

“SOBRE LA LEGALIDAD Y LAS RESPONSABILIDADES ORIGINADAS POR LAS COMPRAS APALANCADAS DE EMPRESAS EN ARGENTINA”¹²¹

Por Gianfranco Riberi

Resumen: Estando inmersos en un mundo cada vez más globalizado e interconectado, podemos comprender que las actividades empresariales y su crecimiento exponencial no reconocen frontera o límite de ninguna índole, extendiendo sus inversiones y proyectos de expansión más allá de sus territorios. Ante esto, en una gran cantidad de casos se recurre a las compras apalancadas o leveraged buyout como mecanismo de adquisición o fusión empresarial a fin de lograr las metas de crecimiento estipuladas, entendiendo que las mismas importan una de las opciones más viables en las últimas décadas para hacer crecer el mercado empresarial y financiero. Como consecuencia de ello, no son pocos los dilemas que se suscitan teniendo en cuenta que la realidad de los negocios la ha incorporado como tal pero que, no obstante ello, nuestro país no ha logrado hacer un tratamiento adecuado y acabado de la misma. Mediante la presente investigación se busca dar íntegro tratamiento a la figura, teniendo en consideración sus implicancias económicas, financieras y jurídicas, a la vez que se pretende esclarecer las responsabilidades y consecuencias de toda índole que pueden derivarse de su utilización indebida; así como los potenciales conflictos societarios que deben dilucidarse en caso de obtenerse un resultado adverso en su puesta en ejecución. Es por ello que, con este análisis, pretendemos describir y analizar en profundidad cada una de las aristas que merecen una especial atención en torno a las compras apalancadas o leveraged buyout, tratando de dar un salto al estudio de las mismas desde una posición que englobe todos sus aspectos relevantes y esenciales.

Palabras Claves: Compras apalancadas – Apalancamiento – Responsabilidad Societaria – Derecho Empresario – Finanzas.

Abstract: Being immersed in an increasingly globalized and interconnected world, we can understand that business activities and their exponential growth do not recognize a border or limit of any kind, extending their investments and expansion projects beyond their territories. Given this, in a large number of cases, leveraged buyouts or leveraged buyouts are used as a mechanism for acquisition or business merger in order to achieve the stipulated growth goals, understanding that they are one of the most viable options in recent decades. to grow the business and financial market. As a consequence of this, there are many dilemmas that arise taking into account that the reality of business has incorporated it as such but that, nevertheless, our country has not managed to make an adequate and complete treatment of it. Through this investigation, it is sought to give full treatment to the figure, taking into consideration its economic, financial and legal implications, at the same time as it is intended to clarify the responsibilities and consequences of all kinds that may arise from its improper use; as well as the potential corporate conflicts that must be resolved in the event of obtaining an adverse result in its implementation. That is why, with this analysis, we intend to describe and analyze in depth each of the edges that deserve special attention around leveraged purchases or leveraged buyouts, trying to make a leap to study them from a position that encompasses all their relevant and essential aspects.

Key Words: Leveraged Buyout - Leverage - Corporate Responsibility - Business Law - Finance

¹²¹ Trabajo Final Integrador para acceder al Título de Magister en Derecho Empresario, Universidad Blas Pascal, Dr. José Sala Mercado, Año 2021.

INTRODUCCION

i.- OBJETO DE ESTUDIO

Creemos conveniente comenzar el desarrollo del presente trabajo final poniendo de manifiesto que el mismo busca adaptarse a los cambios que se están dando en los últimos tiempos a nivel empresarial y comercial, procurando realizar una contribución que se acople a los mismos.

Es por ello que se pretende desentrañar, comprender, analizar y exponer las particularidades de uno de los mecanismos más utilizados en la vida de los negocios, los mercados económicos y financieros; y particularmente en la adquisición y fusión empresarial, que son las compras apalancadas o su similar en anglosajón leveraged buyout.

Poder interiorizarnos y comprender no solo la importancia de este mecanismo sino la multiplicidad de facetas técnicas, económicas, financieras y jurídicas que como consecuencia del mismo se originan, nos permitirá tomar cabal dimensión de una práctica no solo desarrollada en países del primer mundo o con economías consolidadas, sino también en economías emergentes o de frontera.

Estas últimas resultan relevantes debido a que son objeto de estudio por parte de aquellas empresas o grupos económicos que buscan obtener un margen y grado de rentabilidad que les permita ampliar sus horizontes de crecimiento más allá de unos límites geográficos predeterminados.

Es por ello que, en este contexto, debemos poner en evidencia que la investigación y análisis aquí desarrollados conllevan necesariamente un invariable estudio de cada una de las aristas de las compras apalancadas, haciendo posible que el lector, mediante el presente, pueda sacar sus propias conclusiones en torno a una figura de larga data que ha sido reconocida y denostada a la vez por profesionales de diversas disciplinas, todo lo cual se analizará de manera exhaustiva conforme los criterios referidos precedentemente.

Mencionar esto es necesario por cuanto, en nuestro entendimiento, creemos que solo analizar este mecanismo desde una sola de sus caras conllevaría que la investigación, análisis y propuestas que se formulen en consecuencia queden truncadas con una visión parcial o sesgada de la cuestión a tratar.

Entender que, mediante la presente investigación lo que se pretende es dar un salto de calidad en un tema que sea de relevancia no solo jurídica, sino también económica y financiera, nos permitirá efectuar un análisis desde la multiplicidad de aspectos que pueden ser tratados, teniendo en consideración que hoy en día no existen los estudios aislados y remotos de un fenómeno, sino por el contrario, una aproximación cada vez más estrecha entre las diversas áreas del conocimiento.

Es con ello que creemos conveniente preguntarnos en este punto, ¿Pueden ser consideradas como legales las compras apalancadas en nuestro país? ¿Existe unicidad de criterios en cuanto a su aplicación? ¿Cuál es el marco de responsabilidad a aplicar en caso de que las mismas sean aplicadas? Todas estas son preguntas que nos serán de suma utilidad en nuestro trabajo, mediante el cual, buscaremos dar respuesta a las mismas.

ii.- JUSTIFICACION EN LA ELECCION DEL TEMA

Poder darle un sentido y justificación a la elección del tema seleccionado para ser objeto de estudio e investigación resulta de vital importancia a fin de que el lector pueda comprender la magnitud que reviste el que aquí vamos a tratar.

A estos fines, podríamos dar una idea preliminar de lo que es una compra apalancada o leveraged buyout, diciendo que es el:

“Término que engloba las operaciones de adquisición en las que existe un componente muy elevado de apalancamiento financiero, esto es, en las que los fondos para financiar el precio de adquisición se obtienen fundamentalmente a través de deuda bancaria, que es garantizada con los activos de la sociedad adquirida” (Instituto Capital de Riesgo, Revista de Capital de Riesgo, 2021, Glosario, S/P).

A su vez, entendemos que recurrir a análisis vacuos o sobre temas ampliamente discutidos puede conllevar que rápidamente sea perdido el interés en los mismos, entendiendo que estudios de ese tipo, amén de la consideración y reconocimiento que merecen, muchas veces requieren de una menor impronta por parte de aquellos que intentan agregar algo nuevo a cuestiones cuyo margen de análisis e incorporación de nuevas propuestas es prácticamente nulo.

En consonancia con lo referido precedentemente, creemos que el estudio de las compras apalancadas o leveraged buyout implica poner en el centro del debate a un mecanismo ampliamente utilizado en el mundo empresarial, sea que esté reconocido o no por el derecho vigente en determinado país, pero que la práctica lo admite y cuyo tratamiento debe ser efectuado a los fines de poder conferir una mayor certeza y exactitud a la cuestión.

Es por ello que entendemos necesario y conveniente poner en el centro de la escena a las compras apalancadas, cuyo tratamiento no se encuentra normado en nuestra legislación nacional pero que, pese a ello, no son pocos los casos en los cuales se recurre a las mismas a los fines de poder concertar determinados negocios entre empresas.

Hacer caso omiso de su existencia y repercusión en el mundo mercantil implicaría no solo desconocer la realidad, sino también poner en riesgo la estabilidad de todo un sistema por cuanto, mientras las operaciones se lleven a cabo sin problemas y con crecimiento sostenido, nadie puede plantear objeción alguna; algo que es poco probable que ocurra si la operación de compra apalancada se ve frustrada, con pérdidas no solo económicas sino también laborales, sociales, entre otras.

Casos como estos últimos son aquellos en los cuales uno puede caer en la cuenta de que no existe norma específica que regule la cuestión, lo cual conllevaría un análisis dispar por parte de la más reconocida doctrina y jurisprudencia nacional, siempre entendiendo que cada una de las opiniones vertidas por los más prestigiosos magistrados y doctrinarios merecen un especial reconocimiento y valoración, siendo las mismas opiniones que se suman al debate del tema que mediante el presente queremos desarrollar.

Es por ello que, con esta investigación, lo que se pretende es que se tome noción de un fenómeno que lleva décadas ocurriendo no solo en el extranjero, sino también en nuestro país, lo cual requiere que prestemos especial atención al mismo debatiendo sobre los marcos conceptuales, jurídicos y económicos dentro de los cuales es conveniente que sea encuadrado, a fin de darle una mayor certeza en su tratamiento, logrando de algún modo cierta uniformidad de criterios a nivel nacional.

Actuar en consonancia con lo antedicho nos permitiría otorgar una mayor certeza jurídica a las operaciones llevadas a cabo en el tráfico comercial, evitando de esta forma tener que recurrir a normas complementarias o accesorias para poder encuadrar y dar debida solución a los problemas que pudieren ocasionarse a raíz de las mismas.

iii.- OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

Con motivo de la presente investigación creemos conveniente marcar una clara distinción entre los objetivos a los cuales pretendemos llegar, entendiendo en este sentido que corresponde discriminar los mismos de la siguiente forma:

1. Como Objetivo General se busca lograr un análisis pormenorizado y exhaustivo de la operatividad de las compras apalancadas o leveraged buyout, haciendo expreso reconocimiento y distinción entre los aspectos de mayor relevancia, sus beneficios y potenciales perjuicios, así como la intrincada diversidad de disciplinas desde las cuales puede ser estudiada, tarea esta última que a su vez será llevada a cabo mediante el presente trabajo.

2. Como Objetivos Específicos, entendemos que resulta conveniente efectuar la presente enunciación entre los mismos:

- Conceptualizar el mecanismo de compras apalancadas, así como determinar sus modalidades, elementos constitutivos y mecanismos de ejecución.
- Examinar la relevancia que posee el apalancamiento financiero como elemento dirimente de las compras apalancadas dentro de la Estructura de Capital de una empresa, dando a conocer sus modalidades y vinculación con la viabilidad de las compras apalancadas.
- Exponer la relevancia del Plan de Negocios Empresarial dentro del mecanismos de las compras apalancadas, su vinculación con diversas variables o ratios financieros, así como la influencia que los mismos tienen en su determinación.
- Determinar la responsabilidad derivada de la utilización de las compras apalancadas por parte de Administradores, Representantes, Auditores y Asesores de la empresa que recurran a este mecanismo, así como distinguir los diversos criterios doctrinarios y jurisprudenciales en torno a su legalidad.

iv.- METODO Y ESTRUCTURA DE LA INVESTIGACION

A los fines de otorgar un análisis exhaustivo y pormenorizado de las compras apalancadas o leveraged buyout, debemos dar a conocer que el método y la estructura de la investigación están realizados de un modo descriptivo y escalonado a fin de poder otorgar la debida claridad y certeza a la exposición de los hechos que hemos de tratar. De la misma forma, podemos decir que el mismo es de índole cualitativo, entendiendo que lo que se busca es lograr un análisis de una determinada operación. Esto es así por cuanto se pretende estudiar el desenvolvimiento del proceso dentro de un contexto específico, que en este caso es nuestro país.

De esta forma, se recurrirá a gráficos que permitan mostrar con carácter meramente clarificador como puede generarse a través de las compras apalancadas un proceso de concentración de empresas y/o de mercado. Con esto no buscamos adentrarnos en un estudio de índole cuantitativo, sino ante todo poner a disposición del lector la posibilidad de comprender mediante los mismos y de manera simple la forma en que se desarrollan las compras apalancadas en la realidad.

Sumado a ello, debemos precisar que la técnica utilizada en el presente trabajo se basa en la recopilación, estudio y análisis de documentos y bibliografía de diversa índole. El poder recurrir no solo a tratados de derecho, libros o revistas especializadas en materia económica, financiera o jurídica, así como también a publicaciones de autores reconocidos a nivel nacional o internacional nos permitirá desandar de manera completa e íntegra el camino que pretendemos recorrer. Es por

ello que estimamos conveniente separar el tratamiento de los diversos puntos de estudio de la siguiente manera:

En la Primera Parte, que comprende al Capítulo I, recurrimos a la utilización de bibliografía diversa de contenido no solo nacional sino también internacional, la cual nos permitirá conocer la multiplicidad de enfoques y criterios que posibilitan conceptualizar a las compras apalancadas, teniendo en consideración las particularidades del caso concreto.

