

## Compra apalancada de acciones: “Marofa” no es un LBO (Análisis crítico al fallo de la sala A)

Por:

**Pablo Augusto Van Thienen**

Director

### **Colaboradores**

Iván Di Chiazza

Florencia Paolini de Vidal

Miguel La Vista

## INDICE

I. ENTRE EL DESCONCIERTO Y LA DESAZÓN .....	4
II. EL CASO MAROFA Y EL PROYECTADO ARTÍCULO 222 DE LA LEY DE SOCIEDADES COMERCIALES .....	5
III. LA DISTANCIA ENTRE MAROFA Y UN VERDADERO LBO .....	5
a. <i>Los hechos del caso Marofa</i> .....	
b. <i>El financiamiento como elemento del LBO</i> .....	
c. <i>El racional económico de un LBO</i> .....	
d. <i>Comprendiendo un LBO</i> .....	
IV. LBO COMO NEGOCIO ILÍCITO: LA DOCTRINA “CLÁSICA” .....	7
a. <i>La prohibición del rescate de acciones (art. 220.2 LSC)</i> .....	
b. <i>El conflicto de interés (art. 248 LSC)</i> .....	
c. <i>La doctrina del ultra vires (art. 58 LSC)</i> d. <i>Prohibición de dar en garantía acciones propias</i> .....	
V. ASISTENCIA FINANCIERA PARA LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES PROPIAS EN EL DERECHO DE LA UE .....	8
a. <i>La Segunda Directiva de la CEE y la prohibición de asistencia financiera La Directiva 2006/68 CEE</i> .....	
b. <i>El nuevo artículo 23 de la Segunda Directiva</i> .....	
VI. REFLEXIONES FINALES: ¿FITITO O TESTAROSSA?	8

## Abstract

Nos proponemos analizar la doctrina del caso “*Marofa SA s/incidente de revisión*” a partir del fallo dictado por el vocal preopinante Dr. K lliker Frers, integrante de la sala A de la Cámara Nacional Comercial.

Interesa anotar este fallo por las aristas que presenta. Se trata de la simulación de un préstamo con garantía hipotecaria otorgada por la sociedad Marofa SA con destino a garantizar el pago del precio de compra de sus propias acciones.

El otorgamiento de la garantía fue cuestionado por un acreedor en el ámbito del proceso falencial de Marofa SA.

Interesa anotar este antecedente por dos razones: (i) el tribunal cuestiona la validez de la operación en la interpretación de que Marofa SA y sus accionistas instrumentaron una operación de “*Leveraged Buy Out*” y (ii) la doctrina ha identificado este caso como un genuino LBO.

Nosotros creemos que Marofa SA dista bastante de ser un LBO y para ello damos fundamentos a la luz de los hechos de la causa, el derecho vigente en nuestro país, y la normativa de la Unión Europea que regula los negocios de LBO con una clara aceptación de esta compleja operación económica, financiera y jurídica.

Esperamos estas reflexiones sean de interés.

## I. Entre el desconcierto y la desazón

La Sala A de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial dictó sentencia en el caso “Marofa”, caso que ha despertado la atención de cierta doctrina que ha pretendido identificarlo con un típico *Leveraged Buy Out* (LBO).<sup>1</sup>

Los primeros comentarios que se han publicado, e incluso los debates y análisis en cuanto congreso, jornada o evento académico tuvo lugar con posterioridad a esta sentencia han coincidido en que Marofa revelaría dos verdades: (i) el negocio subyacente implicaba un LBO y, (ii) el LBO es un negocio ilícito.<sup>2</sup>

Tamañas apreciaciones nos generan un dejo de desconcierto y desazón.

Lo primero, porque Marofa se encuentra -desde la perspectiva jurídica, financiera y económica- muy lejos de calificar como un LBO y por ello se corre el riesgo de que algún lector desprevenido crea que operaciones complejas como éstas guardan alguna semejanza con nuestro precario Marofa.

Lo segundo, porque aún cuando podamos estar convencidos (en un plano hipotético) de que Marofa califica como un LBO, los debates doctrinarios habidos a raíz el fallo de la sala A dejan al descubierto una realidad: nuestro pensamiento sigue empantanado en concepciones jurídicas que en el derecho comparado se encuentran, hoy, superadas<sup>3</sup>. Mientras gran parte de la doctrina

<sup>1</sup> Vid. entre otros: GRINBERG, Matías, *Ciertas reflexiones acerca de la compra “apalancada” o leveraged buy out (LBO) de empresas*, ED, 10.03.08; CURÁ, José María, *Apalancamiento en la adquisición de paquetes accionarios*, LL 2007-E, 314; DELLA PICCA, Pablo Hernán, *La compra apalancada de empresas (leveraged buy out), sus implicancias pasadas, presentes y futuras*, ED, 05.03.08.

<sup>2</sup> Ello a pesar de que el fallo presenta la virtud de haber enfocado el análisis del LBO sin prejuicios dogmáticos y ratificando la licitud en abstracto de tal negocio.

<sup>3</sup> Esto último, al haber advertido recientemente Europa que existe un verdadero *mercado de leyes* -sobre todo Europa continental ya que Inglaterra, por ejemplo, lo advirtió y lo asumió desde hace más tiempo atrás- y que en consecuencia el derecho europeo (entre ellos el de sociedades) debía encaminarse a ser más competitivo frente a otras jurisdicciones. Refiriéndose al proceso de renovación del derecho europeo, el profesor español Luis

local sigue afirmando la ilicitud del LBO sobre la base de la doctrina del *ultra vires*, del artículo 220.2 LSC y del interés contrario; en la Unión Europea, en cambio, han evolucionado hacia la licitud del financiamiento para la compra de acciones propias -en cuanto figura jurídica que supo dominar la discusión en torno del LBO-, centrando la atención en la responsabilidad del *management* y en la transparencia de la operación de financiación. Por lo tanto nuestra desazón pasa por la necesidad de repensar la ilicitud del otorgamiento de garantías para el financiamiento de compra de acciones propias; cuando en otras latitudes la clave ha cambiado.

## II. El caso Marofa y el proyectado artículo 222 de la ley de sociedades comerciales

Está claro que el otorgamiento de garantías por la sociedad emisora para facilitar el financiamiento de la compra de sus propias acciones es un negocio jurídico no previsto en nuestro régimen societario. Ahora bien, el caso Marofa encaja perfectamente en la prohibición de asistencia financiera expresamente receptada en el artículo 222 del (encajonado) proyecto de reforma a la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550.<sup>4</sup>

A. Velasco San Pedro señala que “...*ha sido motivado por la necesidad acuciante de dotar a las sociedades europeas de un marco legal más competitivo en un mundo que por sí lo es cada vez más, y de continua confrontación entre empresas europeas y de otros lugares del mundo, particularmente las norteamericanas*”. Vid. VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio, *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2006/5). Universidad Complutense de Madrid, <http://www.ucm.es/eprints/5992/>

<sup>4</sup> “Asistencia financiera. Acciones en garantía. Prohibición.- La sociedad no puede anticipar fondos, conceder préstamos, otorgar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición o suscripción de sus acciones o de acciones de su controlante, a salvo lo dispuesto por el artículo 194 respecto de las destinadas a su personal...”.

Se han leído insistentes planteos acerca de la importancia de esta norma para desbaratar a este tipo de operaciones que ponen en jaque a los acreedores de la sociedad y revelan un evidente carácter fraudulento.

En contra de esta tesis puede citarse la doctrina judicial del caso “Havanna” con el excelente voto del, por aquel entonces, juez de primera instancia Dr. Kólliker Frers. Vid., DI CHIAZZA, Iván G. *Verificación de un crédito emergente de un Leveraged Buyout. Comentario a un laudable fallo que luce razonable y hace gala de un gran sentido común*, WORKING PAPER – CEDEF Law & Finance y también en ED 210, 164.

## La distancia entre Marofa y un verdadero LBO

No obstante ello, debemos advertir que la norma europea (que sirvió de fuente a la comisión redactora del proyecto de reforma del artículo 222) se encuentra hoy superada, pasando de un régimen de absoluta prohibición a otro más flexible de permisión relativa; o sea, admitiendo la asistencia financiera para la compra de acciones propias sujetando el negocio al cumplimiento de ciertas condiciones. Más aún, el ordenamiento jurídico que sirvió de fuente a la normativa europea (nos referimos el derecho inglés) ha previsto –por medio de la *Companies Act 2006*- la eliminación de la restricción de la asistencia financiera para las *private companies* (a partir del 01.10.2008) y de la prohibición para las *public companies* (a partir del 01.10.2009). Esto que decimos no es un dato menor.<sup>5</sup>

Como no podía ser de otra manera, nuestra nula capacidad para estar a la altura del mundo moderno y civilizado acredita que seguimos con nuestra vernácula tradición de imitar normas foráneas que ya han sido superadas y reformadas en su jurisdicción de origen.

Vale decir, el caso Marofa obliga a dos reflexiones: (i) el otorgamiento de garantías para facilitar el financiamiento para la compra de acciones propias no encuentra prohibición expresa en nuestro régimen legal actual y, (ii) aún cuando fundemos esa prohibición en el proyectado artículo 222 de la LSC aquella se encuentra superada en el derecho comparado.

