu.ar>; Polak, Federico G., “El ‘Leveraged buy-out’ y el derecho internacional privado argentino”, en Doctrina Societaria y Concursal, N° 198, Mayo 2004, T° XVI, p. 511). Para conocer el origen, ver en especial Polak, Federico G., op. cit., p. 512 y Di Chiazza, Iván G., op. cit.

[2] Entendido como aquél alcanzado mediante la participación en el capital que otorga los votos necesarios para formar la voluntad social en el seno de su órgano de gobierno (cfr. Alegria, Héctor, “Algunas Reflexiones sobre los conceptos de sociedad controlante, sociedad controlada y situación de control”, R.D.C.O., Año 11 (1978), p. 304).

[3] Además de los trabajos que se citarán a lo largo del presente, ver: CESARETTI, Oscar D., “El ‘apalancamiento’ financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) y el caso ‘Aerolíneas’”, Doctrina Societaria y Concursal, N° 166, Septiembre 2001, T° XIII, p. 275; DI CHIAZZA, Iván G., “Los Leveraged Buyouts en el Derecho Argentino. Planteo metodológico e interrogantes introductorios”, E.D., 204-788; GERSCOVICH, Carlos G., “Insolvencia bancaria (Problemas y soluciones para la banca en 2003)”, L.L., 2003-C, 746; MAFFÍA, Osvaldo J., “Anastasio el Poyo, el ‘leveraged buyout’ y un cuento gallego (o si se prefiere, una confirmación de que somos los más vivos del mundo)”, E.D. 147-988; PAOLANTONIO, Martín “Algunas consideraciones sobre el objeto social y la resolución general 9/2004 de la Inspección General de Justicia”, L.L., Suplemento Especial de Sociedades

Comerciales (diciembre 2004), p. 106; RUBIN, Miguel E. "Verificación de Crédito nacido en operación de "Leveraged Buy out", Doctrina Societaria y Concursal, N° 193, Diciembre 2003, T° XV, p. 1299; SKIARSKI, Enrique M. y CESARETTI, Oscar D., "La compra apalancada mediante fusión", VIII Congreso Argentino de Derecho Societario y IV Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa, UADE, T. IV, p. 395.

[4] C.S.J.N., "Provincia del Chubut c. Centrales Térmicas Patagónicas S.A.", 07/12/2001, L.L., 2002-E, 863; Juzg. Nac. 1ª Inst. Com. N° 16, "Havanna S.A. s/ concurso preventivo", 3/9/2003 (inédito); mismo Juzgado, "Havanna s/ Conc. Prev. s/ inc. revisión por Deutsche Bank Trust Company Americas y otros respecto del crédito insinuado por ese acreedor (Préstamo Sindicado)", 10/08/2004, en AA.VV., Reestructuración de Deudas y Facultades Judiciales, Ad-Hoc, 2004, p. 47/66.

[5] A tal punto que, al decir de Calvino, Gustavo, "El Leveraged buy-out (LBO) una herramienta del mercado de control de empresas", el Dial.com, 1/11/2004, "son casi tantas las modalidades y clasificaciones de Leveraged Buy-Out (LBO) como la cantidad de autores que le dedicaron unos párrafos, en virtud de la pluralidad de enfoques que admite".

[6] Entendida la fusión impropia como aquella que se realiza mediante la incorporación o absorción de una sociedad por otra ya existente (cfr. Otaegui, Julio C., Fusión y escisión de sociedades comerciales, Ed. Abaco, Buenos Aires, 1976, p. 40/41).

[7] Polak, Federico G., op. cit., p. 515, quien transcribe textualmente a Di Chiazza, "Los Leveraged buy-outs desde la visión del derecho estadounidense ...", cit.

[8] Habitualmente un fondo de inversión o Shell Company, o menos comúnmente, al menos en nuestro medio, los propios directores de la compañía (modalidad denominada Management Buy Out) o sus trabajadores (Employee buy out o Labor buy out).

[9] Denominada en el derecho anglosajón como Holding company o venture capital company o newco.

[10] Habitualmente otorgado por los denominados Merchant banks, bancos comerciales que organizan la operación, asesoran a los compradores y obtienen la participación de otros prestamistas e inversionistas.

[11] Es común que se prevea la emisión de obligaciones negociables o acciones preferidas para el repago del Préstamo Puente, o incluso para financiar directamente la compra cuando no hay suficiente financiamiento de parte de los Merchant Banks o de fondos de inversión. En estos casos, es frecuente que las obligaciones negociables carezcan de garantías reales, aunque en virtud del LBO gozarán como quirografarias del respaldo que puedan otorgar los activos de la sociedad target.

[12] Aunque no quepa hablar de interés del grupo, en tanto no es un sujeto de derecho, sino más bien del interés de la sociedad cabeza del grupo (cfr. Osvaldo J. Maffia, citado por Anaya, José Luis, en "Consistencia del interés social", en Anomalías Societarias - en homenaje a Héctor Cámara, AA.VV., Córdoba (1992), ps. 225/227).

[13] Respecto de la cuestión penal ver la opinión de Saleme Murad, Marcelo A., "Algunas precisiones sobre 'leveraged buy-out' (LBO) y su utilización como método de vaciamiento de empresas", Doctrina Societaria y Concursal, Errepar, Septiembre 2005, T° XVII, p. 1120.