Entendemos imprescindible en este apartado no solo enmarcar el contenido básico referente a la conceptualización del fenómeno que hemos de tratar para lograr sumergir al lector en debida forma, sino también poder delimitar cuales son aquellos elementos distintivos de los leveraged buyout. Los mismos, necesariamente tienen que estar presentes para que el mecanismo se configure como tal, puesto que, tratándose de una operación cuyo conocimiento no es de amplia difusión, no son pocos los casos que nos pueden llevar a una confusión.

Creemos de total relevancia incurrir en este marco conceptual para que el mismo pueda actuar como catalizador de conocimiento en aquellos casos que la persona que tenga la oportunidad de leer el presente pueda conocer desde el inicio las particularidades del tema a tratar.

Seguidamente, y una vez que se tengan los cimientos necesarios para poder comenzar a hilar de una manera más precisa y detallada la operatoria de las compras apalancadas, en la Segunda Parte, comprendida entre los Capítulos II y III, lo que buscamos es poder inmiscuirnos en el análisis económico financiero del leveraged buyout, por cuanto es este el punto de inflexión que actuará como canal de conducción entre lo mentado en el párrafo precedente y el análisis jurídico que se efectuara en última instancia.

El poder describir y analizar la operatividad y multiplicidad de facetas que presenta en la realidad un fenómeno tan complejo como es el aquí tratado, siguiendo a autores de la más diversa índole y concepción es lo que nos permitirá tomar cabal dimensión del mismo.

Así también, estimamos conveniente no solo aplicar un marco teórico en este análisis, sino también práctico, atento entender que las particularidades de nuestro país hacen necesario que debamos enfocarnos en la perspectiva y visión que tiene o debe tener un empresario al momento de analizar todas las variables que pueden entrar en juego al ejecutar el mecanismo de las compras apalancadas.

Poder introducir y aplicar los conocimientos que la bibliografía analizada nos otorgue en el caso concreto, es lo que en cierta manera nos permitirá obtener un mayor rédito en la confección y puesta a punto del presente trabajo final.

Por último, en la Tercera Parte expuesta en el Capítulo IV, se recurrió principalmente a ponencias de doctrinarios nacionales, así como también a jurisprudencia nacional de diversos fueros y jurisdicciones a fin de poder realizar un análisis acerca de las concepciones que se tienen en nuestro país en relación a las compras apalancadas o leveraged buyout.

Esto nos permitirá enmarcar la investigación desde un punto de vista jurídico, lo cual conllevará que se pongan en tela de juicio las actuaciones de aquellas partes que integran la estructura de toma de decisiones de una empresa, así como de quienes deban cumplimentar con el contralor de su actuación.

Es importante mencionar y adelantar que existe una disparidad tal de criterios entre los diversos tribunales que han fallado sobre el tema objeto de investigación, que creemos conveniente tratar

de dilucidar los conflictos que estas situaciones pueden ocasionar respecto a la certeza que requiere el tráfico jurídico en el devenir cotidiano.

Es por ello que, sumado a esto, nos vemos compelidos a aplicar dicho análisis al caso concreto, en empresas de marcado renombre en nuestro país que han sido objeto de estudio por sus operaciones de compra apalancada y que, atento no existir uniformidad de criterios en torno a su solución, han ocasionado lagunas o vacíos legales en nuestra legislación que deberían ser cubiertas a partir del pertinente debate entre los profesionales del derecho, algo que mediante el presente trabajo se pretende incentivar.

PRIMERA PARTE: MARCO TEORICO PRÁCTICO DEL LEVERAGED BUYOUT

CAPITULO I: Leveraged Buyout: una aproximación

i.- Introducción

El presente capítulo tiene por objetivo lograr una aproximación inicial respecto a las compras apalancadas, sus elementos esenciales y modalidades de ejecución. A partir de ello, buscaremos determinar la conveniencia de su aplicabilidad en la práctica, los matices que de la misma pueden derivarse y los factores que pueden influenciar en su consecución.

Creemos oportuno poder efectuar este capítulo introductorio para poder acercar al lector de manera progresiva al tema objeto del presente trabajo, sin omitir aspectos que pueden resultar relevantes y decisivos para determinar la existencia del mecanismo en el caso concreto.

Con ello, no solo recurriremos a definiciones o facetas teóricas de prestigiosos autores, sino también a factores prácticos que pueden ser de utilidad en el ejercicio profesional.

ii.- Nociones Elementales del Leveraged Buyout

ii.i.- Concepto y elementos característicos

Desde el inicio, con el objetivo de otorgar claridad y certeza al lector sobre el mecanismo objeto de investigación y estudio en el presente trabajo, entendemos que resulta de una mayor conveniencia comenzar definiendo lo que se entiende por compras apalancadas o leveraged buyout. Para estos fines creemos oportuno recurrir a diversos autores que han tratado el tema, emitiendo cada uno de ellos un concepto propio de lo que entienden por compras apalancadas.

Así, en primer lugar, creemos conveniente mencionar la definición vertida por Joshua Rosenbaum y Joshua Pearl, quienes entienden que una compra apalancada (LBO) es:

“La adquisición de una empresa, división, negocio o cobro de activos ("objetivo") utilizando deuda para financiar una gran parte del precio de compra. La parte restante del precio de compra se financia con una contribución de capital de un patrocinador financiero. Los LBO son utilizados por patrocinadores para adquirir el control de una amplia gama de empresas, incluidas empresas públicas y privadas, así como sus divisiones y subsidiarias. El objetivo del patrocinador es lograr un rendimiento aceptable de su inversión de capital al salir, lo que se logra típicamente a través de una venta o IPO del objetivo” (Rosenbaum, Pearl, 2013, p.302).¹²²

¹²² La traducción pertenece al autor del presente trabajo.

De la misma forma, y en consonancia con la mentada referencia, creemos oportuno recurrir a la definición vertida por dos profesionales reconocidos a nivel internacional como son Steven Kaplan y Per Stromberg, quienes manifiestan que:

“En una compra apalancada, una empresa de inversión especializada adquiere una compañía que utiliza una porción relativamente pequeña de capital y una porción relativamente grande de financiamiento de deuda externa. En la actualidad, las empresas de inversión de compra apalancada se refieren a sí mismas (y generalmente se las conoce) como empresas de capital privado. En una transacción de compra apalancada típica, la empresa de capital privado compra el control mayoritario de una empresa existente o madura” (Kaplan, Stromberg, 2009, p.121)¹²³.

Por último, y a fin de hacer notar que la cuestión ha sido tratada por autores en nuestro país, podemos mencionar la definición vertida por Ernesto Anderson, quien se expresa de la siguiente manera:

“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)” (Anderson, 2008, S/P).

Tomando como base estas definiciones, debemos destacar que las mismas presentan aspectos esenciales compartidos conforme podrá analizarse en el siguiente apartado, los cuales permitieron romper con el esquema tradicional en los sistemas de adquisiciones y fusiones de empresas mediante la aparición principalmente de la industria del private equity.

El origen mismo de la industria se encuentra en el año 1948 con la creación de la American Research and Development (AR&D), siendo la misma una empresa especializada en invertir en compañías con problemas de liquidez y en las etapas tempranas de desarrollo (Fracica Naranjo, 2009, pp.37-38). Hasta finales de la década de 1970 los montos que se destinaban a esta industria eran relativamente pequeños, proviniendo los mismos de familias adineradas o fondos corporativos como Citicorp Venture Capital o Xerox. Posteriormente, con la reducción del impuesto sobre la renta del 35% al 28% para las inversiones de capital de riesgo por parte del Congreso de los Estados Unidos en el año 1978, así como la sanción de la Ley ERISA en 1979 que permitía a los fondos de pensiones realizar pequeñas inversiones en los fondos de capital privado, se produjo un cambio dramático y profundo que aceleró la expansión y profundidad del private equity, algo que hasta el día de hoy continúa en franco aumento.

Sumado a ello, debemos considerar que, dentro de los propios marcos del private equity, debemos diferenciar por un lado las compras apalancadas o leveraged buyout del venture capital.

Por un lado, las operaciones de leveraged buyout se efectúan sobre empresas que se encuentran en marcha, con un nivel de madurez considerado, lo cual conllevaría que mediante la inyección de liquidez precedentemente mencionada se obtenga una tasa de retorno menor que en el venture capital, con un menor riesgo, permitiendo a su vez que se amplíe el campo de actuación de las firmas intervinientes

¹²³ La traducción pertenece al autor del presente trabajo

Por su parte, en el caso del venture capital, las inversiones se efectúan sobre empresas cuyo nacimiento es reciente y que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo, lo cual conllevaría que la rentabilidad sea considerablemente superior a la obtenida en las compras apalancadas, pero con un nivel de riesgo que es mayor.

Sumado a ello, y pese a que no es materia de análisis en la presente investigación, creemos conveniente mencionar que asimismo las diferencias entre ambos métodos de inversión se denotan en cuestiones como la existencia y disponibilidad de activos de la empresa objetivo, el flujo de caja presente y futuro, el grado de rotación de los bienes que forman parte del inventario, la forma de financiación del flujo de efectivo necesario para efectuar la operación, entre otros.

A estos fines, podemos resumir dichas diferencias a partir de los siguientes esquemas (Peiro Ucha, 2015 S/P; Finance Train, 2021, S/P):

Private Equity		
Modalidades	Leveraged Buyout	Venture Capital
Objetivo	Empresas Maduras	Start-up
Costo de Capital	Bajo	Elevado
Ventaja Competitiva	Mayor eficiencia	Desarrollo Tecnológico
Niveles de Ingresos	Estables y Consistentes	Inestables y Desconocidos
Tasa Interna de Retorno	Moderada	Elevada
Estrategia para la empresa objetivo	Mejora/Cambio Operacional	Innovación de Productos
Estrategia de salida	Oferta Pública – Salida a los mercados / Adquisición / Venta mediante Secondary Buyout	Oferta Pública – Salida a los mercados /Adquisición
Cantidad de Activos	Elevada – Preferentemente de alta liquidez	Mínima
Productos y Mercado	Conocido y determinado	Desconocido e indeterminado
Capacidad Laboral	Baja necesidad de capital de trabajo	Alta necesidad de capital de trabajo

De esta forma, originada y expandida la práctica del private equity en general y las compras apalancadas en particular por los diversos países, siendo principalmente de aplicación originariamente en aquellos de origen anglosajón, podemos mencionar que a razón de ello se dio un giro drástico en la concepción que hasta ese momento se tenía de los negocios en el mercado financiero.

Como consecuencia de ello, se comenzaron a efectuar adquisiciones o fusiones de empresas con montos que con anterioridad hubieran resultado impensados. Esto se basó principalmente en la circunstancia de que se hizo cada vez más hincapié en uno de los elementos dirimientes de las compras apalancadas, como es la utilización de un alto porcentaje de deuda para financiar la adquisición o fusión de dos o más empresas, algo que pudo verse en gran medida con la actividad desplegada por parte de la compañía de inversión global KKR, la cual efectuó una de las mayores adquisiciones de la historia mediante el uso de compras apalancadas al adquirir al conglomerado tabaquero y alimenticio RJR Nabisco en 1989 (Diario EL PAIS Digital, 2017, S/P).

Mediante el mismo, la empresa o sociedad adquirente recurre generalmente a uno o varios bancos comerciales o de inversión a fin de que los mismos decidan la mejor manera de obtener el financiamiento que requiere la primera, el cual puede provenir de prestamistas principales, prestamistas subordinados o inversores en acciones, a la vez que puede existir un financiamiento conjunto de todos estos para con la misma, tal y como se verá más adelante.

En cuanto al grado de endeudamiento en el que incurre la sociedad adquirente para hacerse con el control de la target company o sociedad adquirida, no existe uniformidad de criterios entre los diversos autores, siendo algo que debe estar determinado en el caso concreto conforme las particularidades del supuesto fáctico a tratar.

Es por ello que, en este sentido, no puede recurrirse a fórmulas matemáticas o cálculos genéricos que sean de aplicación a todos los casos, sino que cada situación debe ser analizada de manera detallada y minuciosa en el caso concreto, lo cual permitirá determinar el porcentaje y grado de participación que tendrá el financiamiento externo y el capital propio en la operación.

Es a partir de este comportamiento de recurrir al financiamiento externo de la empresa para hacerse con la mayoría o totalidad de las acciones de la target que, comúnmente, se recurre al término de apalancamiento financiero como forma de expresión del mismo, entendiéndose por tal al efecto que produce sobre el capital propio la circunstancia de incorporar un determinado grado de deuda. Siendo incluso más específicos en la terminología, creemos conveniente recurrir a la definición vertida por Wild, Subramanyam y Halsey, quienes nos dicen que:

“El apalancamiento financiero es el uso de la deuda para aumentar las utilidades. El apalancamiento aumenta tanto el éxito (ganancias) como el fracaso (pérdidas) de la administración. La deuda excesiva limita la iniciativa y flexibilidad de la gerencia para explotar oportunidades lucrativas. Para los acreedores es preferible un mayor grado de capital propio como protección contra pérdidas en las adversidades. Si se reduce el capital propio como una parte proporcional del financiamiento de una compañía, se reduce también la protección de los acreedores contra pérdidas y, en consecuencia, aumenta el riesgo de otorgar crédito. El objetivo del análisis es medir el grado de riesgo resultante de la estructura del capital de una empresa” (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, pp. 520-521).