En consecuencia, este trabajo procurará no sólo medir la distancia entre Marofa y un LBO, sino además, proponer una revisión de la proyectada norma del artículo 222 de la LSC.

### III.

---

<sup>5</sup> Nuestro proyectado artículo 222 tiene su fuente en el derecho europeo de la década del '70 cuando el Parlamento Europeo sancionó una Directiva -que luego fue receptada por la mayoría de los Estados miembros- prohibiendo de manera radical, contundente y sin excepción alguna, la asistencia financiera (sea vía préstamos, o garantías) para que terceros puedan adquirir con dicha financiación sus propias acciones. La fórmula de la prohibición absoluta ha demostrado su ineficacia. Hoy, la fórmula ha cambiado pasando de prohibición absoluta a permisión relativa.

Supongamos, como ejemplo, que compramos un *Fiat 600* del año 1965. Luego, ansiosos por personalizar el vehículo lo pintamos de color rojo, le incorporamos una insignia en su parte delantera con la figura de un *cavallino rampante* y por último, le asignamos un original apodo (llamativamente escrito en sus laterales): “*Testarossa*”.

Concluida la faena, por más empeño y creatividad que hayamos invertido para que nuestro pequeño bólido se parezca a una *Ferrari*, lamentablemente seguirá siendo *Fitito*.

Algo similar podría decirse que ha sucedido con el fallo Marofa cuyas circunstancias fácticas son comparables a nuestro *Fitito*, en tanto que la compra apalancada de acciones que habitualmente se despliega en el marco de un LBO, sería, en nuestro caso la *Ferrari*.

En pocas palabras, la distancia que hay entre un *Fiat 600* modelo 1965 disfrazado de *Ferrari* y una verdadera *Testarossa*, es la misma que existente entre Marofa y un verdadero LBO.

Veamos las razones.

#### a. Los hechos del caso Marofa

El grupo de accionistas titular del 52% del capital social de Marofa compró al grupo minoritario titular del restante 48% del capital social la totalidad de su tenencia por una precio de compra de U\$S 400.000, presuntamente pagadero en un plazo. Los accionistas vendedores a fin de asegurarse el cumplimiento del pago del saldo de precio solicitaron a los accionistas compradores la constitución de garantías. Entre las diferentes opciones que pudieron evaluarse; entre otras: constituir garantías sobre las acciones compradas, sobre activos propios de los accionistas compradores, sobre flujos de caja de Marofa, y otras muchas opciones disponibles; las partes eligieron gravar activos de Marofa (la “*Target*”).

Para instrumentar esa garantía las partes constituyeron derecho real de hipoteca sobre el único inmueble de Marofa. Ahora bien, el tema no termina aquí. Para constituir la hipoteca y darle causa, Marofa celebró (o simuló celebrar) con los accionistas vendedores un préstamo dinerario.

Hasta ahí todo funcionaba tal cual había sido pactado; empero, los accionistas vendedores no pudieron evitar que Marofa cayera en desgracia luego de la venta del paquete accionario y aquella solicitó, tiempo después, su concurso de acreedores. Los accionistas vendedores concurrieron al concurso y verificaron su crédito por el saldo insoluto del préstamo; hecho que dio lugar a la acción de revisión promovida por el acreedor Giraudi y que motivó la sentencia que aquí comentamos.

Quedó acreditado en el expediente del incidente de revisión que el préstamo había sido una farsa: no se encontraba registrado en los libros sociales, la cifra del mutuo coincidía con el precio de compra pactado por las acciones de Marofa (U\$400.000), su instrumentación coincidía, también, con los plazos del contrato de compraventa. Todos estos extremos llevaron a la sala A al convencimiento de que se estaba en presencia de un préstamo simulado. Ergo, simulado lo principal correspondía declarar simulado lo accesorio: la hipoteca. La simulación fue tildada de ilícita en el entendimiento de que en el contexto de insolvencia de Marofa la constitución de un privilegio sobre el único activo de la deudora concursada implicaba un perjuicio para los acreedores quirografarios.

Resumiendo: los accionistas vendedores concedieron financiamiento a los accionistas compradores otorgándole un plazo para el pago del saldo de precio (desconocemos si ese financiamiento incluía intereses o no). A fin de asegurar el repago del precio los accionistas compradores constituyeron garantía sobre activos de la sociedad. ¿Y el préstamo?

Está claro que el problema en el caso Marofa no fue la hipoteca; sino el mutuo simulado. Por lo tanto, descartada la hipoteca y su privilegio por ilicitud del préstamo nos preguntamos: ¿por qué aludir a un LBO cuando en realidad Marofa es otra cosa?

Partiendo de estos hechos descartamos de plano que estemos ante un LBO, aún cuando la operación subyacente pueda parecerse. Marofa es un simple mutuo hipotecario simulado sin importar que el activo objeto de venta sean acciones de sociedades. En efecto, nos encontramos ante una simple simulación de un préstamo con garantía hipotecaria

constituida sobre activos de Marofa en seguridad de pago del saldo de precio de compra de cierta cantidad de acciones de la sociedad representativas del 48% del capital social. Punto y aparte.

Aclarado esto y olvidándonos por un instante de la simulación ilícita nos preguntamos si es posible bajo el derecho societario argentino que una sociedad garantice la compra de sus propias acciones por un tercero actuando como facilitadora en un negocio que le es, supuestamente, extraño. Retomaremos luego este punto.

### **b. El financiamiento como elemento del LBO**

El LBO es una operación jurídico-financiera compleja cuyo objetivo es la adquisición de una empresa aprovechando la deducibilidad impositiva de los intereses del financiamiento y el efecto amplificador que el empleo del endeudamiento genera maximizando la rentabilidad empresarial.<sup>6</sup>

El endeudamiento constituye el corazón del LBO. Es su elemento condicionante<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Desde luego, ello es viable en la medida en que la empresa *Target* genere una rentabilidad económica mayor que el coste de la deuda involucrada.

<sup>7</sup> Es variado el tipo de deuda involucrada en estas operaciones, generalmente adopta la forma de deuda senior (*senior debt*) y deuda subordinada (*second lien debt, mezzanine, payment-in-kind notes*). La *senior debt* tiene como garantía a los activos de la *Target* y, normalmente, se divide en varios tramos, dependiendo del tipo de amortización y del plazo de vencimiento. El plazo de la denominada *mezzanine debt* excede habitualmente de los cinco años y se amortiza al vencimiento. La *second lien debt* es un híbrido entre la *senior debt* y la *mezzanine debt*, y los derechos de sus tenedores, en el caso de liquidación de los activos, se sitúan detrás de los de la *senior debt*. Las denominadas *payment-in-kind-notes (PIK)* son deuda que lleva aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda. Vid., MANZANO, María-Cruz, “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, en Rev. Estabilidad Financiera, N° 13, Noviembre/2007, Banco de España,

<http://www.bde.es/informes/be/estfin/completo/IEF200713.pdf>

f Explica el Banco Central Europeo, con respecto a la estructura de endeudamiento de un LBO: “...it generally includes some or all of the following elements: Senior loans, consisting of revolving facilities and senior loan tranches A, B and C, second lien loans, mezzanine loans, high-yield bonds and payment-in-kind (PIK) notes. Senior loans are the dominant and, from the debtor's point of view, the cheapest source of finance for LBO transactions, being secured against the target company's assets and shares. Senior debt is generally issued

Conforme la valiosa experiencia aportada por el derecho comparado no existe una única manera de concretar este tipo de operaciones, por el contrario, la creatividad está a la orden del día y son notables las variables que se presentan.<sup>8</sup>

La operación de LBO comprende distintas modalidades, tales como: *Management Buyout* (MBO), *Management Buyin* (MBI), combinación de MBO y MBI (BIMBO) y transacciones *Public to Private* (PtoP). Sin embargo, todas las opciones cuentan con un denominador común, el apalancamiento financiero por el empleo de deuda en la estructura de financiación; o sea, el efecto *Leverage*.

Ahora bien, toda vez que es la propia

---

*in various tranches, each of which features different risk profiles and repayment conditions. Aside from the revolving loan (essentially an overdraft facility), "Senior A" debt tranches (or "Term Loan A") are the safest type of debt, traditionally characterized by a fixed amortization schedule with maturity between six to seven years. Lower grade senior debt tranches, such as "Senior B" and "Senior C" (or "Term Loans B and C") typically feature "bullet" structures according to which debt carries no periodic capital repayments and is repaid in full at maturity. The bullet-types of debt allow target companies to take on higher leverage multiples as the back ended amortization schemes relieve cash-flow pressures by avoiding debt servicing during the first years of investment. Evidently, reflecting the higher risk involved, lower-rated senior debt tranches also carry higher interest margins. High-yield debt and mezzanine debt are additional components of the typical LBO capital structure. Along with the interest payment, this type of debt can have equity based options such as warrants attached to the debt obligation or a debt conversion feature (although the latter are quite rare these days). Being subordinate to both senior and high-yield debt, mezzanine capital is more expensive for the issuers due to the higher degree of embedded credit risk. The term period of mezzanine debt usually exceeds five years and the principal is repaid at end of the term. During the past few years new layers of the LBO capital structure, such as second lien debt, have been introduced in the EU's LBO market. Second lien debt can be described as a mix between senior and mezzanine debt with respect to terms and conditions". EUROPEAN CENTRAL BANK, *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, ISBN 978-92-899-0164-2, <http://www.ecb.int>*

<sup>8</sup> Vid., DI CHIAZZA, IVÁN G., *Los Leveraged Buy Outs desde la visión del Derecho Estadounidense - Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial*, WORKING PAPER – CEDEF Law & Finance N°15 y también en ED, 201-725; DI CHIAZZA, IVÁN G., *Los Leveraged Buyouts desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial*, WORKING PAPER – CEDEF Law & Finance N°11 y también en ED, 202-590.