[14] Vitolo, Daniel Roque, "Algo más sobre las inversiones por sistemas de 'compra apalancada' o leveraged buy out y los procesos concursales", E.D., 210-149; en el mismo sentido, Ferrer, Patricia, op. cit.; Rubin, Miguel E., "La Compra 'apalancada' de empresas en la visión de la Corte Suprema. Régimen Jurídico Aplicable", Doctrina Societaria y Concursal, N° 186, Mayo 2003, T° XV, p. 439/450. En el mismo sentido, CNCom., Sala A, 9/5/91, "Pesquera San Andrés", L.L. T° 1992-C. p. 592: "... la asunción por la concursada de deudas de otras sociedades es un acto nitidamente ajena a su objeto social y por ende inoponible a la masa de acreedores..."

[15] Otaegui, Julio C., op. cit. p. 42.

[16] Cfr. Cohen De Roimiser, Mónica, El interés social en la sociedad anónima actual, Ed. Depalma, Bs. As., 1979, p. 57/60, quien sostiene que:

"El interés social sólo distingue (...) los intereses sociales de los extrasociales del socio... Se podrá así recurrir a la fórmula de referencia para explicitar que un socio determinado tiene un interés social en una cuestión específica, para significar que es un interés que deriva de su calidad de socio y sin que interfieran intereses ajenos a tal situación (...) Todos los intereses sociales, por oposición a los extrasociales, de todos los socios son igualmente valiosos y, frente a su heterogeneidad y posibilidad de conflicto, sólo cabe la búsqueda de un justo equilibrio... Para que ese equilibrio o armonización de los distintos intereses sociales (...) no constituya una nueva fórmula vaga (...) ella debe estar vinculada a un punto de referencia concreto y objetivo, cual es el objeto social (...) es la funcionalidad del objeto social el elemento concreto que determinará los límites de unos y otros."

[17] Cfr. Alegria, Héctor, "El abuso de mayoría y de minoría en las sociedades anónimas", Revista de Derecho Privado y Comunitario, N° 16 (1998), p. 319.

[18] Beneficio que "comprende toda ventaja patrimonial de origen social que aumenta la fortuna particular de los socios o les disminuye las cargas" (Vivante, Césare, cit. por Halperin, en Sociedades Comerciales, Ed. Depalma, pág. 67, Bs. As. 1964, citado por Zaldivar, Enrique, en Cuadernos de Derecho Societario, Ed. Macchi, Bs.As., 1973, T. 1, p. 78.

[19] Hecho público por RUBIN, Miguel E., op. cit., p. 444.

[20] Una posición contraria resulta del fallo "Inter Cotton" (CNCom., Sala "C", 14/04/97, "Inter Cotton Asociados s/ concurso preventivo s/ inc. Stotland de Likier", L.L. 1997-D, 477; DJ 1997-2, 1169) donde se consideró que el aval otorgado por una sociedad, a favor del accionista que adquirió el resto de su paquete accionario, no podía considerarse ajeno al objeto social debido a que los accionistas, reunidos en asamblea, habían considerado su conveniencia y nadie mejor que ellos podía interpretar el alcance de dicho objeto.

[21] Otaegui, Julio C., op. cit., p. 150.

[22] Cfr. Odriozola, Carlos S., "Acerca de la interpretación del art. 248, LS", E.D., 164-974; Alegria, "El abuso de..." cit. p. 333. En sentido contrario, ver Fargosi, Horacio P. "Releyendo el art. 248 de la Ley de Sociedades Comerciales", E.D., 5/2/1999.

[23] Manovil, Rafael M., "El uso desviado de los mecanismos societarios como supuesto excluido de la caducidad del art. 251 de la L.S. en un fallo que marca un hito", E.D., T. 168, p. 559.

[24] Cfr. Manovil, Rafael M., op. cit., p. 556/8.

[25] SKIARSKI, Enrique M., "La compra apalancada mediante fusión -'Merger Leveraged Buy Out' (MLBO)- y el concurso", Doctrina Societaria y Concursal, N° 193, Diciembre 2003, T° XV, p. 1304. Cfr. VERON, Alfredo Víctor, Sociedades Comerciales, Ed. Astrea, Bs. As., 1986, T. 3, p. 615.

[26] Cfr. Ferrer, Patricia, op. cit., p. 613.

[27] Roitman, Horacio, Ley de Sociedades Comerciales, La Ley, Bs. As., 2006, p. 726.

[28] Ibid.

[29] Ferrer, op. cit., p. 612.

[30] Cfr. Nissen, Ricardo A., Ley de Sociedades Comerciales, Ed. Abaco, Bs. As., 2ª ed., 1993, T. 1, p. 363.

[31] Manóvil, Rafael M., Grupos de Sociedades, Ed. Abeledo-Perrot, Bs. As., 1998, p. 172, quien transcribe textualmente a Ferri, Giuseppe, "Concetto di controllo e di gruppo", en Disciplina Giurídica del Grupo di Imprese, Associazione Italiana Giuristi d'Impresa, Jornadas de Bellagio del 19 y 20 de junio de 1981, Giuffrè, Milano, 1982.

[32] En especial el caso "Havanna",

[33] Manóvil, Rafael, Grupos de..., p. 580.

[34] Cfr. Skiarski, Enrique, "La compra apalancada mediante fusión- 'Merger Leveraged Buy Out' (MLBO)- y...", p. cit.

[35] Ibid.

[36] Ferrer, Patricia, op. cit., p. 606.

[37] Cfr. Rubin, Miguel E., "La compra 'apalancada'...", cit. p. 450.

© Copyright: Universidad Austral