Conforme se verá a lo largo del presente trabajo, el mismo determina la relación que se establece entre el activo y patrimonio de una empresa con el pasivo de la misma, todo lo cual se debe encontrar plasmado en ratios de apalancamiento que otorguen claridad respecto a los estados contables y financieros de la target company.

Por su parte, debemos tener en consideración que este no es el único elemento distintivo de las compras apalancadas o leveraged buyout, sino que a su vez es necesario que, como complemento, esa deuda contraída por la empresa o sociedad adquirente para efectuar la mentada adquisición o fusión se encuentre garantizada con los activos o flujos de caja de la sociedad objetivo.

Esto es de suma relevancia por cuanto el peso de la carga de la deuda ha de recaer sobre la sociedad adquirida, con lo cual, y conforme se verá y analizará oportunamente, el riesgo que asume la empresa adquirente es prácticamente nulo. Es por esta razón que prestigiosos autores realizan un análisis crítico de la operatoria de las compras apalancadas, por cuanto quien asume el riesgo de sufrir graves perjuicios termina siendo la sociedad adquirida y no la adquirente, quien es la que en definitiva recurre al endeudamiento para financiar la operación.

Es importante destacar que la ausencia de cualquiera de estos dos elementos implicaría que en el caso concreto no estuviéramos hablando de una compra apalancada, por cuanto los mismos son necesarios e imprescindibles en su constitución.

ii.ii.- Modalidades y características distintivas

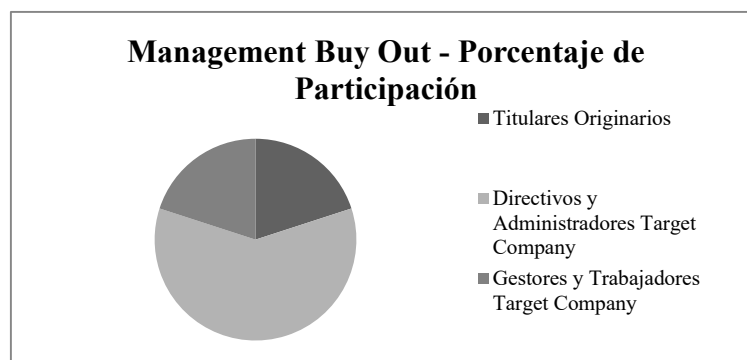
Mediante el presente apartado principalmente lo que buscamos es, previo a comenzar con los análisis pormenorizados de las compras apalancadas en su formato tradicional, dejar al lector la posibilidad de conocer las modalidades típicas en que se puede presentar la misma en la realidad.

Si bien entendemos que, por lo general, las mismas puede que ocurran con mayor frecuencia en aquellos países donde tiene su origen la operación, creemos importante mencionarlas a fin de que cada caso particular sea tenido en cuenta al momento de buscar una solución.

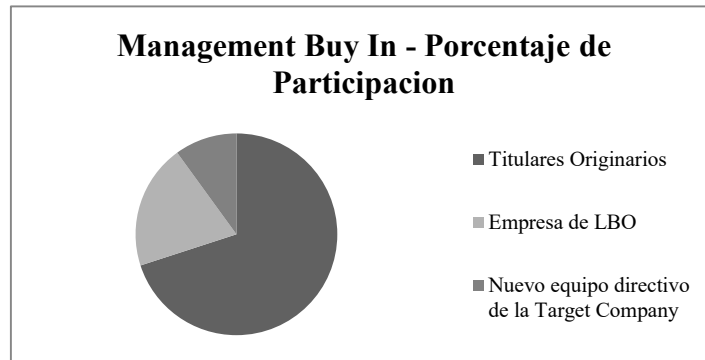
En mérito de lo antedicho podemos efectuar las siguientes distinciones siguiendo a dos autores de reconocido prestigio como son José Leyva Saavedra y María Isabel Candelario Macías (2000, S/P):

i. Modalidades conforme el Sujeto Adquirente

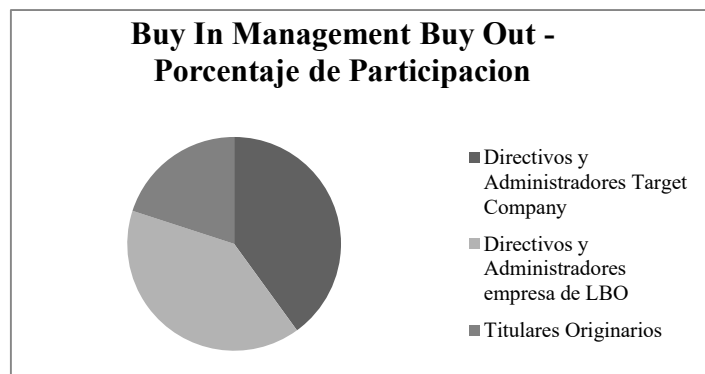
- **Management Buy Out (MBO - LMBO):** entiéndase por tal a aquella adquisición de los activos y las operaciones de la target company efectuada por parte de los directivos y administradores de la propia empresa, los cuales pueden o no utilizar la colaboración de agentes externos para su financiamiento (patrocinadores).



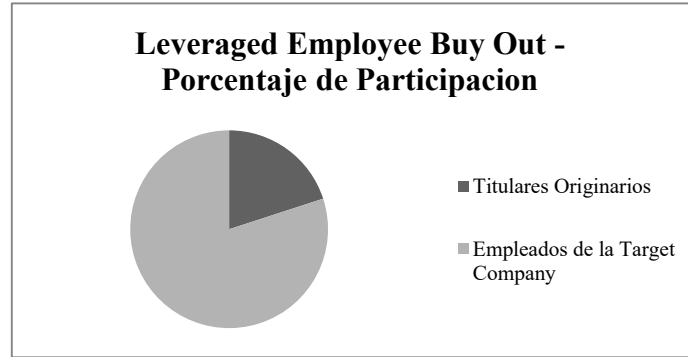
- **Management Buy In (MBI):** la presente adquisición implica que un nuevo equipo directivo ingrese en reemplazo del anterior en la empresa adquirida. Esto puede ocasionarse como consecuencia de que los integrantes de la empresa de LBO o sociedad adquirente entienden que se puede obtener un mayor grado de rentabilidad teniendo en consideración los productos y activos de la target, algo que requiere un cambio en la modalidad de gestionar los mismos, asumiendo que la misma puede estar infravalorada o mal administrada.



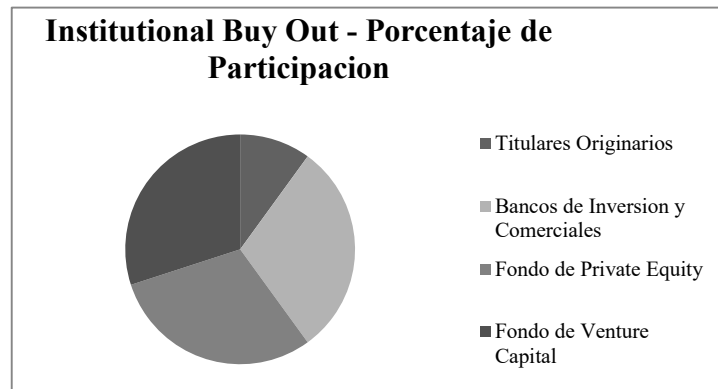
- **Buy in Management Buy Out (BIMBO):** el presente supuesto implica una combinación de las dos modalidades anteriores, teniendo en consideración que interviene el equipo directivo actual de la target company de manera conjunta con profesionales externos en materia de gerencia. Asimismo, este supuesto puede estar acompañado por el aporte de capital privado externo que actúe como soporte de la operación.



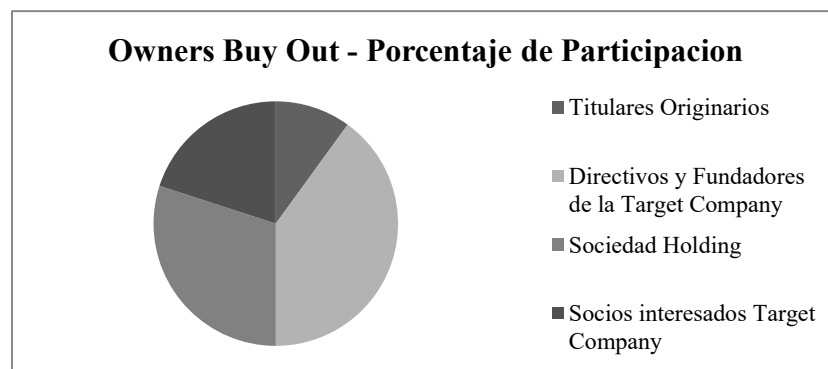
- **Leveraged Employee Buy Out (LEBO):** podemos dilucidar el presente caso cuando son los propios empleados de la target company quienes realizan la adquisición de la misma de manera total o mayoritaria a los fines de salvaguardar su existencia. Es importante mencionar que casos como el presente son poco ortodoxos, generándose en aquellas situaciones de extrema complejidad financiera de la empresa, lo que conlleva necesariamente que se desplieguen los mecanismos necesarios a fin de que no sea adquirida por terceros ajenos a la misma.



- **Institutional Buy Out (IBO):** en la presente modalidad, en contraposición a lo que ocurre en el caso del MBO, la target company es adquirida o controlada por un inversor institucional, dentro de los cuales podemos mencionar a una firma de capital privado, una institución financiera o una empresa de private equity.



- **Owners Buy Out (OBO):** en el presente caso, debemos referir que estamos hablando de la adquisición de la target company por parte de un grupo de directivos o fundadores que ya son parte de la misma, pero que llevan a cabo la operación mediante la creación de una nueva firma holding, la cual puede ser creada tanto con un patrocinador financiero como en los demás casos, o con una contribución total o parcial (o roll over) de los socios que decidan permanecer en la empresa.



- **Leveraged Take-over Bids (LTOB):** en este supuesto, las compras apalancadas se efectúan sobre empresas que cotizan en el mercado de capitales. Mediante la presente operación, una vez que se produce la adquisición de la target company, la misma es retirada del listado de empresas cotizantes, lo cual conlleva que a estas operaciones normalmente se las denomine Operaciones Public to Private o P2P.

- **Secondary Buy Out (SBO):** mediante el presente, referimos a la transacción que se realiza entre un patrocinador financiero y una empresa de private equity, o entre empresas de este tipo, y que tienen como objeto a una sociedad que poseen en su cartera. La puesta en ejecución de la presente modalidad resulta harto compleja atento entenderse que, cuando una firma de private equity tiende a desprenderse de una de sus empresas, lo hace generalmente por ventas de pánico relacionadas al mercado de la sociedad objeto de transacción.

ii. Modalidades conforme el Objeto Adquirido

- En este caso, tenemos que distinguir que las compras apalancadas pueden efectuarse sobre activos de una empresa (**Assets LBO**) o sobre participaciones o acciones (**Stocks LBO**).

La elección de una u otra modalidad estará relacionada con las ventajas fiscales o contables que la misma pueda brindar en el caso concreto. A su vez, dentro de este último caso, debemos distinguir según las compras de acciones o participaciones sean amistosas o hostiles, ocurriendo el primer supuesto cuando todos los accionistas o socios de la sociedad han decidido enajenar su participación en la misma, o, el segundo supuesto, cuando alguno de los mismos hubiere rechazado la propuesta aceptada por la mayoría.

iii. Modalidades en función de la estructura financiera y su forma de garantizar la operación

- **Secured LBO:** mediante el presente, nos referimos a las compras apalancadas que se encuentran garantizadas, ya que los activos de la target company son utilizados como garantía para el pago del financiamiento recibido por la empresa de LBO o sociedad adquirente.

- **Unsecured LBO:** En contraposición al supuesto anterior, en este caso la financiación que obtiene la empresa de LBO o sociedad adquirente no se encuentra garantizada con los activos de la target, recurriéndose a otro método a tales fines.

iv. Modalidades especiales

- **Leveraged Build Up (LBU):** creemos conveniente referir en un apartado separado al presente supuesto atento que, a partir del mismo, se recurre a una estrategia financiera que consiste en la utilización del endeudamiento como mecanismo para poner en marcha una serie consecutiva de adquisiciones efectuadas por varias empresas a los fines de lograr posicionamiento en el mercado o tomar control del mismo. Conforme se trate en cada caso, puede utilizarse una empresa o sociedad plataforma que actúe como catalizador de las posteriores adquisiciones en el sector, o bien se requiera la penetración en el mismo sin contar con dicha sociedad.

ii.iii.- Ventajas y desventajas de su aplicabilidad

Desde el punto de partida en el tratamiento del apartado que aquí nos corresponde, debemos decir que tantos los beneficios como los riesgos que se derivan a partir de la utilización de las compras apalancadas son múltiples, procurándose en el presente dar a conocer los principales

componentes de cada lado. Por otra parte, el lector tiene a su cargo la valoración que desee efectuar respecto a los mismos en torno a la importancia o peso que cada uno puede tener en la decisión que lo lleve a colocarse a favor o en contra de dicha operación.