*Target* la que cuenta con los medios como para respaldar aquel endeudamiento, a través de garantías especialmente constituidas sobre sus activos y/o de los flujos de fondos que aquella ha de generar, es que esta figura supone, en términos generales, un traslado del coste de adquisición sobre la propia sociedad adquirida, lo cual no es sino un efecto o consecuencia del endeudamiento empleado para financiar la operación.

El hecho de que Marofa haya otorgado garantía por el precio de compra de sus acciones y operado, en cierta medida, un traslado del coste de la transferencia de las acciones por parte de los accionistas a la sociedad, ello no significa que se haya concretado un LBO. Máxime, cuando se puede apreciar que no existió efecto palanca alguno.

Marofa no es más que una transferencia de acciones donde la sociedad emisora garantiza con activos propios el pago el saldo de precio; esto es, garantiza una deuda ajena cuyo patrimonio terminaría soportando el coste de la operación si los accionistas compradores no honran sus deudas.

En Marofa no ha existido el apalancamiento como elemento esencial que califica y distingue a todo LBO; y lo cierto es que el otorgamiento de garantías sin Leveraged no es un verdadero LBO. Sera otro negocio (en el caso el otorgamiento de garantías a favor de terceros por dudas ajenas al giro social de la mano de la simulación de un mutuo) pero no un LBO<sup>9</sup>.

Si bien es cierto que Marofa SA asumió una obligación ajena por medio de la garantía otorgada sobre sus propios bienes y por ello, en última instancia, estaría soportando el coste de la transferencia de sus acciones, deducir de ello que se trata de una compra apalancada es llevar el LBO a una falsa posición, sencillamente porque no ha existido tal apalancamiento, en cuanto elemento esencial.

Si concluimos que el otorgamiento de garantía por deuda ajena (pago del precio de compra de acciones) implica necesariamente un LBO; entonces, toda venta de acciones cuyo precio sea pagado a plazo deberá calificar, también, como LBO. Semejante conclusión es simplemente un disparate. Nos explicamos:

---

<sup>9</sup> En rigor, como ya hemos expuesto, Marofa calificaría como un supuesto de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias.

No es un misterio que quien vende sus acciones concediendo al comprador un plazo para el pago del saldo de precio, está concediendo (al comprador) la posibilidad de destinar parte de los *cash flows* de la sociedad a cancelar ese precio. Es precisamente esa capacidad generadora de flujos que tiene la sociedad *Target* lo que permite a los compradores apalancar la compra sin necesidad de tener que tomar deuda o arriesgar fondos propios. Comprar activos generadores de caja permite al adquirente hacerse de esos flujos destinándolos a cancelar sus pasivos.

Nada impide al comprador destinar la totalidad de las ganancias líquidas y realizadas de la *Target*, ceder créditos de la *Target*; liquidar activos de la *Target* o reembolsar capital social de la *Target* para cancelar el precio de compra de las acciones.

En todos estos casos el accionista comprador utiliza activos o recursos societarios para aplicarlos a la cancelación del precio de compra de acciones. No encontramos en esto nada de ilícito, *per se*; aún en un escenario concursal (a salvo acción revocatoria).

### c. El racional económico de un LBO

Los informes y reportes económicos y financieros elaborados por instituciones y organismos internacionales dan cuenta del crecimiento exponencial de este negocio al punto de alcanzar cifras récord<sup>10</sup> logrando afianzarse en la Unión Europea y comenzado a incursionar con éxito en el asiático<sup>11</sup> y en el

<sup>10</sup> SEGÚN EL [CENTRE FOR MANAGEMENT BUY OUT RESEARCH \(CMBOR\)](http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/press/24SEPTEMBER2007.HTML): "...THE EUROPEAN BUY-OUT MARKET HAD A RECORD FIRST HALF TOTAL VALUE OF €91.8 BILLION; THIS IS A 15 PER CENT INCREASE ON THE FIRST HALF OF 2006". [CMBOR, EUROPEAN BUY-OUT MARKET PEAKS IN FIRST HALF, HTTP://WWW.NOTTINGHAM.AC.UK/BUSINESS/CMBOR/PRESS/24SEPTEMBER2007.HTML](http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/press/24SEPTEMBER2007.HTML)

<sup>11</sup> "The buyout industry today is far larger than it was during the years when it enjoyed its greatest returns. Fundraising by U.S. buyout funds was 36 times greater (in inflation-adjusted dollars) in 1998 than it was in 1985, and by 2006, it was more than one hundred times the level in 1985." CAO, Jerry & LERNER, Josh, "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts", October, 2006, Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market Available, <http://ssrn.com/abstract=937801>

"The number of European transactions in 2005

propio mercado latinoamericano<sup>12</sup>. El LBO es, sin duda, un fenómeno global.<sup>13</sup>

Entre todos aquellos informes se destacan los emitidos por el Banco Central Europeo y el *Deutsche Bundesbank* (o Banco Central Alemán). El primer señala que en los últimos años el segmento del mercado de *Private Equity* dedicado al LBO ha crecido exponencialmente con transacciones cuyos volúmenes alcanzaron niveles similares a los registrados en Estados Unidos<sup>14</sup>. En tanto que el segundo expresamente sostiene: "...The volume of new loans to finance LBO transactions has grown dynamically in the past few years. The European market reached a sizeable US\$116 billion in 2006; ... Reasons for the growth in volume include the favourable economic situation, low inflation and strong competitive pressure on financial intermediaries."<sup>15</sup>

declined slightly, from 1,115 in 2004, to 1,047 for 2005, but the total value of these transactions reached a record €125.3bn", *European Leveraged Buyout Report 2006*, [http://db.riskwaters.com/data/unquote/LBO\\_Report.pdf](http://db.riskwaters.com/data/unquote/LBO_Report.pdf).

"Buyout markets in the U.K. and Continental Europe have developed substantially over the past 25 years. The European market appears to be entering its third period of significant growth, following the waves of buyouts during the latter halves of the 1980s and 1990s. In recent years, successive records have been set in terms of both individual deal size and the total market value of transactions in a given year. Although the U.K. has by far the most active of these markets, there has also been considerable buyout activity in France, Germany, Italy, Spain, and the Netherlands." WRIGHT, Mike; RENNEBOG, Luc; SIMONS, Tomas; SCHOLLES, Louise, *Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N°. 126/2006, July 2006, SSRN\_ID918121\_code528147.pdf, <http://www.ecgi.org>.

<sup>12</sup> Tal el caso de los LBOs de Milano y Javer en México, ambas operaciones realizadas por una de las *Private Equity Firm* con mayor peso en Latinoamérica (*Advent International*) la cual llevó a cabo también uno de los mayores LBO en Brasil, la compra del operador de duty-free Brasil. Cfr. <http://www.adventinternational.com>

<sup>13</sup> "Buy-outs have also become a global phenomenon. Besides the US, where the market first took off and currently is enjoying a resurgence of activity, buy-out markets are developing in Japan and elsewhere in the Asia-Pacific region. The economies of Central and Eastern Europe are also witnessing the growth of a new phase of activity following the initial role of buy-outs in the transition from Communism", WRIGHT, Mike; BURROWS, Andrew; BALL, Rod; SCHOLLES, Louise; TUNE, Karen, *Management Buy-outs 1986-2006 Past Achievements, Future Challenges*, Centre for Management Buy-out Research, June 2006, <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/cmbor20.pdf>

<sup>14</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, ISBN 978-92-899-0164-2, <http://www.ecb.int>.

<sup>15</sup> DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monthly Report April 2007*, Vol. 59, N° 4, al respecto establece el [Centre for Management Buy Out Research \(CMBOR\)](http://www.adventinternational.com): "...the amount of debt in buy-out financing has increased gradually and

Desde el punto de vista económico, una combinación de sólido crecimiento y una baja inflación son los factores más relevantes que han contribuido a generar mercados financieros aptos para aquel crecimiento, caracterizado principalmente por bajas tasas de intereses.<sup>16</sup>

Asimismo, el saludable estado financiero de las empresas, que siguen presentando ratios de endeudamiento muy por debajo de las medias históricas junto a la composición en el coste del capital en la zona del Euro, es más propicia para llevar a cabo este tipo de operaciones, debido al bajo coste de la deuda en relación al coste del capital, lo que genera oportunidades de creación de valor vía apalancamiento.<sup>17</sup>

Este contexto ha motivado a efectuar inversiones con mayores niveles de rentabilidad, y por ende de riesgo, y han sido los bancos quienes asumieron un rol principal por medio de la transferencia de riesgo con la negociación en los mercados secundarios de préstamos y deuda.<sup>18</sup>

---

reached a record 53.2 per cent in 2007”, CMBOR, *Continental buyout market contracts but total European value is boosted by UK*, <http://www.nottingham.ac.uk/business/cmbor/Press/26March2008.html>

<sup>16</sup> Este fenómeno no es tampoco reciente. Si bien los comienzos de los ‘90s vieron la caída del boom del LBO de la mano del colapso de Michael Milken y de la deuda de alto riesgo (*junk bonds*) junto a una recesión económica, lo cierto es que hacia finales de la misma década se destacó un resurgimiento de este tipo de operaciones, sustentado en una economía próspera, bajo costo de la deuda y gran liquidez en el mercado, todo lo cual fue propicio para las nuevas inversiones. A partir de aquí, el ejemplo americano y el incremento en la competencia de las instituciones financieras ha estimulado el crecimiento sustancial del mercado europeo del LBO. Paralelamente, la introducción del EURO junto a importantes reformas regulatorias en la UE han acelerado estas transacciones en el viejo continente. *Vid.*, SCHIFRIN, Matthew, *LBO Madness*, 03.09.98, <http://www.forbes.com/forbes/1998/0309/6105128a.html>.

<sup>17</sup> BBVA, *Informe estratégico 2007*, 28.12.2006, [http://prensa.bbva.com/view\\_object.html?obj=22.101.c.8096](http://prensa.bbva.com/view_object.html?obj=22.101.c.8096).

<sup>18</sup> La financiación mediante deuda o préstamos con elevado grado de riesgo se la conoce como *Leveraged Finance*. Esta financiación ha experimentado, recientemente, una fuerte expansión, en buena medida, gracias a la posibilidad de redistribución del riesgo en los mercados mediante los denominados derivados de crédito (*Credit Derivatives*) los que a su vez han facilitado la adopción de nuevas estrategias de negocios por parte de las entidades financieras. El concepto es sencillo (y el negocio millonario) y consiste en la concesión de

Para comprender el crecimiento mundial del LBO es fundamental ubicarse en el marco del desarrollo de los *Private Equity Funds* que son los impulsores de tamaño desarrollo.<sup>19</sup>

Se trata de fondos de capital de inversión y riesgo destinados a la toma de participaciones temporales y que se suelen distinguir entre: (i) *Venture Capital Funds (VC)*, cuyo objetivo son empresas jóvenes ubicadas en un estadio primario de crecimiento, y (ii) *Leverage Buy Out Funds*, orientados a empresas ya afianzadas pero que se encuentran, por ejemplo, en proceso de expansión. En las operaciones de *VC*, la financiación principal se obtiene mediante aportaciones de capital, mientras que las operaciones realizadas a través de *LBOs Funds (Financial Sponsors)* la estructura de financiación cuenta con un elevado nivel de endeudamiento.<sup>20</sup>

---

financiación para la posterior transferencia de los riesgos a otros agentes y mercados. De esta forma se adquiere deuda de diferente calidad crediticia y se la transforma en nuevos instrumentos de deuda lo permite una ampliación del abanico de posibilidades de inversión, mejorando la accesibilidad a los mercados de un conjunto más amplio de inversores.

<sup>19</sup> Desde luego el crecimiento de las operaciones de LBO ha ido acompañado del crecimiento de los *Private Equity Funds* y viceversa al punto de resultar algo complejo advertir cual ha sido cual ha sido la causa y cual la consecuencia, si es que realmente ello se pueda aislar y determinar.

<sup>20</sup> “The amount of private-equity capital increased by 120% between 2000 and the end of 2006...”. The economist, *Plenty of alternatives. But hedge funds and private equity have their limits*, 28.02.2008, [http://www.economist.com/surveys/displaystory.cfm?story\\_id=10716011](http://www.economist.com/surveys/displaystory.cfm?story_id=10716011)

En el marco de un LBO, los recursos de los que dispone el *LBO Fund* se compone de capital aportado por inversores financieros o no financieros privados, y por recursos ajenos captados mediante endeudamiento. El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de la operación y es habitual que sea aportado por bancos, inversores privados y por los propios gestores del fondo que organizan la operación (*General Partners*). Los gestores del fondo de *Private Equity*, encargados de organizar la operación y de planificar la financiación, participan en el capital y asumen responsabilidad respecto a las obligaciones del fondo, a la vez que es frecuente que asuman la gestión de la *Target* de forma que se crea un mayor incentivo para una gestión eficiente. Los restantes inversores que aportan capital son usualmente, inversores institucionales, *hedge funds*, bancos e inversores privados y aportan el grueso del capital (normalmente, un porcentaje por encima del 95% del mismo). Una vez que el capital de un fondo de capital riesgo está constituido, se busca financiación de terceros, normalmente procedente del sistema bancario. Los bancos que se encargan de aportar la financiación en un primer estadio se ocupan posteriormente, y de forma más o menos rápida, de distribuir la deuda entre otros inversores, bien mediante la sindicación de los préstamos, o bien vendiéndola a fondos o a otros

Tan notable ha sido el crecimiento de los *LBO Funds* que aún con crisis crediticia mediante en los Estados Unidos<sup>21</sup> y una abrupta caída en el nivel de operaciones en el segundo semestre del 2007<sup>22</sup>, igualmente las volúmenes totales operados siguen siendo superiores a los de cualquier época anterior, debido ello, principalmente al nivel de cifras alcanzadas durante el año 2006.<sup>23</sup>

Aquel crecimiento y afianzamiento de la operación revela que se trata no solo de un medio por el cual los grandes grupos empresarios logran reestructurar determinadas unidades de negocios no rentables o de escaso valor estratégico, sino que también se ha comenzado a emplear en la venta de empresas familiares, sobre todo cuando se presentan dificultades de sucesión. Tendencia esta última que se sobresa en el caso de la experiencia europea en la materia.<sup>24</sup>

El objetivo detrás de un LBO puede responder a una estrategia económico-productiva o a una estrategia financiero-especulativa.

En el primer caso, los compradores se basan en su capacidad de mejorar la eficiencia en la gestión de los negocios, con el fin de

---

inversores, como los vehículos de CDOs. Cfr. MANZANO, María-Cruz, op. cit.

<sup>21</sup> "...The debt crunch has already led to the delay of some 20 transactions...", WONG, Grace, *Buyouts in a bind*, CNNMoney, 30.07.2007, [http://money.cnn.com/2007/07/30/markets/buyouts\\_bind/index.htm](http://money.cnn.com/2007/07/30/markets/buyouts_bind/index.htm)

<sup>22</sup> The economist, *A boom in bust-ups*, 27.09.2007, [http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=9867723](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9867723)

<sup>23</sup> "...U.S. private-equity firms have raised \$177.89 billion so far this year, exceeding the \$177.75 billion record of 2000, industry newsletter Dow Jones Private Equity Analyst announced Nov. 3. And fundraising could end the year at \$225 billion, far exceeding the \$159 billion raised in all of 2005, the newsletter said." ROSENBUSH, STEVE, *The Money Behind the Private Equity Boom*, BusinessWeek, 07.11.2006, [http://www.businessweek.com/investor/content/nov2006/p\\_i20061107\\_031256.htm](http://www.businessweek.com/investor/content/nov2006/p_i20061107_031256.htm).

Ver cuadro con los 5 mayores LBO en el mercado americano en 2006 en WONG, Grace, *Year of the mega-buyout*, CNNMoney, 19.01.2007, [http://money.cnn.com/2007/01/19/markets/big\\_deals/index.htm](http://money.cnn.com/2007/01/19/markets/big_deals/index.htm)

<sup>24</sup> Vid., RUIZ MARTIN, Marián, *Actividad de las entidades capital riesgo en España*, Comisión Nacional del Mercado de Valores (España), [http://www.cnmv.es/publicaciones/Mon2006\\_16.pdf](http://www.cnmv.es/publicaciones/Mon2006_16.pdf)

mejorar la rentabilidad de la empresa. En el segundo, en cambio, la conveniencia de la operación se deriva de la posibilidad de aprovechar el hecho de que el valor de realización de diferentes unidades de negocios de una misma empresa puede ser mayor que el precio de la empresa en su conjunto.

En uno y otro supuesto, el LBO se emplea como una herramienta para la compra de empresas por razones estratégicas (económicas-productivas o financieras-especulativas) ya que en la generalidad de los casos ambos objetivos no aparecen disociados sino mutuamente implicados y jugando ambos un rol relevante en la motivación empresaria que sustenta a la operación y que consiste en la creación de valor. En esa operación se procura ganar dinero. Este es, sencillamente, el racional económico que sustenta el exponencial crecimiento de la figura en el mundo. El LBO es un negocio jurídico lícito.

#### d. Comprendiendo un LBO

Comprender al LBO como negocio orientado al lucro requiere conocer el ciclo de la operación, a saber: entrada-salida o inversión-desinversión<sup>25</sup>. Todo LBO se estructura previendo la salida del *LBO Fund* lo cual, por supuesto, le debe reportar una ganancia. Dicha estrategia de salida comprende diferentes alternativas, entre las que se destacan la recapitalización (*Leveraged Recapitalization*) o la venta a otro *LBO Fund* (*Secondary Buy Out*).