Es por ello que, en primer lugar, e iniciando por los beneficios que se derivan de las compras apalancadas, podemos decir que las mismas otorgan la posibilidad para que empresas de diversas dimensiones puedan incorporarse al mercado mediante la adquisición y/o fusión que efectúen otra u otras firmas respecto a ellas, lo cual les permitirá posicionarse dentro del mismo, sin tener que recurrir a un aporte de capital de sumas cuantiosas que serían de imposible ejecución en caso de no contar con el debido respaldo financiero.

Quizás esta sea la principal ventaja que presente en la práctica para las empresas la utilización de las compras apalancadas, a partir de las cuales pueden recurrir a un patrocinador financiero que aportará un gran porcentaje del total a pagar a fin de hacerse con el control mayoritario o total de la target company.

En este sentido, creemos oportuno mencionar lo expresado por María Enciso Alonso-Muñumer y Antonio Serrano Acitores al decir:

“...nos encontramos ante una actividad financiera que se concreta en: (i) inversiones temporales en empresas de pequeña o mediana dimensión con el fin de potenciarlas y proceder posteriormente a su desinversión, a medio o largo plazo, con el objeto de materializar la plusvalía que, en su caso, hubiera podido generarse...” (Enciso Alonso Muñumer, Serrano Acitores, 2015, S/P).

De la misma forma, además de permitir que se efectúen operaciones que confieran la posibilidad de ampliar la actuación en el mercado de ciertas empresas, las compras apalancadas posibilitan que aquellas empresas o sociedades que afrontan dificultades financieras y/o económicas, o cuya posibilidad de expansión sea prácticamente nula o baja, (v.gr: empresas familiares) sean objeto de adquisición mediante las mismas.

De este modo, pueden superar las deficiencias presupuestarias que se pudieren presentar, así como ampliar el desarrollo productivo y comercial de pequeñas empresas que, sin esta operación, contarían con escasas posibilidades de crecimiento a corto, mediano o largo plazo.

De la misma forma, la posibilidad de reestructuración de capital y modelo de negocios de empresas en marcha resulta una de las virtudes a resaltar por cuanto permite que, mediante el asesoramiento financiero de profesionales, tal y como en los casos anteriores, se logre producir un cambio drástico en el modelo comercial o industrial utilizado, con márgenes de rentabilidad que en caso contrario difícilmente podrían ser logrados.

Es por ello que, en este inicio, podemos destacar que las compras apalancadas implican en cierto modo un beneficio tanto para compradores (pequeñas o grandes empresas que desean ampliar su mercado de actuación), vendedores (empresas con dificultades económico financieras que desean evitar su posible disolución o eventuales presentaciones falenciales), así como también para aquellos que desean reestructurar su modelo de negocios.

Como hipótesis claras de lo aquí referido, podemos traer a colación algunos de los modelos descritos en el apartado anterior, demostrando que, por ejemplo, en casos de dificultades económicas puede recurrirse a un Leveraged Employee Buyout (LEBO); para el supuesto de necesidad de reestructuración o cambio en el modelo de negocios se puede optar por un Management Buy In

(MBI); o por último, en caso de buscar expandir la actuación en el sector de mercado en el que actúe la sociedad o la injerencia en uno nuevo, puede utilizarse el Leveraged Build Up (LBU).

En consonancia con lo antedicho, y analizando uno de los elementos dirimientes de las compras apalancadas que estudiaremos en detalle más adelante, que es el apalancamiento financiero, debemos comprender que cuanto más elevado sea el grado o ratio de utilización del mismo, mayor será el grado de rentabilidad obtenido en caso de que se obtengan resultados positivos.

De la misma forma, entre otro de los beneficios puede nombrarse al carácter temporal que poseen las compras apalancadas desde el momento inicial en que son puestas en marcha. Resulta importante aclarar el presente atento a que, cuando los patrocinadores financian las adquisiciones y/o fusiones, tienen programado un lapso temporal de duración de las mismas, cuyo horizonte de inversión se encuentra enmarcado en el mediano plazo.

Por lo general, dicho periodo de tiempo no supera los diez años desde la puesta en ejecución de la operación a fin de obtener las rentabilidades pretendidas. Mediante esto, lo que se busca es el logro de los objetivos no solo para la industria del private equity en general, sino principalmente para las empresas y accionistas que forman parte del mecanismo, los cuales necesariamente deben conocer el lapso temporal de su inversión a los fines de tener un mínimo grado de certeza respecto a la misma.

Por otra parte, creemos oportuno considerar a su vez un factor que debe ser considerado a la vez como beneficio y como riesgo. Esto lo decimos en tanto y en cuanto nos referimos a la forma de garantizar el endeudamiento que se encuentra financiado por uno o más patrocinadores financieros. En este sentido, María Enciso Alonso-Muñumer y Antonio Serrano Acitores nos dicen en el artículo supra referido que:

“...el capital riesgo se configura como una fuente de financiación ventajosa respecto a la financiación bancaria, puesto que las entidades de capital riesgo están dispuestas, entre otras cosas, a participar financieramente en la empresa, mejorando su imagen y permitiendo la obtención de financiación adicional mediante endeudamiento. Y es que, más allá de las definiciones legales del capital riesgo, este también puede ser entendido como una modalidad de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional, quien además de invertir recursos económicos aporta conocimiento y contactos e invierte en compañías de elevado potencial de crecimiento a través de la compra de participaciones societarias (normalmente minoritarias) con la expectativa de obtener a corto o medio plazo plusvalías que en gran parte resultarán de la venta de dicha participación o de los dividendos percibidos. Así, el capital riesgo tiene especial relevancia en dos momentos de la historia de una empresa: en el inicio, es decir, en el momento de poner en práctica la idea de negocio, y en la etapa de madurez, para reestructurar o expandir la idea inicial de negocio”. (Alonso-Muñumer, Serrano Acitores, 2015, S/P)

Siendo más explícitos, podemos decir que, desde el lado de la empresa de LBO o sociedad adquirente, la posibilidad de recurrir a un alto nivel de endeudamiento que se encuentre garantizado con los activos o flujos de caja presentes y futuros de la sociedad adquirida implicaría en cierto modo un beneficio al limitar su exposición al riesgo, logrando de esa manera que las pérdidas de la misma sean limitadas.

No obstante ello, debemos ser plenamente conscientes de que, lo que implica un beneficio o ventaja para la empresa de LBO o sociedad adquirente, termina siendo un grave riesgo para la target company, la cual se encuentra expuesta de manera plena ante las adversidades que pudieren devenir en el futuro como consecuencia de la puesta en marcha de la compra apalancada. Es por ello que, en este punto de inflexión, creemos conveniente resaltar lo que a nuestro entender es la principal desventaja que presentan las compras apalancadas, esto es, el alto nivel de endeudamiento como forma de apalancar la operación.

A su vez, y en cuanto a beneficios fiscales refiere, estimamos oportuno tomar en cuenta lo dicho por Carlos Antonio Aliberti, el cual en primer lugar nos dice que *“El beneficio del apalancamiento financiero en presencia de impuestos, es denotado por la tasa de capitalización neta que expresa la diferencia relativa entre la rentabilidad del accionista con respecto al capital aportado y el coste de ese capital”* (Aliberti, 2009, S/P).

Asimismo, el autor efectúa un análisis respecto a los beneficios que se pueden obtener a partir del mismo, ya sea en un escenario que tenga o no impuestos. A los fines del presente estudio, resulta de relevancia el primer supuesto, a partir del cual el autor entiende que: *“...en presencia de impuestos, la deuda es una alternativa preferente a la suscripción de capital, por dejar al emprendedor el “VAN incremental” del escudo fiscal por intereses”* (Aliberti, 2009, S/P). Esto, a su vez, se encuentra respaldado por una de las conclusiones a las que llega el autor cuando dice que:

“El análisis verifica que el financiamiento, mediante un contrato de deuda o a riesgo, brinda un beneficio de naturaleza financiera, con independencia de la existencia o no de impuestos. Ello denota un principio de sentido común: una actividad en el sector real cuya rentabilidad supere al coste de mercado del dinero, conforme con el riesgo de su destino, deja a su emprendedor con un beneficio extraordinario por el financiamiento de terceros según se deriva del diferencial entre ambas tasas de rentabilidad, real y financiera” (Aliberti, 2009, S/P).

Es por ello que, si bien se pudo observar que el efecto palanca en casos de crecimiento de la sociedad adquirida conllevaría un alto retorno en los ingresos de las partes intervinientes, no podemos negar y dejar de resaltar que, en caso contrario, cuando la proyección de crecimiento y sostenibilidad de la deuda no puedan cumplimentarse, la que se verá comprometida y expuesta en su existencia no es nada más ni nada menos que la target company. Esto es algo que, de manera muy simple y sutil, Juan Martín explica al decir que:

“Desde la perspectiva del comprador, los LBO tienen algunos riesgos. La principal desventaja es que, una vez que se completa el trato, el negocio objetivo está muy apalancado. Este escenario permite un pequeño margen de error. Un problema con la liquidez, como la pérdida de unos pocos clientes clave, podría poner al negocio en grave peligro” (Martín, 2018, S/P)

La utilización de deuda en forma desmedida, tanto sea esta principal como subordinada, implicaría un alto grado de exposición con serias posibilidades de conllevar la insolvencia de la propia target. Pero no es esta la única desventaja que presentan las compras apalancadas, entendiendo que no son pocos los casos en los cuales, como consecuencia de la utilización de la misma, se deben realizar ajustes en la estructura de capital y en el personal de la sociedad adquirida a fin de moderar costos que permitan hacer frente al pago de la deuda.

Si bien no es algo que ocurra en todas las ocasiones, no podemos dejar de reconocer que, aunque remota, es una posibilidad que implica ciertos conflictos entre los trabajadores de la target por una parte, y los directivos y patrocinadores que promovieron la utilización del mecanismo por la otra. Es por ello que, planteada tangencialmente la posibilidad de existencia de este escenario, debemos entender que los costos colaterales que pueden derivarse del mismo no son pocos.

En este sentido, deben destacarse por un lado no solo los conflictos internos entre directivos y trabajadores, sino también la posibilidad de que los mismos recurran a la utilización de medidas de fuerza en forma de protesta; o la existencia de una disminución en su rendimiento; así como también el supuesto de ser proclives al sometimiento de múltiples juicios laborales, con los costos de tiempo y gastos que los mismos implican.

Estas situaciones deben ser analizadas entendiendo que el mayor o menor éxito de la operación se encuentra íntimamente relacionado con la continuidad en la producción y/o explotación de la target company, la cual actúa como garantía ante el financiamiento provisto para llevar a cabo la operación.

Es por ello que, la pérdida de liquidez y solvencia en la empresa, conllevaría que la misma deba someterse a la ley concursal a fin de poder sopesar el costo económico y financiero de su falta de funcionamiento, lo cual demuestra el poco margen de error que posee la operación.

Sumado a lo antedicho, debemos pensar que el análisis que requiere la implementación de las compras apalancadas necesita un enfoque detallado y pormenorizado no solo de las condiciones internas y estructurales de la sociedad a adquirir, sino también de los factores macroeconómicos que presenta el país en el cual se va a llevar a cabo. Esto lo decimos por cuanto todos entendemos que no es lo mismo proyectar un negocio en el Reino Unido o Australia que hacerlo en Argentina o Brasil, por dar un ejemplo.

Es por ello que, la posibilidad de que mediante las compras se cree valor y otorgue eficiencia por un lado, o por el otro se ocasione una insolvencia desmedida, es algo que debe analizarse en cada caso concreto.

Desde ahora y a fin de no generar falsos entendimientos, debemos decir que en nuestra opinión personal somos férreos opositores a la utilización del mecanismo de las compras apalancadas para la comisión de hechos delictivos, así como también para el supuesto en que la misma sea utilizada para provocar el vaciamiento de una empresa.

Creemos oportuno realizar la presente aclaración por cuanto, tal y como se analizará, lo que se pretende es comprender las consecuencias positivas o negativas que se derivan a partir de un uso de la operación acorde a derecho (pese a que no esté regulado en nuestro país), y no como mecanismos de defraudación o comisión de hechos delictivos.

iii.- Operatividad del Leveraged Buyout

iii.i.- Partes intervinientes

Tal y como fuera destacado en los apartados anteriores, en las siguientes páginas lo que se buscará plasmar es la forma de funcionamiento típica de las compras apalancadas o leveraged buyout, atento no existir mayores divergencias respecto a las demás modalidades que fueron oportunamente mencionadas, las cuales solamente requieren que el lector efectúe una mínima modificación respecto a quien actúa como adquirente o adquirido.