Señala el *Deutsche Bundesbank*: "...An LBO transaction ends when the financial investment of the LBO fund is terminated, also known as "exiting". Exit strategies may include taking the company public or selling it to another financial sponsor (secondary or tertiary) or to a strategic investor. A recapitalization is another conceivable option. In this case, the financial investor collects part of the target company's equity as a dividend and borrows additional funds. The aim of all exit strategies is to obtain a high selling price or large

---

<sup>25</sup> "...When the investments of the LBO partnership mature, general partners need to liquidate, or "exit", the investment portfolio (i.e., the assets of the target companies) at the highest possible price in order to make a profit and maximize the returns for equity investors. Indeed, since the proceeds of the investment can only be distributed by exiting the investment (or via a dividend recapitalisation<sup>7</sup> – see later), effective and efficient exit strategies at maturity are crucial for potential investors in LBO". EUROPEAN CENTRAL BANK, *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU*, op. cit.

*dividends in order to ultimately maximize the return for the LBO fund's investors".*<sup>26</sup>

De manera tal que desde esta perspectiva es evidente que tal negocio será lucrativo y por ende justificará su propio racional económico en tanto y en cuanto se logre crear valor en la *Target*.

¿Qué relación presenta todo ello con Marofa? Evidentemente ninguna.

La creación de valor es lo que motiva económica y financieramente (o productiva y especulativamente, según los casos) el gran desarrollo y afianzamiento de la actividad *Buyout*.<sup>27</sup>

Este proceso de creación de valor, tiene que ver, entre otras cuestiones con la reducción de los costes de agencia por medio de un control activo y cercano de los administradores por parte de los inversores de *Private Equity*. Asimismo, tales fondos -*Private Equity* en general o *Leveraged Buyout Funds* en particular- también suelen incorporar valor por medio de la transferencia de conocimiento especializado con respecto al negocio, inversiones, alternativas de financiamiento y suelen asesorar a los administradores acerca de cómo optimizar la estructura de capital de la empresa e incrementar la eficiencia operativa. Igualmente, se reconoce que la presencia de altos niveles de deuda no solo repercute en la rentabilidad financiera y en el coste del capital sino que también logra disciplinar determinadas conductas de los administradores.<sup>28</sup>

Por supuesto que, al igual que las dos caras de una misma moneda, el LBO encierra algunos riesgos para la *Target* vinculados al esfuerzo que significará para esta última saldar la adeuda asumida por la adquirente para su

propia adquisición. Tales riesgos refieren fundamentalmente con el hecho de quedar comprometido el *cash flow* (y sus índices de solvencia) debido a la necesidad de pagar el endeudamiento<sup>29</sup>.

Por supuesto, nada de esto ha ocurrido en Marofa.

Es obvio que un alto nivel de deuda no sería una decisión acertada si existen limitaciones en la capacidad de pago de la *Target*, ya que a medida que los recursos exigibles aumentan en comparación con los recursos propios, tiende a incrementarse el riesgo de insolvencia debido a que se deberá destinar una fracción importante del flujo de caja para cubrir aquel pasivo y ello repercutirá, a su vez, en un mayor costo de los recursos ajenos e incluso en la imposibilidad o dificultad para obtenerlos en el futuro.

Para minimizar tales contingencias resulta relevante que la *Target* responda a determinadas condiciones, en especial, debe estar en condiciones -actuales o potenciales- de generar el suficiente *cash flow* para restituir el endeudamiento recibido. Por supuesto que en este escenario juega un papel fundamental la relación entre el costo de la deuda y la rentabilidad esperada de la empresa adquirida ya que el proceso será saludable en la medida que el primero sea inferior al segundo. Todo ello, además junto a otras condiciones -que refieren a las características de su negocio, su posición en el mercado, la deducibilidad fiscal de los intereses de la deuda, etc.- que influyen en las consideraciones básicas acerca de la viabilidad para transformar una empresa en *Target* de un LBO.<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Es obvio que un alto nivel de deuda no sería una decisión acertada si existen limitaciones en la capacidad de pago de la *Target* ya que a medida que los recursos exigibles aumentan en su magnitud en comparación con los recursos propios, tiende a incrementarse el riesgo de insolvencia debido a que la sociedad deberá destinar una parte sustancial de los flujos de caja para cubrir dichos pasivos y obviamente, ello repercutirá también en un mayor costo de los recursos ajenos e incluso en la imposibilidad o dificultad para obtenerlos.

<sup>30</sup> Al respecto, señala la doctrina especializada: "...The firm that may become the target of a leveraged buy-out can be described with a few, but significant characteristics. It has to be able to generate large and stable Free Cash Flow from Operations, so as to be mainly utilized to face the repayment of greater financial interests. As a result, a few cash will be available to finance an increase in the Net Working Capital, the Capital Expenditure and the Research & Development expenses. It follows that the target firm should preferably operate in a mature market and offer not very sophisticated product lines. In fact, firms, whose business is characterized by a strong growth rate or high technology products, are not suitable for being acquired by structuring an LBO. The speed

<sup>26</sup> DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monthly Report April 2007*, op. cit. 4,

<sup>27</sup> "...Buyout activity is driven by the motivation to increase the value of the target company over the original purchase price" BERG, Achim & GOTTSCHALG, Oliver, *Understanding Value Generation in Buyouts*, (2005) Journal of Restructuring Finance, [http://www.hec.fr/hec/fr/professeurs\\_recherche/upload/cahiers/CR824.pdf](http://www.hec.fr/hec/fr/professeurs_recherche/upload/cahiers/CR824.pdf)

<sup>28</sup> WRIGHT, Mike; RENNEBOOG, Luc; SIMONS, Tomas & SCHOLE, Louise, *Leveraged Buyouts in the U.K. and Continental Europe: Retrospect and Prospect*, ECGI Working Paper Series in Finance, Working Paper N° 126/2006, [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org)

Lo anterior nos coloca de cara a la realidad de un negocio rico y apasionante en pleno auge en los principales mercados del mundo que, en contraste con nuestro modestísimo y autóctono Marofa, no hace más que probar lo cerrado que estamos al mundo desarrollado.

Nos guste o no, el LBO es una técnica financiera que con sus ciclos y vaivenes se ha instalado en otros mercados mientras su presupuesto básico (apalancamiento, deducibilidad fiscal, diversificación del riesgo del sector prestamista) permanezcan vigentes. Nada de esto aconteció en Marofa.

---

*of their growth rate would require an excessive increase in the Receivables and the Inventories (and as a result, in the Net Working Capital), as well absorbing capital for the productive capacity enlargement and a raising share of the marketing expenses. Additionally, high technology products are constantly exposed to the obsolescence risk, so requiring considerable Research & Development costs. As to the market position, the target firm should be either a sector leader or located in a niche segment, so that any attempt of attack from a competitor is costly and complicated. In fact, such an attack resulting in an increase of its own sales only derives from taking away others market shares, which becomes extremely difficult in a mature business. Furthermore, the debt/equity ratio of the optimal target firm must be low in order to allow for the increase in the borrowed capital resulting from the merger with the Newco and its asset structure sound in order to use its tangible assets as guarantees for the new debt. Whereas, then, the firm has surplus non-strategic assets available, that would permit to get extra cash through asset stripping. Finally, still referring to the asset structure, a market value of single assets that is higher than the book value make appreciation emerge for the seller and buyer's benefit. The first one is spurred to sell, the second one can rely on appreciations in order to exploit the amortization tax shield resulting in an increase in the operating cash flows." BALDI, Francesco, Valuing a leveraged buy-out. The expansion of the Adjusted Present Value by means of the Real Options Approach, <http://www.realloptions.org/papers2004/BaldiLeveragedBuyOut.pdf>*

En términos similares, un actor relevante en estos negocios -Goldman Sachs- destaca las condiciones que deben reunir las *Targets*: "...firms in mature, non-cyclical industries that have slow growth rates; generate strong and predictable cash flows; have low capital requirements; and have low levels of debt. The best candidates for this transaction are well-managed firms that consider themselves undervalued by the public markets and find themselves unable to lift their share prices meaningfully." <http://www2.goldmansachs.com/ceoconfidential/CEO-Feb2001-LBOs.pdf>

Pretender creer que un LBO se reduce a la burda simulación ilícita ocurrida en Marofa es degradar el negocio y el debate.

Marofa no es un LBO; de la misma manera que nuestro ridículo Fitito no es una *Testarossa*.

#### IV. LBO como negocio ilícito: la doctrina "clásica"

La falta de comprensión de este negocio financiero complejo y la ausencia de toda regulación o tipificación jurídica en nuestro entorno, ha llevado a alguna corriente de opinión a considerar al LBO como negocio jurídico ilícito. Para fundar esta postura han recalado en los siguientes argumentos "clásicos" que merecen ser revisados:

##### a. La prohibición del rescate de acciones (art. 220.2 LSC)

Según esta opinión, como la sociedad no puede adquirir sus propias acciones conforme lo ordena el artículo 220.2 LSC mal puede conceder garantías o financiar la compra de sus propias acciones por terceros.

Conforme a esta tesis la prohibición del artículo 220.2 LSC tiene su raíz en que la compra de acciones propias implica la incorporación al activo de un valor (las acciones) que constituye para la sociedad un pasivo patrimonial, generando la compra de acciones propias una licuación del capital estatutario (*sic*). Según esta opinión el afianzamiento por parte de la sociedad de una obligación de terceros (los compradores de las acciones) violaría esta prohibición habida cuenta que dicha garantía conlleva un compromiso de aguamiento del capital (*sic*).