Es por ello que, en este sentido, y a fin de poder seguir un hilo conductor ordenado en el desarrollo de la presente investigación, buscamos plasmar el siguiente contenido respecto a las partes intervinientes, tomando en consideración los conceptos vertidos por Sergio García Long (2019).

En primer lugar, de manera clara, el autor nos indica la íntima relación que existe entre el private equity y el leveraged buyout, al expresar que los fondos de private equity reciben tal nombre *“porque se capta dinero privado para comprar participación social en empresas privadas, esto es, que no cotizan en bolsa”* (García Long, 2019, p..352). Asimismo, el autor es claro cuando indica:

“Tan cierto es esto que los fondos de buyouts pueden comprar tanto empresas privadas como empresas que cotizan en bolsa, pero cuando se da este último caso proceden a deslistar la empresa para que sea privada (deslistada). Por ello a las compras lideradas por empresas de LBO se las conoce como going private transactions o public-to-private transactions”. (García Long, 2019, p. 353)

Por otra parte, es claro al momento de determinar cuáles son los aspectos determinantes de un leveraged buyout al decir que:

“...este tipo de operación se conoce como compra apalancada (leveraged buyout) pues, en términos financieros, apalancamiento significa deuda. Sin embargo, los altos niveles de deuda, si bien es una característica principal, no es la definitoria. La gran particularidad de los LBO es como se garantiza y paga el financiamiento obtenido para comprar el target. Un comprador estratégico podría estructurar una adquisición con un alto nivel de apalancamiento, pero no necesariamente dicha adquisición calificaría como LBO. Para que la misma sea un LBO el financiamiento debe ser garantizado –en última instancia- con los activos del target y pagado principalmente con los flujos de caja futuro de este. En otras palabras, el comprador adquiere el target, se endeuda, le transfiere la deuda al target y este mismo lo paga con sus flujos de caja esperados”. (García Long, 2019, p. 349)

Así, de esta forma, creemos conveniente mencionar en primer lugar a quienes van a ser las partes adquirente y adquirida en la operación de compra apalancada.

Respecto a la **Empresa de Leveraged Buyout o Sociedad Adquirente** podemos decir, siguiendo a García Long, en primer lugar, que la misma es representada generalmente:

“...por empresas de LBO, quienes previamente han levantado dinero en un fondo y obtienen altos niveles de deuda para financiar cada una de sus operaciones, en donde dicha deuda es pagada con los flujos futuros del mismo target que adquieren, con la intención de realizar la desinversión en el corto o mediano plazo”. (García Long, 2019, p. 353)

Empresas de este tipo se considera que realizan adquisiciones de índole financiera, por cuanto su objetivo no es realizar una inversión con un importante aporte de capital que permita ejecutar un crecimiento horizontal de su mercado de actuación (como sería el caso de las empresas que realizan operaciones de compraventa con una finalidad estratégica), sino ante todo otorgar rentabilidad a aquellas personas e instituciones que le confiaron oportunamente fondos para efectuar dicha transacción.

De la misma forma, es relevante destacar la limitación temporal y de responsabilidad por parte de la empresa de leveraged buyout que ejecuta la operación que aquí analizamos, teniendo en consideración que el objetivo principal de la misma es, amén de la adquisición de la target, la potenciación económica de la misma a fin de poder venderla en un corto o mediano plazo (promedio de diez años, implicando cinco de inversión y cinco de desinversión). Por otro lado, en lo que refiere a la limitación de responsabilidad, García Long nos manifiesta lo siguiente:

“Cuando el LBO es liderado por una empresa de LBO, el primer paso es levantar un fondo con dinero de inversionistas millonarios (fondo de pensiones, compañías de seguro, fondos mutuos, bancos, endeuoments, entre otros). Este fondo toma la forma de un limited partnership, en el cual la empresa de LBO es el general partner, mientras que los inversionistas son los limited partners. De esta forma, la empresa de LBO es el administrador del fondo y los inversionistas son los que aportan el capital y solo asumen como riesgo la pérdida de ese capital aportado (debido a la responsabilidad limitada)” (García Long, 2019, p.354).

Con motivo de la limitación de la responsabilidad que busca lograrse con el presente mecanismo por parte de las empresas de leveraged buyout, amén de la constitución de fondos como fuere expresado oportunamente, las mismas tienden a crear vehículos para fines especiales (SPV por sus iniciales en inglés). En este sentido, se expresa que:

“Para lograr tal objetivo se crean SPVs para que sean ellas las que ejecuten la operación. Se constituyen al menos dos SPV, una titular de la otra (matriz y subsidiaria), y ambas de titularidad del fondo. Pero el fondo no asume ningún compromiso frente al vendedor para garantizar la capitalización de las SPV y así proveer los fondos necesarios para que la subsidiaria pueda pagar el precio de compra” (García Long, 2019, p. 368).

Es con esto que, a partir de las mentadas sociedades vehículo, se limita la responsabilidad aún más de la empresa de leveraged buyout, tornando en cierto modo imposible el cumplimiento de las obligaciones que son a cargo de la adquirente para el supuesto de que el enajenante decida constreñirlo por la vía legal. Es importante destacar en este punto que el vendedor conoce la estructura legal montada por el comprador a los fines de adquirir su empresa, aspecto que no debe ser dejado de lado al momento de analizar las responsabilidades de cada parte. Pese a ello, en los últimos años se tendió a procurar que el fondo conformado por la empresa de leveraged buyout tienda a firmar un compromiso de fondeo de capital en favor de la matriz, todo a los fines de garantizar parte del precio al vendedor. Sumado a ello, conforme nos enseña García Long:

“La cláusula MAC y el termination fee son las dos grandes salidas que suele pactar el comprador en su favor en una operación de M&A. La diferencia entre ambas es que mientras la cláusula MAC es ambigua en su supuesto de hecho y permite cancelar la operación a bajo costo, el reverse termination fee permite una salida más cierta pero con el pago de una compensación (el fee previamente pactado)” (García Long, 2019, p. 373).

Más allá de lo expresado, la actuación de estos fondos implicaría en el caso concreto una inyección de liquidez para la target, la cual puede encontrarse afrontando problemas económico financieros o una necesidad de reestructuración de capital, lo cual le permitiría sobrellevar dichas dificultades para poder lograr eventualmente el crecimiento sostenido que sea, no solo redituable a sus fines, sino también a los de la empresa de leveraged buyout.

De este modo, y pasando a la **Target Company** o **Sociedad Objetivo**, la misma debe reunir determinados requisitos a fin de que pueda ejecutarse la compra. En primer lugar, y como se referenciara oportunamente, es necesario que se trate por lo general de una empresa madura, en contraposición a la idea de una empresa que se encuentre en las primeras fases de su desarrollo, por cuanto en este último caso entendemos resultaría de mayor conveniencia recurrir al venture capital.

De la misma forma, entendemos que el flujo de caja de la misma debe ser estable, no presentando grandes variaciones estacionales. Asimismo, son prioritarias aquellas que cuentan con un nivel de activos considerable, entendiendo que estos últimos y los flujos son los que actuarán de garantía en el financiamiento obtenido. A su vez, es necesario que la target posea niveles de endeudamiento relativamente bajos, atento que el grado de apalancamiento que deberá afrontar no es menor; sumado a que sus proyecciones de crecimiento así como flujos futuros de ingresos deben ser consistentes con la deuda, ya que en caso contrario la posibilidad de hacer frente a la misma sería casi imposible.

Por último, la posibilidad de contar con un grado de rotación de inventario elevado permitiría otorgar una mayor certeza sobre el continuo movimiento de productos con los que cuenta la sociedad objeto de adquisición.

Una vez detalladas las que serían las partes centrales en la operación, debemos pasar ahora a considerar a aquellas que colaboran con la puesta en ejecución del leveraged buyout, las cuales no deben ser consideradas como secundarias, debido a que cumplen cada una un rol clave dentro de la misma.

En este sentido, es importante mencionar a la **Sociedad Vehículo o Newco**, la cual es constituida a los efectos de actuar como intermediario entre adquirente y adquirida.

Mediante la misma, constituida por la empresa de leveraged buyout (a partir del fondo formado para la operación), se obtiene el financiamiento necesario para llevar a cabo la compra apalancada. Dicha sociedad es constituida solamente a tales efectos con aportes mínimos de capital, buscando de alguna forma limitar el grado de responsabilidad de la sociedad adquirente, conforme se analizara oportunamente. A partir de esto, lo que busca la empresa de leveraged buyout es que la sociedad vehículo sea la que actúe en la transacción comercial y convencional a efectuarse, ya sea que se trata de una adquisición o una fusión.

Conforme se destacara precedentemente, es relevante reiterar que pueden constituirse por parte del fondo creado al efecto por la empresa de leveraged buyout más de una sociedad vehículo, actuando la primera como matriz y la segunda como subsidiaria. Las mismas carecen de financiamiento alguno, lo cual conlleva que se las llame sociedades o empresas cascaron, limitándose su creación al solo efecto de hacerse con el control del paquete accionario de la target. La interposición de varias personas jurídicas afecta a la exigibilidad que pueda pretender ejercer el vendedor respecto a la empresa de leveraged buyout, teniendo en consideración todos los motivos que se expresaran oportunamente. En este sentido, García Long nos expresa que:

“Una manera de estructurar un LBO sería la siguiente. La empresa de LBO podría crear una subsidiaria (Shell Company) con el propósito de que esta sea la parte contractual en el contrato de adquisición y, por ende, sea quien adquiera directamente el target. Para realizar esta adquisición el sponsor consigue que un banco le preste el 70% del precio de la adquisición a la subsidiaria (el sponsor podría otorgar algún tipo de garantía desde que la subsidiaria no tiene más

activos que las acciones del target). Realizados los desembolsos por parte del banco, la subsidiaria puede cerrar la adquisición” (García Long, 2019, p.350).

Por último, y no menos importante, debemos mencionar a quienes se encargan de otorgar el financiamiento necesario para que la operación pueda llevarse a cabo. Tal y como se sostuviera oportunamente, el nivel de equity resulta considerablemente menor al de debt en estas operaciones, con lo cual es necesario contar con **financiadore**s.

En este punto, si el comprador no cuenta con el financiamiento necesario que proviene generalmente de los bancos, no podrá ejecutar la operación de compra apalancada. Atento la complejidad de la operación y la multiplicidad de partes intervinientes, los mismos tendían a recurrir a múltiples mecanismos de protección, entre los cuales se pueden mencionar los compromisos no vinculantes como las highly confident letters. Asimismo, el banco podía utilizar documentos precontractuales no vinculantes como los term sheets, evitando de esa forma la fuerza vinculante de los contratos; o las debt commitment letters, las cuales podían incluir un Market Out o Market MAC para el supuesto en el que varíen de manera adversa las condiciones del mercado. (García Long, 2019, pp. 369-371).

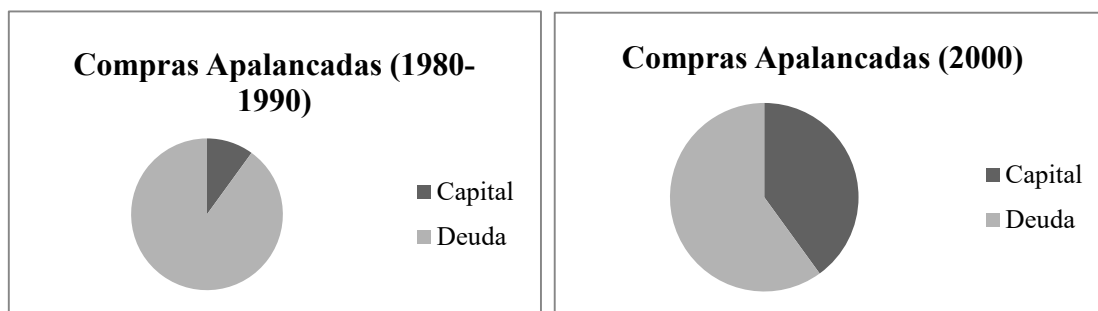
La aplicabilidad de estos métodos en cierto modo se fue restringiendo a los fines de evitar el desentendimiento completo de los financiadores, algo que se vio plasmado con la utilización de los bridge financing como medio de otorgamiento de un porcentaje del crédito al comprador a los fines de garantizar parte del precio de la operación. (García Long, 2019, p. 372). Creemos conveniente destacar lo expuesto por el autor aquí tratado cuando indica que:

“...una compra financiera es muy diferente a una compra estratégica. Mientras que en una compra estratégica el comprador es la parte contractual que firma el contrato y adquiere directamente el target, utilizando para ello principalmente dinero propio y no ajeno (deuda), las compras financieras tienen una estructura corporativa y contractual diferente. Esta estructura se justifica desde que el sponsor no usa todo el dinero del fondo, sino una pequeña parte en relación con toda la deuda que adquiere para financiar la compra del target” (García Long, 2019, p.351).