De acuerdo con este pensamiento afianzar la deuda de un tercero cuando esa obligación consiste en asegurar el pago de precio de acciones fuerza a la sociedad a tomar un pasivo del cual no obtiene contrapartida debilitando el patrimonio de retención. Frente al incumplimiento del deudor afianzado la sociedad deberá cancelar el pago del precio sin la debida contrapartida.

Asimilar la prohibición de un LBO a la prohibición del negocio de autocartera nos parece un argumento seductor y cautivante, pero poco convincente. Veamos:

En primer lugar debemos señalar que el negocio de autocartera no está prohibido en nuestro país. Está admitido bajo determinadas condiciones expresamente marcadas en el artículo 220.2 LSC. Vale decir, no estamos ante una prohibición absoluta del rescate de acciones sino ante una admisión condicionada. Este dato no puede pasar inadvertido.

En segundo lugar, la operación de rescate de acciones propias no implica (ni jurídica ni contablemente) incorporar al activo las acciones rescatadas. Las acciones adquiridas bajo la fórmula del artículo 220.2 LSC no salen del patrimonio neto, el efecto de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones implica que la cuenta capital social reflejada en los balances deberá dividirse en dos subcuentas: *acciones emitidas* y *acciones emitidas en cartera*. Así lo indica expresamente el artículo 64.II (a) y 65.1 (k) LSC. O sea, el capital social como cifra de retención no ha sufrido variación cuantitativa alguna; éste se mantiene inalterado para los terceros contratantes. En cambio, sí es condición de validez para que la operación funcione que aquella se financie con cargo a reservas libres y/o ganancias líquidas y realizadas. Esto quiere decir que el precio del rescate tiene un techo: nunca podrá exceder las reservas de libre disponibilidad. Hasta aquí el límite.

Ahora bien, para financiar esta operación la sociedad podrá elegir tomar deuda o liquidar algún activo. En el primer caso incrementará el pasivo exigible en la misma proporción que disminuye el pasivo de retención (reservas libres y ganancia del ejercicio), y en el segundo se reducirá el activo en la misma proporción que se redujo el neto patrimonial.<sup>31</sup>

El recate de acciones bajo el artículo 220.2 LSC implica, siempre, una reducción del patrimonio de libre disponibilidad; situación que no se produce en la garantía por deuda ajena, puesto que en este tipo de operaciones el otorgamiento de la garantía concede al otorgante el derecho de repetir contra el deudor garantizado subrogándose en los derechos del

acreedor afianzado; no importa si esta garantía es personal (fianza) o real (prenda o hipoteca).

La constitución de garantías por obligaciones de terceros en nada perjudica a la sociedad ni a los terceros sobre la consistencia del capital social como cifra de retención. Es decir, la constitución de garantías sobre activos de la sociedad no perjudica a los acreedores siendo más ventajosa que el rescate de acciones, desde la perspectiva de los acreedores.

La constitución de gravamen sobre activos sociales en nada perjudica la magnitud del activo y tampoco incrementa el pasivo exigible. Para el caso de constitución de garantías reales u otro tipo de gravámenes dichas garantías deben ser anoticiada en los balances para conocimiento de los terceros (*vid.*, art. 65.1 (b) LSC).

Está claro que la constitución de un gravamen puede responder a todo tipo de obligación susceptible de ser garantizada. Dependiendo el grado de exigibilidad (o eventualidad de exigibilidad) de la obligación, ésta deberá incorporarse al pasivo social. Este es el criterio indicado por el artículo 63.I LSC.

Las fianzas o los avales cambiarios no se incluyen en el pasivo social sino que deben incorporarse como nota a los estados contables. Así lo ordena la LSC. El criterio jurídico para proceder de esta manera es que el sujeto fiador siempre tiene un crédito contra el deudor afianzado; salvo renuncia. Siendo esto así, si el fiador aseguró una deuda por \$100 pagando al acreedor, aquel se subrogará en los derechos de éste y tendrá título suficiente para ejecutar el 100% del crédito al deudor afianzado. De esta forma activo y pasivo se compensan. Es por esta razón que la LSC y la técnica contable admite que las fianzas comerciales por obligaciones de terceros se incorporen a los estados contables como nota y no al pasivo, pues no alteran el neto patrimonial.<sup>32</sup>

En síntesis, asegurar el pago del precio de compra de acciones no es un acto jurídico ilícito para la sociedad; aún cuando el tercero adquirente sea el accionista de control de la sociedad *Target*.

<sup>31</sup> También podría aumentarse el capital destinando los fondos recaudados a rescatar acciones. En este negocios tenemos una operación combinada de aumento - reducción.

<sup>32</sup> La fianza solo se incorporará al pasivo cuando surja la obligación de pago. Si el acreedor no pagare la fianza u ofreciera una quita, es en este momento cuando el fiador debe proceder a registrar la pérdida contable con cargo a resultado del ejercicio.

En el caso Marofa el valor del activo fijo (el inmueble) podía sustituirse en el balance por el valor de otro activo: el crédito líquido y exigible que Marofa tenía contra los accionistas compradores luego de liquidar la garantía (el inmueble). Ergo, desde un punto de vista patrimonial el otorgamiento de la garantía por la sociedad no enerva los derechos de los acreedores quirografarios en el concurso. Se sustituye un activo por otro.

**b. El conflicto de interés (art. 248 LSC)**

Otro argumento para atacar la licitud del LBO ha sido el incuestionable conflicto de interés que se presenta entre la sociedad y el accionista comprador. Para esta corriente de opinión que la sociedad *Target* destine activos para garantizar una compraventa de acciones propias, siendo el comprador accionista de la propia *Target*, encierra un irrefutable conflicto de interés.

De esto no tenemos dudas. Ahora bien, dicho conflicto de interés no implica condenar al LBO a la ilicitud.

Tengamos presente que nuestro sistema jurídico tolera los negocios en conflicto de interés entre socio y sociedad y, entre sociedad y sus directores, obligando a los sujetos en conflicto a abstenerse de votar. Vale decir que aún cuando el negocio pueda encerrar un evidente conflicto de interés entre el *insider* y la sociedad, si ésta lo entiende como necesario para sus intereses, el negocio será válido y oponible mientras haya sido aprobado por mayoría de votos *neutros, o independientes*.

Es notorio pero el artículo 248 LSC no habla de *conflicto de interés* sino de *interés contrario*, cosa bien diferente. El conflicto de interés se encuentra cubierto en el artículo 240 LSC pero solo, para el supuesto de que el accionista juegue el doble rol de (director) o (síndico).

Que existe conflicto de interés en un LBO donde el accionista adquirente de las acciones es el socio controlante no tenemos la menor sospecha; la duda que tenemos es si ese conflicto de interés lleva a la ilicitud del LBO.

Para nosotros la existencia de un mero conflicto de interés no permite cuestionar la

validez del LBO debiendo enrolarnos en la tesis de la interpretación restrictiva de la nulidad por esta causa.

Ahora bien, si la operación de LBO encierra un interés contrario, entendido éste como el interés de una de las partes en sacar una ventaja oportunista causando perjuicio, la actuación en interés contrario provoca una lesión al interés social y, eventualmente, a los terceros acreedores de la sociedad.

Un LBO en interés contrario no es otra cosa que la financiación de la compraventa de acciones en condiciones leoninas, graves o desventajosas para la sociedad siendo de aplicación los principios generales de derecho. Fuera de estos supuestos, el mero conflicto de interés no encierra una nulidad.

La ilicitud de la garantía debemos encontrarla en las condiciones contractuales bajo las cuales fue otorgada, y si ésta causa perjuicio a terceros deberán darse todos los atributos de la responsabilidad civil para condenar al accionista responsable en un *cusadidélito*.

En esta dirección se mueve la nueva directiva de la Unión Europea sobre LBO, tal como lo analizaremos en el capítulo siguiente.

**c. La doctrina del *ultra vires* (art. 58 LSC)**

La constitución de garantías por la sociedad *Target*, para facilitar la compra de sus propias acciones, es un acto *notoriamente extraño* al objeto social. Tal es otra de las posturas de quienes pretenden voltear el LBO. Incluso cuando los estatutos sociales prevean de manera expresa la facultad del directorio para otorgar fianzas o constituir garantías sobre activos sociales. Aun en este extremo la constitución de garantías para asegurar la obligación de terceros es un acto *notoriamente extraño*.

A primera vista uno podría compartir esta opinión, sin embargo creemos que sus aristas merecen ser pulidas. Dos cosas son relevante a la hora de discutir la doctrina del *ultra vires* en el marco de un LBO. La primera es que los actos realizados por el directorio fuera de los expresamente mencionados en los estatutos sociales no hacen a la invalidez de los actos celebrados por la sociedad sino a su inoponibilidad. La doctrina del *ultra vires* no es un

tema de capacidad de derecho del ente, sino de capacidad del órgano de administración (teoría del órgano) o de incapacidad del representante (teoría contractual de la representación). En ambos el acto es válido pero ineficaz frente a la sociedad pudiendo el acreedor perjudicado accionar contra los miembros del órgano de administración mediante la acción individual de responsabilidad (arg. Art. 279 LSC)

La segunda es definir qué se entiende por acto *notoriamente* extraño. Ésta es la cruz del problema.

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

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

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

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

Por lo tanto si en una operación de LBO, por la cual la sociedad *Target* facilita un cambio de paquetes accionarios otorgando financiamiento o facilitando activos en garantía redundando en un beneficio al interés social, no

encontramos razones para tildar de ilícito un acto jurídico ventajoso no previsto en los estatutos sociales.

#### *d. Prohibición de dar en garantía acciones propias*

El artículo 222 LSC en su redacción actual y el texto refundido del proyecto de reforma prevén la prohibición de que la sociedad garantice créditos contra sus acciones.

El racional económico de este dispositivo consiste en evitar que la sociedad cancele un activo contra capital social. Esta norma intuye que asegurar el cobro de un crédito con cargo a las propias acciones de la sociedad acreedora pueda inducir a finalidades torcidas permitiendo el deudor cancelar su pasivo trasladando la totalidad de la pérdida a la sociedad emisora.

No es difícil imaginar que si la sociedad tiene un crédito por \$100 y contra dicho crédito toma en garantía sus propias acciones por un valor nominal de \$200; si el acreedor no paga y las acciones no poseen mercado para ser vendidas, la pérdida será soportada por la sociedad como consecuencia de las previsiones por incobrabilidad impuestas por el artículo 63.I LSC. Consecuencia de ello: el patrimonio neto se verá reducido en \$100 en perjuicio de los acreedores. Ahora bien, si las acciones no poseen mercado para ser enajenadas la pérdida patrimonial puede llegar a \$300 pues la sociedad no podrá retener las acciones estando obligada a deshacerse de las mismas vía reembolso de capital (*vid.*, artículos 204, 220.1 y 235 LSC). Sin duda esta operación lleva a la licuación de un activo y a la consecuente disminución del patrimonio de retención.

Esta norma tuitiva supone que las acciones en garantía no alcanzarán a cubrir el crédito insoluto; sin embargo nada impide que las acciones cedidas en garantía puedan ser vendidas en el mercado logrando la sociedad recuperar todo o parte del crédito y sus intereses. Si esto sucede ningún perjuicio se habrá causado al interés social y, menos, a los acreedores quirografarios. La sociedad habrá recuperado parte del activo y el capital social conservará su intangibilidad.

No compartimos la prohibición de esta norma y menos que sea utilizada como argumento para defender la ilicitud de un LBO.

## V.

## Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias en el Derecho de la UE

### a. La Segunda Directiva de la CEE y la prohibición de asistencia financiera

En el resurgimiento, algo reiterativo, de los análisis, notas y comentarios en torno a los LBOs a partir de Marofa se advierte la recurrencia a cierta normativa prohibitiva del derecho europeo que, se sostiene, aplicaría a los LBO. Ello suele ser un argumento central a la hora de proponer la ilicitud de la operación en nuestro derecho.<sup>33</sup>

En efecto, siempre que se plantea el tema del LBO la discusión se asienta en un lugar común: el artículo 23 de la Segunda Directiva de la Comunidad Económica Europea del año 1976 (Directiva 77/91/CEE del 13.12.1976) el cual *prohibía* la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Recalcamos: *prohibía*.<sup>34</sup>

Aquella norma fue recientemente modificada en un sentido netamente favorable a los LBO. Concretamente, el 6 de septiembre de 2006, se dictó la Directiva 2006/68/CEE del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se reforma la Directiva 77/91/CEE en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital social.

No es adecuado que se insista hoy con la prohibición de asistencia financiera del artículo 23 de la Segunda Directiva, desconociendo quienes pregonan esa tesis que el derecho europeo hace ya casi 2 años que ha modificado el rumbo por una senda

muy distinta a la que indicaba la normativa de mediados de los '70s.

El artículo 23 de la Segunda Directiva en su redacción originaria prohibía que las sociedades anónimas adelantasen fondos, concedieran préstamos o diesen garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero. Era una prohibición absoluta de la que sólo se exceptuaban las operaciones corrientes de los bancos y las efectuadas a favor del personal de la sociedad o de una sociedad afín. Literalmente se establecía que: "...Una sociedad no podrá adelantar fondos, ni conceder préstamos, ni dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero."<sup>35</sup>

Esta es la norma que ha motivado a los Estados miembros a incorporar artículos en sus respectivas leyes que, en mayor o menor medida, reproducen lo dispuesto por la normativa comunitaria. Así, a modo de ejemplo cabe señalar el caso de Italia con el artículo 2358 del Código

<sup>33</sup> Esa norma europea presuntamente prohibitiva de los LBO sería la fuente de nuestro proyectado artículo 222.

<sup>34</sup> Tal como señala el profesor Luca Enriques con solo advertir el crecimiento de los LBOs en Europa se aprecia que los presuntos efectos anti LBO del artículo 23 de la Segunda Directiva no han sido tan importantes como usualmente se cree. Ha sido un obstáculo serio pero mayormente teórico más que práctico. *Vid.*, ENRIQUES, Luca, *Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?*, ECGI Working Paper Series in Law Working Paper N° 39/2005. También puede consultarse VELASCO SAN PEDRO, Luis A, "La reforma de la asistencia financiera en Europa", Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2006/5). Universidad Complutense de Madrid, *op. cit.*

<sup>35</sup> Como se aprecia la semejanza entre esta norma y el artículo 222 del Proyecto de Reformas a nuestra Ley de Sociedades es más que evidente. Sólo difiere en el hecho de que nuestra ha querido ser más contundente (como si la norma fuente ya no lo fuera) y ha agregado una mención extra general al establecer que la sociedad tampoco podrá *facilitar ningún tipo de asistencia financiera*, no sea cuestión que la asistencia financiera que pretende prohibir tome alguna forma distinta de las previstas en la fuente.

Es relevante conocer que el concepto de asistencia financiera es originario y privativo del derecho europeo y más precisamente del derecho inglés el cual influyó en la redacción prohibitiva originaria de la normativa comunitaria. La prohibición se introdujo por primera vez en la *Companies Act 1929*. *Vid.*, FLETCHER, Keith, *Financial assistance around the Pacific Rim: the persistence of dysfunctional provisions*. En su momento la *Companies Act 1985* flexibilizó la prohibición permitiendo la asistencia financiera para las *private companies* -transformándose la prohibición en una restricción- y en la medida que cumplieran con ciertos recaudos mediante el procedimiento conocido como *whitewash*. *Vid.* EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION, *Debt Financing Structures*, March 2004, [www.evca.com](http://www.evca.com)

Hoy en día el derecho inglés marcha nuevamente a la vanguardia y se prevé la derogación definitiva tanto de la restricción con respecto a las *private companies* como de la prohibición con respecto a las *public companies* de la prohibición de asistencia financiera. En efecto, conforme la *Companies Act 2006* que ha sido sancionada en noviembre de 2006 pero que gran parte de sus disposiciones comenzarán a regir de manera escalonada en el tiempo, se ha previsto que la restricción referente a las *private companies* ocurrirá el 1 de octubre de 2008, en tanto que el levantamiento de la prohibición con respecto a las *public companies* ocurrirá el 1 de octubre de 2009.

Civil; de Francia con la norma del art. L225-216 del Código de Comercio (conforme ley 2001-152 del 19 de febrero de 2001), de España con los arts. 81 de la Ley de Sociedades Anónimas y 40.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada o de Portugal con el artículo 322 de su Código de las Sociedades Comerciales, todos los cuales -más allá de alguna diferencia menor- prohíben dar préstamos o garantías para la compra de las propias acciones.

La norma del artículo 23 de la Segunda Directiva, fue tradicionalmente vinculada a los LBO debido a que la estructura de este tipo de transacciones se sustenta en la posibilidad de emplear los activos de la empresa adquirida como garantía del endeudamiento financiero contraído para llevar a cabo la adquisición. Algo parecido a nuestro caso Marofa.

Sin embargo, a pesar de la presunta limitación que ha implicado la Segunda Directiva lo cierto es que el mercado del LBO ha crecido significativamente y a la discusión habida durante los últimos 15 años acerca de la aplicabilidad de las normas sobre prohibición de asistencia financiera a los LBO<sup>36</sup> se ha sumado, recientemente, una instancia de revisión del derecho comunitario con ánimo de renovación y sobre todo de superación de ciertos conceptos -como el de la prohibición absoluta de la asistencia financiera- que demostraron ser totalmente ineficientes de cara a sus objetivos y perjudiciales para dinámica de la sociedad.

Una buena muestra de ese nuevo impulso lo vemos la mencionada reciente Directiva 2006/68/CEE del 6 de septiembre de 2006 que modifica la Segunda Directiva 77/91/CEE en materia de sociedades tales como: régimen del capital social, valoración de ciertas aportaciones no dinerarias, régimen de adquisición derivativa de acciones propias y, asistencia financiera para adquirir acciones propias.