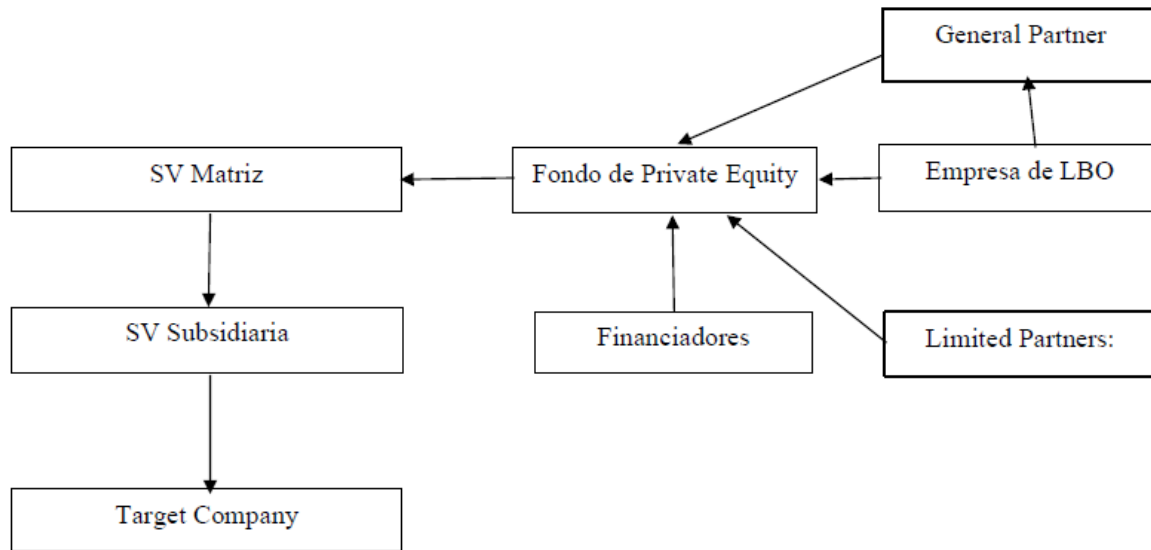
A los fines eminentemente prácticos, resulta interesante transcribir lo expresado por García Long cuando refiere que:

“En promedio, durante la década de 1980 las empresas de LBO usaban entre 80% y 90% de deuda y solo 10%-20% de capital, mientras que durante la década de 2000 el apalancamiento bajó a 60%-70% de deuda, lo cual sigue siendo un ratio muy alto respecto a la estructura de capital (equity vs debt)”. (García Long, 2019, p. 357)

Esto puede quedar graficado de la siguiente manera:



Es por ello que, como bien puede imaginar el lector, los principales proveedores de fondos externos para la ejecución de las compras apalancadas son las entidades financieras, las cuales pueden actuar individualmente o hacerlo de manera sindicada en caso de que las sumas necesarias para fondear la operación fueren demasiado elevadas. A los fines de poder expresar de manera gráfica la participación de cada sujeto interviniente, creemos oportuno efectuar el presente esquema:



Encontrándose expuestos hasta aquí los principales sujetos intervinientes en el leveraged buyout, pretendemos ahora centrarnos en los tipos de deuda que financian en gran medida la operación, por cuanto la misma no es idéntica y única en todas las operaciones, conforme seguidamente veremos.

iii.ii.- Modalidades de endeudamiento

Estimamos oportuno analizar el presente punto tomando inicialmente en consideración que las cualidades y cantidades de deuda utilizadas en las compras apalancadas no son uniformes, algo que necesariamente debe ser tenido en cuenta por el lector a los fines de indagar y comprender con claridad la presente cuestión.

En primer lugar, creemos conveniente seguir lo expuesto por María Cruz Manzano Frías, la cual entiende que *“La deuda de una operación de LBO toma la forma de deuda sénior (senior debt) y deuda subordinada (second lien debt, mezzanine, payment-in-kind notes)”* (Manzano Frías, 2007, pp.40 y ss). Tomando como punto de partida este cuadro, debemos considerar que la deuda principal se distingue de la subordinada por el hecho de que, en caso de que la target company se incorpore a un proceso concursal, la misma tendrá preferencia por sobre la deuda subordinada a los fines del cobro de los créditos pertinentes. En este sentido, es claro Ignacio Díez Torca cuando, al mencionar la deuda subordinada, nos dice que:

“Se trata de deuda que, en caso de bancarrota, tiene prioridad inferior a la deuda senior, es decir, que solo comenzaría a recuperar su capital cuando la deuda senior hubiera recuperado el 100% de la cantidad debida. Lógicamente, es una deuda con más riesgo que la senior, pero con una rentabilidad esperada superior” (Díez Torca, 2010, p.4).

De la misma forma, De Andrés, Garrido y Power nos dicen, al distinguir la deuda según su rango que:

“El rango es la prelación de cobro. A menor rango, mayor riesgo de no cobrar y, por tanto, mayor rentabilidad exigida (cumpliéndose el axioma aplicable a los activos financieros de que riesgo y rentabilidad se mueven en la misma dirección. Por regla general, las entidades financieras son proveedores de deuda senior y se benefician de garantías de primer rango, mientras que otras estructuras subordinadas o junior (y por tanto más arriesgadas) suelen ser facilitadas por fondos de private equity, fondos de crédito, etc. Normalmente, los LBO mezclan deuda senior con deuda mezzanine (un híbrido que combina deuda con instrumentos de equity, como warrants o call options), second lien (deuda subordinada a la deuda senior, pero preferente a la mezzanine) o unitranche (estructura que combina deuda senior y subordinada), mientras que el resto de financiaciones suelen consistir en tramos senior” (De Andrés, Garrido, Power, 2021, S/P).

A su vez, conforme indica Manzano Frías (2007, p. 40), es común dividir a la deuda senior en tramos (A, B, C) conforme los plazos y amortizaciones de la misma, la cual a su vez tiene como colateral los activos de la empresa objetivo. Atendiendo a la diferenciación antes descrita, la autora expresa que, entre los tramos se puede distinguir lo siguiente: *“El tramo A tiene un plan de amortización fijo y un plazo entre seis y siete años. Los tramos B y C suelen tener amortización al vencimiento (bullet amortisation) y plazos de vencimiento mayores”*. (Manzano Frías, 2007, p.40)

Por su parte, en lo referente a la deuda subordinada, Manzano Frías nos dice con total claridad que:

“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. El coste del endeudamiento está en relación directa con el tipo de deuda emitida, teniendo en cuenta que el coste de los diferentes tramos (tranches) está determinado por el riesgo de los mismos” (Manzano Frías 2007, pp.40-41).

De la misma forma, la autora distingue entre los distintos estadios por los cuales atraviesa un proceso de compra apalancada y su correlación con el tipo de deuda utilizada, estableciendo que:

“La deuda en los primeros estadios de estas operaciones adopta la forma de préstamos por parte de bancos, que suelen organizar créditos sindicados o traspasar la deuda en los mercados secundarios a otros inversores — fundamentalmente, fondos de pensiones, hedge funds, fondos de inversión y vehículos de CDOs. La financiación bancaria, al principio de una operación LBO, a veces toma la forma de créditos puente (bridge loans)” (Manzano Frías, 2007, p. 41).

Esto es explicado de manera precisa cuando seguidamente expone que:

“...lo usual es que al principio de la operación sean los bancos los que se conviertan en proveedores directos de financiación mediante préstamos (leveraged loans). Los vehículos de CDOs —y más particularmente los Collateralised Loan Obligations (CLOs), que son CDOs especializados en la compra de préstamos— compran parte de los distintos tramos de los leveraged loans, los empaquetan y a veces les proporcionan ayudas crediticias (credit enhancements); y, tomando estos paquetes como colateral, emiten, a su vez, nuevos instrumentos de deuda con características distintas de plazo y tramos de riesgo. Los vehículos de CDOs compran financiación procedente no solo de las operaciones de LBO, sino también de otro tipo de operaciones, como, por ejemplo, titulizaciones de préstamos hipotecarios” (Manzano Frías, 2007, p.41).

Es por ello que, a partir lo antes expuesto, creemos oportuno clarificar que los CLO son títulos o valores de deuda que se encuentran respaldados por una gran cantidad de préstamos apalancados, los cuales son adquiridos por los administradores de CLO, estando los mismos agrupados y distribuidos en diversos tramos. Esto último se realiza con la finalidad de poder otorgar a la multiplicidad de inversores interesados una diversidad de títulos o valores conforme su perfil de inversión, teniendo en cuenta la calificación de los mismos, el riesgo implícito que conllevan y su rentabilidad.

A partir de este mecanismo, los bancos pueden distribuir el riesgo crediticio que se deriva de los presentes préstamos apalancados en el mercado, a la vez que otorgan a los inversores la posibilidad de participar en los mismos con diversos rendimientos y riesgos.

Por último, creemos conveniente dejar un recado de color siguiendo lo expuesto por Anil Shivdasani y Yihui Wang, quienes establecen una íntima vinculación entre el auge de las compras apalancadas y la expansión del mercado de obligaciones de deuda garantizada (CDO) entre los años 2004 y 2007 (Shivdasani, Yihui, 2011, S/P).

Los autores comprendieron que dicho instrumento financiero se encontraba respaldado por prestamos corporativos, esto es, mediante una obligación de préstamo garantizado (CLO), entendiendo que estos tenían una calificación crediticia baja y podían ser utilizados para efectuar compras apalancadas por parte de una firma de capital privado para tomar una participación mayoritaria en una compañía existente.

De esta manera, los créditos mediante los cuales se financiaban las compras apalancadas en ese momento se realizaban mediante estos vehículos financieros, lo cual permitió que una amplia gama de inversores institucionales como fondos de cobertura, compañías de seguros, fondos de pensiones y otros inversores institucionales pudieran invertir en CDO para intervenir indirectamente en préstamos LBO.

Ante esto, creemos conveniente destacar lo expresado por los autores a los fines de demostrar su íntima vinculación cuando nos dicen que:

“La calificación más alta de los tramos senior permitió que los CDO se vendieran a un amplio universo de inversores como bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones y ciertos gestores de activos que de otro modo no habrían invertido en instrumentos de alto rendimiento. Por lo tanto, el proceso en tramos permitió financiar activos de grado especulativo subyacentes a los CDO utilizando una capacidad mucho mayor en los mercados en grado de inversión. Los CLO, que tenían principalmente préstamos apalancados que

podían utilizarse para financiar los LBO, eran una parte muy importante del mercado de CDO y atraían a muchos de los mismos inversores que invirtieron en CDO” (Shivdasani, Yihui, 2011, p.1296)¹²⁴.

Lo antedicho explica por qué estos títulos de deuda garantizada tienen como colateral un conjunto de instrumentos de deuda que van desde bonos públicos o privados, hasta hipotecas, préstamos, e incluso otro CDO. Quisimos tratar por separado este instrumento financiero debido a que el mismo puede estructurarse tanto como deuda senior o mezzanine de acuerdo al nivel de riesgo y calificación crediticia que se le otorgue.

iii.iii.- Puesta en ejecución

Determinados al llegar a este punto no solo los principales participes de las compras apalancadas, sino también los mecanismos de financiamiento utilizados, debemos pasar ahora a detallar el funcionamiento de la operación considerada en sí misma, tomando el modelo tradicional como fuere especificado oportunamente.

A partir de ello, podemos decir en primer lugar que, el inicio de la compra apalancada tiene lugar a partir de la decisión del comprador (por lo general un fondo de private equity o una empresa de leveraged buyout) de ampliar su horizonte de actuación. Para ello, busca hacerse con el control de una empresa en marcha con cierto grado de madurez que evite la necesidad de incurrir en gastos innecesarios que impliquen la puesta en funcionamiento de la misma desde el inicio.

Es por ello que, una vez identificada la Target Company o Sociedad Objetivo, se constituirá un fondo de private equity en el cual diversos inversores institucionales o privados podrán colocar su dinero confiando en que el margen de rentabilidad prometido por los sponsors o patrocinadores es superior al promedio ofrecido por el mercado financiero para otros instrumentos.

Este fondo adopta la forma de Limited Partnership, conllevando por un lado que la empresa o fondo interesado en la compra apalancada actúe como General Partner, encargándose de la administración de los fondos con los que cuenta, haciendo que por su parte los inversores institucionales o privados actúen como Limited Partners, teniendo los mismos responsabilidad acotada al aporte efectuado.

Esto se encuentra explicado por Manzano Frías cuando nos dice que:

“El capital suele representar en torno al 30% de la financiación total de las operaciones de LBO 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 ilimitada respecto a las obligaciones del fondo, a la vez que es frecuente que asuman la gestión de las empresas objetivo, de forma que se crea un mayor incentivo para una gestión eficiente. Los restantes inversores (limited partners) que aportan capital (usualmente, inversores institucionales, hedge funds bancos e inversores privados) aportan el grueso del capital (normalmente, un porcentaje por encima del 95% del mismo) y solo pueden perder la cantidad que aportan” (Manzano Frías, 2007, p.39).

¹²⁴ La traducción pertenece al autor del presente trabajo.

Una vez detallado esto, debemos dejar perfectamente aclarada la necesidad en el análisis que debe realizar la empresa de leveraged buyout respecto a la forma en que se financiará la operación que llevará adelante. Esto es de destacar por cuanto, si solo se utilizara el dinero captado de los inversionistas mediante la creación del fondo, los niveles de retorno o rentabilidad no serían elevados, lo cual conllevaría que necesariamente deba analizarse el porcentaje de deuda y de capital que se destinará a la misma.

Es por ello que, ante la necesidad de recurrir al financiamiento externo, la empresa de leveraged buyout debe poner en conocimiento de dichos financiadores la información que permita que los mismos conozcan con exactitud los márgenes de ingreso y rentabilidad que permitan asegurar el repago de la deuda prestada.

En este punto, es importante destacar la relevancia que cobra en el caso concreto la elaboración precisa y pormenorizada de un due diligence que permita mostrar el panorama de actuación y la posición estratégica, económica y financiera en la que se encuentra la target company no solo a la empresa adquirente, sino ante todo a los financiadores de la operación. Mientras mayor información se brinde no solo a los inversores, sino también a los prestamistas, mayor será la posibilidad de obtener los fondos necesarios para poner en ejecución la compra apalancada.

Respecto a este punto, creemos oportuno definir lo que se entiende por due diligence, el cual es de manera totalmente acertada definido por Ana M. Martos Martín, la cual expresa que:

“El termino Due Dilligence en el contexto de M&A se refiere a la revisión que un potencial inversor o entidad financiadora lleva a cabo del objeto de la empresa (empresa, unidad de negocio división, grupo de empresas) para asegurarse de que la adquisición (en el caso del inversor) o que la financiación de dicha adquisición (en el caso de la entidad financiadora) no implicará riesgos innecesarios para sus accionistas.” (Martos Martín, 2013, Introducción, S/P).

A su vez, destacamos nuevamente que, en estos casos, la empresa de leveraged buyout suele constituir una sociedad vehículo o newco con un aporte mínimo de capital, la cual tiene por finalidad recibir el financiamiento externo necesario para poder adquirir el control o la totalidad de la target company.

Incluso, conforme se expusiera oportunamente lo dicho por Sergio García Long (2019, p. 368), ha quedado demostrado que durante las décadas de 1980 y 1990 han llegado a utilizarse por parte de los fondos de private equity dos niveles distintos de sociedades vehículo, actuando la primera como matriz y la segunda como subsidiaria a fin de limitar de todas las maneras posibles la responsabilidad de los inversionistas; logrando el resguardo de los fondos invertidos. De esta forma, la target company toma conocimiento de que las sociedades vehículos constituidas para la presente operación lo son al simple efecto de ejecutar la adquisición, utilizándose las mismas como mecanismo para poder inyectar el dinero necesario por parte del fondo de private equity, así como también para recibir el financiamiento externo de los prestamistas o financiadores.

Una vez que la sociedad vehículo se encuentra debidamente constituida y provista de los fondos necesarios al efecto, se efectuará la adquisición de la target por parte de la misma, o en su caso la fusión si así se hubiere convenido, lo que se conoce como Merger Leveraged Buyout. Dentro de esta categoría, a su vez, podemos distinguir entre el Forward Leveraged Buyout y el Reverse Leverage Buyout, dándose el primero cuando se produce la absorción de la target por parte de la sociedad que adquiere su control, mientras que el segundo ocurre cuando la sociedad que adquiere el control es absorbida por la target company (Anderson, 2008, S/P).

iv.- Conclusión Parcial

Tomando en consideración lo hasta aquí explicitado, tanto en su faz teórica como práctica, podemos decir que los elementos dirimientes para determinar que nos encontramos ante un caso de compra apalancadas son dos: alto nivel de endeudamiento y traslado de la carga del mismo sobre la sociedad adquirida o target company.

Tal y como se explicitara a lo largo del capítulo, necesariamente deben estar presentes ambos elementos para que podamos hablar de compra apalancada, por cuanto, la ausencia de uno de ellos, conlleva que la operatoria no pueda configurarse en la realidad.

Por otra parte, han sido expuestas de manera concisa las principales modalidades de compras apalancadas, lo cual permitirá al lector hacer uso de las mismas a los fines de poder encuadrar los supuestos prácticos que pudieren presentarse.

Por último, si bien pueden mostrarse matices o aspectos particulares en cada caso, el lector debe tomar en consideración que el núcleo de la operación está protagonizado por la Empresa de LBO, la Target Company, la/s Sociedad/es Vehículo/s y los financiadores. La alternancia entre los mismos o la incorporación de otros agentes no obstaculiza la conformación del mecanismo de compras apalancadas.

SEGUNDA PARTE: ANALISIS ECONOMICO FINANCIERO DEL LEVERAGED BUYOUT

CAPITULO II: Funcionamiento y operatividad del apalancamiento financiero

i.- Introducción

Encontrándose determinados y especificados los componentes y medios de ejecución de las compras apalancadas, debemos centrarnos ahora en el análisis de uno de sus elementos esenciales, cual es el apalancamiento. A partir de ello, en el presente capítulo procederemos a elaborar un esquema que permita al lector conocer los diversos tipos de apalancamiento, siendo el de mayor importancia para nuestro caso el financiero, así como comprender el estrecho vínculo que existe entre este, el riesgo de la operación y la rentabilidad pretendida.

Sumado a ello, y en consonancia con lo antedicho, pretendemos clarificar y analizar cuáles son las estructuras financieras o de capital que pueden ser consideradas como óptimas dentro de las compras apalancadas, para lo cual analizaremos las diversas teorías que han sido elaboradas y aplicadas a los fines de lograr esto.

El poder efectuar este análisis de índole financiero nos permitirá comprender con mayor exactitud cuales son los aspectos relevantes que deben ser tenidos en cuenta desde un punto de vista operativo para no ver frustrado el resultado de la puesta en ejecución de las compras apalancadas.

Si bien la relevancia para el lector de este trabajo puede centrarse principalmente en los aspectos jurídicos de las compras, creemos conveniente efectuar estos estudios a los fines de lograr una comprensión integra de la materia que permita conocer las causales y consecuencias que pueden derivarse de las decisiones financieras y empresariales que puedan tomarse en el caso concreto.

ii.- Tipos de apalancamiento

ii.i.- Análisis coyuntural para su aplicabilidad

Comenzando esta segunda parte de nuestra investigación, enfocada al análisis económico financiero del leveraged buyout, decidimos en primer lugar tratar uno de los elementos distintivos y característicos de la operatoria, refiriéndonos nada más y nada menos que al apalancamiento, por cuanto el otro, vinculado a que el endeudamiento es soportado por la target company, ha sido oportunamente examinado.

En este sentido creemos conveniente adentrarnos en este mundo a partir de aquello que nos enseñan Stanley Block, Geoffrey Hirt y Bartley Danielsen, quienes nos indican que *“El apalancamiento significa usar partidas de costos fijos a efecto de acrecentar al máximo los resultados de la empresa”* (Block, Hirt, Danielsen, 2013, p.104), a la vez que mencionan seguidamente que *“El concepto también se aplica en los negocios, pero en este caso la atención se centra en emplear partidas de costos fijos para aumentar los rendimientos con niveles elevados de operación”* (Block, Hirt, Danielsen, 2013, p.104).

De esta forma, podría entenderse que el apalancamiento en el ámbito financiero de la empresa implica la utilización de estrategias que permitan incrementar las utilidades por encima de aquellas que podrían obtenerse a partir de la utilización de activos propios.

Es por ello que, tal como se manifestara oportunamente, el apalancamiento se encuentra íntimamente vinculado con el nivel de endeudamiento en que incurre una empresa o sociedad a fin de poder maximizar los resultados o rentabilidades que se deriven de una determinada operación financiera.

A su vez, debemos plantear la relación directamente proporcional que existe entre el nivel de apalancamiento de una determinada operación y el riesgo que la misma lleva asociado. En este sentido, cuanto mayor es el nivel de apalancamiento, mayor será el riesgo y correlativamente la rentabilidad hipotética a obtener; mientras que, a menor apalancamiento, tanto el riesgo como la rentabilidad disminuyen en proporción al mismo.

En este sentido, es normal entender que mientras las cosas funcionan de acuerdo a lo programado, pocas son las voces que se alzan en su contra; no obstante lo cual, en caso de que los resultados sean adversos y las cuentas se disparen hacia números deficitarios de manera estrepitosa, muchos son los que ponen en duda, con total razón, la utilización de este mecanismo.

Es en base a esto, y una vez conceptualizado de manera general el mismo, que debemos empezar a considerar las dos variantes principales que ofrece el apalancamiento, siendo una la que aquí nos interesa principalmente; lo cual no puede conllevar que nos desentendamos de la importancia que tiene la otra en el funcionamiento de una empresa o sociedad.

De esta manera, podemos decir que, por un lado, nos encontramos con el **apalancamiento operativo** y, por el otro, con el **apalancamiento financiero**, siendo este último el que adquiere mayor relevancia en el caso concreto conforme nuestro tema de investigación.

Una vez hecha esta aclaración, estimamos oportuno comenzar con el apalancamiento operativo, el cual, conforme Lawrence J. Gitman y Chad J. Zutter, implica el *“uso de los costos operativos fijos para acrecentar los efectos de los cambios en las ventas sobre las utilidades antes de intereses e impuestos de la compañía”* (Gitman, Zutter, 2012, p. 460). De esta forma, y guiándonos por la definición que nos otorgan dichos autores, podemos decir que el mismo busca aumentar la

rentabilidad de, la empresa o sociedad a partir de la modificación del equilibrio que existe entre los costos fijos y variables de la misma.

A partir de esto, la idea madre de dicho apalancamiento es aumentar el porcentaje de costos fijos, disminuyendo a la vez el porcentaje de costos variables, entendiéndose que a partir de ello se obtendría una mayor rentabilidad por unidad vendida; esto por cuanto al aumentar la cantidad de bienes producidos se produciría una mengua en el aumento de los costos variables, ocasionando a su vez que los costos totales aumenten, pero en menor medida, actuando en consonancia con lo antedicho.

Es por ello que decimos que una empresa está altamente apalancada operativamente cuando sus costos fijos son elevados, mientras que su nivel de apalancamiento operativo será menor conforme disminuyan los mismos.

A los fines prácticos, el modo de cálculo del grado de apalancamiento operativo de una empresa (GAO) conforme los mentados autores (Gitman, Zutter, 2012, p. 461) surge del cociente entre el cambio porcentual de las utilidades de la empresa antes de intereses e impuestos y el cambio porcentual en las ventas de la misma. De esta forma, la fórmula sería la siguiente:

GAO: $\frac{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN LAS UAI}}{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN LAS VENTAS}}$

CAMBIO PORCENTUAL EN LAS VENTAS

El resultado que se obtenga de dicha operación representará el porcentaje de incremento o disminución de la utilidad operativa por cada porcentaje de incremento o disminución del volumen de operaciones de la empresa o sociedad de que se trate. En la misma medida, tomando lo referido por los autores, los mismos entienden que si el resultado del presente cálculo es superior a 1, estamos en presencia de apalancamiento operativo.

Una vez superado el análisis de la primera modalidad, debemos adentrarnos en lo que es el supuesto que resulta relevante para nuestro estudio, cual es el apalancamiento financiero, para lo cual creemos conveniente seguir los lineamientos dados por Gitman y Zutter como se hiciera precedentemente, quienes entienden que el apalancamiento financiero es el *“uso de los costos financieros fijos para acrecentar los efectos de los cambios en las utilidades antes de intereses e impuestos sobre las ganancias por acción de la empresa”* (Gitman, Zutter, 2012, p. 463). Sumado a ello, podemos decir de una manera más práctica hacia nuestro enfoque, que el apalancamiento financiero es la utilización de endeudamiento a los fines de obtener financiamiento para poder ejecutar una determinada operación.

La finalidad que se tiene en mente al poner en práctica este mecanismo es la de lograr una mayor rentabilidad a partir de la utilización de un menor nivel de recursos propios, permitiendo de este modo que se puedan gestionar operaciones que de otro modo no podrían llevarse a cabo.

Tal y como fuere plasmado para el caso del apalancamiento operativo, existe una relación directamente proporcional entre el grado de apalancamiento de una operación, el riesgo que la misma conlleva y la rentabilidad que puede obtenerse; con lo cual, a mayor apalancamiento se corre un mayor riesgo, buscando obtener una tasa de rentabilidad más elevada; aplicándose idéntico análisis para el caso de que el grado de apalancamiento fuere menor (menor riesgo y menor rentabilidad esperada).