La Segunda Directiva tenía por objetivo asegurar el mantenimiento del capital de la sociedad en interés de los acreedores. Lo cierto

<sup>36</sup> Vid., DI CHIAZZA, Iván G., ob. cit *Los Leveraged Buyouts desde la visión del Derecho Europeo. Perspectiva Doctrinaria y Jurisprudencial*, WORKING PAPER – CEDEF Law & Finance y también en ED, 202-590.

es que la mayoría de las reglas en las que se sustentaba dicha norma y especialmente las referidas a la adquisición de acciones propias ya no se adaptan a los conceptos y técnicas de las finanzas corporativas actuales.<sup>37</sup> Al respecto señala la doctrina europea: "...Like other old rules of company law that were once thought to be terribly important but which have since been overtaken by more modern developments, such as the ultra vires rule, it is possible to make a case for abolishing the ban on financial assistance on the ground that it is redundant in modern circumstances".<sup>38</sup>

En este marco de renovación y actualización, se lanzó en el año 1996 un proyecto plurianual destinado a simplificar la legislación principal relativa al mercado interior, el proyecto que fuera denominado SLIM (*Simpler Legislation for the Internal Market*) examinaría diferentes ámbitos legislativos durante cinco fases en los años 1996-2002 debía encontrar los medios para simplificar la legislación en vigor con el fin de reducir la carga sobre las empresas y una de dichas fases, se refería a la necesidad de revisar las disposiciones de las directivas sobre el derecho de sociedades.

En el ámbito societario la Segunda Directiva fue una de las normas revisadas y esta tarea se ha concretado en tres etapas: (i) Propuesta SLIM de 2000; (ii) Propuesta SLIM plus de 2002 y (iii) Propuesta de la Comisión de 2004 que ha llevado al texto definitivo de la nueva Directiva 2006/68. En este trabajo intervino incluso, la comisión denominada *High Level Company Law Experts* (creada en el año 2001) y que diera lugar al usualmente llamado informe "Winter" (en honor al Presidente de dicha comisión Jaap Winter).<sup>39</sup>

El 4 de noviembre de 2002, el grupo de alto nivel de expertos en derecho societario presentó su informe final titulado "Un marco normativo moderno para el Derecho de sociedades en Europa". Dicho informe refería al gobierno corporativo y a la modernización del derecho societario.

<sup>37</sup> WYMEERSCH, Eddy, *Reforming the Second Company Law*, Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2006, <http://ssrn.com/abstract=957981>

<sup>38</sup> ERRAN, Eilís, *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*, *European Business Organization Law Review* 6: 93-99, <http://journals.cambridge.org/>

<sup>39</sup> Ver el informe en: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/rep\\_ort\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/rep_ort_en.pdf)

El 21 de mayo de 2003 se expidió la Comisión Europea mediante una Comunicación dirigida al Consejo y al Parlamento Europeo titulada: "Modernización del Derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea - Un plan para avanzar". En ella se explican las razones por las cuales debe modernizarse el marco normativo comunitario en lo relativo al derecho societario. Al respecto y refiriéndose a las conclusiones arribadas en el informe *Winter* la Comisión Europea ha considerado que "...una simplificación de la Segunda Directiva basada en estas propuestas y recomendaciones contribuiría significativamente a promover la eficacia y la competitividad de las empresas sin reducir por ello la protección ofrecida a los accionistas y a los acreedores. La presentación de una propuesta de modificación de la Segunda Directiva sobre estas bases se considera, por lo tanto, como una prioridad a corto plazo..."<sup>40</sup>.

El 21 de septiembre de 2004 se expidió nuevamente la Comisión Europea. Esta vez, mediante la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.<sup>41</sup>

Finalmente, el 06 de septiembre de 2006 fue dictada, por el Parlamento y el Consejo de la Unión Europea la Directiva 2006/68/CEE (publicada en el Boletín Oficial de la Unión Europea el 25 de septiembre de 2006) que modifica a la Directiva 77/91/CEE (o Segunda Directiva).

#### **b. La Directiva 2006/68 CEE**

Esta Directiva, que debe enmarcarse en el más amplio proceso de reforma y modernización del Derecho societario en Europa afecta fundamentalmente a cuatro aspectos sustanciales del régimen jurídico de las sociedades comerciales: (i) Régimen de las

<sup>40</sup> Comunicación de la Comisión Europea al Consejo y al Parlamento Europeo, *Modernización del derecho de sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la unión europea - un plan para avanzar*, 21.5.2003, COM (2003) 284 final, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:ES:PDF>

<sup>41</sup> COM(2004) final, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/capital/2004-proposal/proposal\\_es.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/proposal_es.pdf)

ampliaciones de capital social mediante aportaciones no dinerarias, (ii) Régimen de la adquisición de las propias acciones (autocartera)<sup>42</sup>, (iii) Régimen de la asistencia financiera y, por último, (iv) Régimen de oposición de acreedores en las reducciones de capital social.

Se trata de una reforma que al decir del profesor Velasco San Pedro, si hubiera que resumirla con una sola palabra ésta sería: *flexibilización* ya que en todos los aspectos retocados se trata de introducir nuevos elementos de facilitación en relación con los aspectos antes mencionados superando una cierta rigidez del texto originario de la Segunda Directiva que, en punto a la asistencia financiera era total y absoluta.<sup>43</sup>

#### **c. El nuevo artículo 23 de la Segunda Directiva**

Conforme la reforma antes aludida, en el artículo 23, el apartado 1 se sustituye por el texto siguiente: "1. Cuando la legislación de un Estado miembro permita a una sociedad, directa o indirectamente, adelantar fondos, conceder préstamos o dar garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero, estas operaciones estarán sujetas a las condiciones enunciadas en los párrafos segundo, tercero, cuarto y quinto.

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

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

<sup>42</sup> En materia de adquisición de acciones propias, se dispone que podrá autorizarse la adquisición de autocartera por las sociedades anónimas, se establece como límite máximo el importe de las reservas distribuibles, y se habilita a los Estados miembros para que puedan establecer otras condiciones para su adquisición. Asimismo, se amplía de 18 meses a 5 años el plazo máximo de referencia durante el cual la Junta General puede autorizar la adquisición de autocartera.

<sup>43</sup> Vid., VELASCO SAN PEDRO, Luis Antonio, *La reforma de la asistencia financiera en Europa*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil (2006/5). Universidad Complutense de Madrid., *op. cit.*

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

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

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

En los apartados 2 a 5 del nuevo artículo 23 de la Segunda Directiva se establecen diversos requisitos que harían lícita la asistencia financiera prestada por una sociedad a un tercero para adquirir sus acciones, y que consisten en: (i) que se realice en condiciones de mercado justas y bajo la responsabilidad del órgano de administración; (ii) que la transacción sea previamente aprobada por la junta general con quórum y mayoría reforzados; (iii) que el órgano de administración presente a la junta general un informe justificativo de la operación, al que se dé la debida publicidad; (iv) que la asistencia financiera total concedida a terceros no tenga por efecto la reducción del activo neto por debajo del importe del capital suscrito aumentado con las reservas no distribuibles; (v) que la sociedad dote una reserva no distribuible equivalente al importe de la asistencia financiera total; y (vi) que la adquisición o suscripción mediando asistencia financiera se realice a un precio justo.

Son notorias las diferencias entre el nuevo régimen y el viejo de prohibición

absoluta. Ahora, la asistencia financiera para la compra de acciones puede realizarse siempre que la sociedad cumpla con los recaudos antes indicados. De esta forma se cambia la perspectiva del LBO centrando la tención en el régimen de responsabilidad del *management*. Se pasa de un sistema *ex ante* y un régimen *ex post*.

Párrafo aparte merece el capítulo del interés contrario. En este punto la Nueva Directiva expresa: *En los casos en los que algún miembro del órgano de administración o de dirección de la sociedad parte de una transacción contemplada en el artículo 23, apartado 1, o del órgano de administración o de dirección de una empresa matriz en el sentido del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa las cuentas consolidadas (\*), o esta empresa matriz misma, o particulares actuando en su propio nombre pero por cuenta de estos miembros o esta empresa, sean parte de esa transacción, los Estados miembros garantizarán, mediante las medidas de salvaguardia adecuadas, que esta operación no será contraria a los intereses de la sociedad.”*

Se confirma así la tesis de que la asistencia financiera es lícita mientras no cause daño al interés social cuando una de las partes de la operación califica como *parte relacionada*. En este punto la Nueva Directiva admite el *conflicto de interés* y pone el acento en el *interés contrario*, tal como lo señalábamos más arriba. Sólo cuando la parte relacionada participe de una operación de financiación de compra de acciones de la sociedad y esta operación implique desatender el interés social priorizando el interés personal con una clara conducta desleal, la ilicitud del LBO no hará esperar.

Reiteramos, el mero conflicto de interés no hace a la ilicitud de la financiación. Es necesario para que opere la nulidad del negocio la existencia de interés contrario, tal como lo impone nuestro artículo 59, 248 y 272 LSC para el caso de directores, síndicos y accionistas.

## VI. Reflexiones finales: ¿Fitito o Testarossa?

Retomando nuestra comparación inicial cabe señalar que nuestro sistema jurídico en general se asemeja bastante al Fitito’65, que por supuesto queda rezagado frente a la *Testarossa*.

Desde luego que podemos todos imaginarnos que, conduciendo nuestro

carnavalesco automóvil vamos montados sobre una *Testarossa*, si ello nos hace felices... pero no perdamos de vista la realidad y sepamos que nuestra máquina no posee las prestaciones más avanzadas, porque en cierto momento necesitaremos efectuar alguna maniobra -sea acelerar para rebasar a un rezagado o frenar bruscamente para evitar una colisión- y para la cual no se encuentra preparada...