Teniendo en consideración lo hasta aquí expresado, creemos conveniente poner en conocimiento la fórmula de cálculo del mismo, la cual determina que el grado de apalancamiento

financiero (GAF) surge del cociente entre la variación porcentual de las ganancias por acción de la empresa y el cambio porcentual en las utilidades antes de intereses e impuestos de la misma, todo conforme nos indican Gitman y Zutter (2012 p. 465); con lo cual la fórmula quedaría detallada de la siguiente manera:

$$\text{GAF} = \frac{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN GPA}}{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN UAII}}$$

Siguiendo el análisis y, tomando como referencia esta fórmula, podemos decir que, si como resultado de la misma se obtiene un número que es mayor a 1, nos encontramos ante la existencia de apalancamiento financiero, lo cual debe ser interpretado en conjunto con la estructura de capital que posee la empresa a los fines de determinar si, en la medida en que la cifra se torna más elevada, la empresa cuenta con la capacidad suficiente para afrontar dicho endeudamiento.

De la misma forma, creemos conveniente a los fines didácticos, y pese a no estar especificada en el binomio expuesto oportunamente, sumar a los dos grandes tipos de apalancamiento un tercero, cual es el apalancamiento total, el cual resulta de la combinación de los dos anteriores, y que siguiendo a Gitman y Zutter podría definirse como:

“...el uso de los costos fijos, tanto operativos como financieros, para acrecentar los efectos de los cambios en las ventas sobre las ganancias por acción de la empresa. Por lo tanto, el apalancamiento total se considera como el efecto total de los costos fijos en la estructura operativa y financiera de la empresa” (Gitman, Zutter, 2012, p. 467).

El mismo puede calcularse a partir del cociente entre el cambio porcentual en las ganancias por acción de la empresa y el cambio porcentual en las ventas de la misma. De esta forma, la fórmula quedaría expresada de la siguiente manera:

$$\text{GAT} = \frac{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN GPA}}{\text{CAMBIO PORCENTUAL EN LAS VENTAS}}$$

Al igual que como se refiriera anteriormente, conforme entienden los autores referidos en este apartado, si el resultado de la fórmula aplicada es superior a 1, estaremos en presencia de apalancamiento total, lo cual debe ser tomado en consideración conforme los parámetros referidos anteriormente a los fines de determinar el grado de viabilidad de una inversión o proyección de negocios en particular.

Tal y como se analizará más adelante, es importante destacar que mediante el presente mecanismo se pueden crear grandes beneficios y llevar a cabo infinidad de negocios u operaciones que de otra manera no tendrían lugar, lo cual no puede conllevar que necesariamente dejemos de remarcar los peligros que un uso abusivo del mismo puede acarrear.

Así, no son pocos los casos en los cuales el uso desmedido del apalancamiento acabó no solo con crisis empresariales, sino con derrumbes completos de un sistema financiero. Es por ello que, aconsejamos en este sentido, ser cautos en el análisis y puesta en ejecución de cualquiera de las modalidades analizadas, teniendo en consideración lo que se expondrá seguidamente.

iii.- Capacidad de apalancamiento

iii.i.- Niveles de endeudamiento óptimos – Estructura Financiera

Antes de comenzar el desarrollo del presente punto, debemos entender que el mismo tiene íntima vinculación con lo visto en apartados anteriores, en especial con la utilización del mecanismo de apalancamiento como forma de llevar a cabo una operación.

Aclarado esto, el lector comprenderá, al igual que nosotros, que no existe una estructura óptima de capital que sea uniforme o única para todas las empresas, entendiendo que cada sector productivo posee sus particularidades. A partir de esto, no se pretende mediante el presente plasmar una única fórmula que permita solucionar todas las contingencias que pudieren presentarse en el devenir diario, sino ante todo analizar la conveniencia o no de una determinada estructura.

Esto debe aclararse por cuanto es necesario referir en el caso concreto cuales son los niveles de endeudamiento que puede soportar una empresa, atendiendo principalmente a su capacidad para hacer frente a la misma. Es por ello que, cuando uno planea la estructura a adoptar, debe tener en consideración el logro de un punto de equilibrio entre los riesgos que se desean asumir y la rentabilidad o retorno que se espera obtener, teniendo en cuenta que mediante la misma se busca lograr un uso óptimo de los activos con los que cuenta la compañía en conjunto con la deuda que se obtiene mediante el financiamiento ofrecido por terceros.

En este sentido, creemos conveniente mencionar lo que a nuestro entender es una de las teorías más reconocidas en materia de estructura financiera o de capital, que es el *Teorema de Modigliani – Miller* (1958), el cual es explicado de manera precisa por Guillermo Dumrauf, (2010, pp.422-431), autor del cual se tomó el sustento necesario para resumir en forma amena y simple el teorema de referencia.

A partir del mismo, Franco Modigliani y Merton Miller sostuvieron que el valor de una empresa no se ve afectado por la forma o modalidad con la cual la misma es financiada (estructura de capital), sino por el resultado operativo de la misma descontado a una tasa para una firma no endeudada, lo cual conlleva que la estructura de capital y la política de dividendos de la misma no posean en cierto modo relevancia, siempre que esto se produzca dentro de un mercado eficiente.

En este sentido, ambos autores entienden, en una primera proposición, que el valor de una empresa apalancada es el mismo que el de otra que no lo está, aun cuando se financien de diversas maneras, sea que existan o no impuestos. Para llegar a este punto, plantean como proposición el supuesto por el cual un inversor debe decidir entre adquirir acciones de una empresa que está apalancada o de otra que no lo está. Entienden que es indiferente si el mismo comprara acciones de la empresa apalancada o de aquella que no lo está, y a su vez pidiera prestado en la misma proporción que la empresa apalancada.

A partir de ello, establecen que el rendimiento de ambas es idéntico, por lo que el precio de las acciones de la empresa apalancada debe ser idéntico al de las acciones de la empresa que no lo está, debiendo descontarse a esta última las sumas que la persona obtuvo como financiamiento, las cuales coinciden con el valor de la deuda de la empresa apalancada.

Por su parte, en una segunda proposición relacionada con nuestro tema, expresan que la política de dividendos de una empresa en un mercado eficiente no agrega ni quita valor a la misma. Ellos entienden que el valor de esta última dependerá de la política de inversiones que adopte, y no de la política de dividendos en sí misma.

Para justificar esto expresaron que, si una empresa pagaba dividendos que resultaban mayores a lo que se estipulara conveniente, debía emitir nuevas acciones para hacer frente al pago de los mismos, lo que ocasionaba que el valor de la parte de la empresa entregada a los nuevos accionistas sea idéntico al de los dividendos pagados a los antiguos.

A su vez, creemos relevante mencionar otra proposición que utilizan los autores, la cual refiere que la tasa esperada de rentabilidad de las acciones de una empresa implica necesariamente una función lineal relacionada con el nivel de endeudamiento de la misma, con lo cual, en la medida que esta utilice un mayor endeudamiento, el costo de los fondos propios aumentará de forma lineal. Esto hace que la rentabilidad que los accionistas esperan por sus acciones se eleve conforme se incrementa el ratio de endeudamiento de la empresa, teniendo en cuenta a su vez el riesgo implícito que esto conlleva.

Por último, estimamos oportuno mencionar aquella proposición que entiende que las empresas deberían invertir en aquellos proyectos u oportunidades que brinden una tasa de retorno mayor al costo de capital de la empresa, ya que en caso contrario se produciría una pérdida de valor en la misma.

Es importante mencionar que, el Teorema de Modigliani-Miller, conlleva una serie de supuestos dentro de un mercado perfecto que resultan de difícil consecución en la realidad, por cuanto entienden que la información relevante sobre cada activo es disponible libremente, que el acceso al mercado no tiene costos y no existen fricciones en el libre intercambio de activos, que no existen impuestos ni costos de transacción, que no hay barreras de acceso al mercado de capitales ni participantes dominantes, que los inversores actúan de manera racional, entre otras.

Pese a lo hasta aquí expuesto, la realidad muchas veces demostró estar alejada de estos presupuestos, lo que conllevó que los autores entendieran que las imperfecciones del mercado ocasionaban cambios en los flujos de las empresas, haciendo que en este caso el valor de la misma no sea independiente de su estructura de capital.

Por su parte, hasta el año en que se publicó el Teorema de Modigliani – Miller, pregonaba entre los economistas la tesis tradicional en materia de estructura de capital, la cual, conforme nos indican Zambrano Vargas y Acuña Corredor:

“...consideraba la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un uso moderado del apalancamiento financiero, ya que siendo la deuda una forma más barata de financiación se disminuiría el costo promedio de capital y se incrementaría el valor de la empresa. Cuando se va aumentando el apalancamiento, los accionistas exigen mayores rendimientos hasta un momento en que su exigencia compensa el uso de la deuda más barata. El trabajo pionero de esta época es el de Durand “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement” (1952)” (Zambrano Vargas y Acuña Corredor, 2011, p.86).

Ante esto, la premisa fundamental es que, al financiarse con deuda, la empresa reduciría el costo de capital, logrando un incremento en el valor de la misma, no obstante lo cual, la realidad demostró que luego de transcurrido cierto lapso de tiempo, los propios inversores requerirían una mayor rentabilidad o rendimiento ante el riesgo asumido. Con esto, los tradicionalistas entendían que se produciría un punto óptimo de estructura de capital en el cual el binomio fondos propios / deuda permitiría maximizar el valor de la empresa, pese a lo cual no aportaron datos sobre la forma de llegar al mismo.

Se pueden sumar a ellas otras teorías conforme indican los referidos autores (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011), como son la Teoría de los Costos de Agencia, la cual sostiene que *“La estructura de capital de la empresa se establece por una serie de contratos entre los diferentes grupos de interés de una firma”* (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 90). La importancia de esta teoría reside en la posibilidad que otorga de analizar la estructura de capital teniendo en cuenta los potenciales conflictos que pueden generarse entre socios, directivos, acreedores y todos aquellos agentes que tengan una relación horizontal y/o vertical con la empresa de referencia.

De la misma manera, la Teoría de la Información Asimétrica, considera que los diversos agentes que intervienen en los mercados no tienen acceso al mismo nivel de información, lo cual torna que la misma sea asimétrica. Como consecuencia de ello:

“...en determinados casos los agentes tomen decisiones erróneas dentro de los mercados financieros y de intermediación, causándoles posteriores problemas a las firmas debido a que resulta imposible detectar sectores productivos y en sí, entender la complejidad de los mercados, lo que es aprovechado por intermediarios financieros que se caracterizan por poseer mayor información que el público en general y que generan a las firmas altos costos de transacción en la elaboración de contratos.”(Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 92).

Por último, pueden mencionarse la Teoría del Trade Off y la Teoría del Pecking Order, comprendiendo la primera aquellas teorías que afirman que existe una combinación óptima entre deuda y capital, permitiendo la maximización del valor de la empresa, algo que puede resumirse cuando se expone que:

“El Trade Off justifica proporciones moderadas de endeudamiento, la firma se endeudará hasta un punto en donde el valor marginal del escudo de impuestos en deuda adicional se ve disminuido por el valor presente de posibles costos de aflicción financieros, éstos son los costos de quiebra o de reorganización y los costos de agencia que se incrementan cuando existe duda sobre la credibilidad de la deuda de la firma. Cuando las proporciones de deuda son muy altas es probable que la empresa entre en dificultades financieras y no le sea posible cumplir con los compromisos adquiridos con sus acreedores” (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 93).

Por otro lado, la Teoría del Pecking Order entiende que:

“... no existe una estructura óptima que equilibre los beneficios y desventajas de la deuda, sino que más bien los gerentes buscan incrementar sus inversiones utilizando una jerarquía de preferencias en cuanto al uso de las fuentes de financiación. Proporciona una explicación sobre la relación entre la estructura de capital y los problemas de información asimétrica. Establece que las empresas no tienen una estructura de capital óptima sino que siguen una escala de jerarquías a la hora de buscar financiación, en primer lugar se recurre al financiamiento interno, que es la fuente preferida porque está poco influida por la asimetría de la información y carece de un costo específico; a este respecto Baskin (1989) señala que los gerentes pueden preferir las fuentes internas porque tienen costo más bajo que las externas y después esperan recurrir al financiamiento exterior sólo si es necesario, tomando como segunda opción la

emisión de deuda y, en último lugar, la emisión de acciones". (Zambrano Vargas, Acuña Corredor, 2011, p. 95)

Es por ello que, pese a estas posturas, debemos tener en consideración cual es la mejor forma de optimizar el uso de la deuda dentro de una determinada estructura de capital para una empresa. En ese caso, debemos no solo tener en cuenta el sector productivo en el que se desenvuelve (entendiendo que ciertos sectores requieren una inversión inicial elevada), el costo que tiene la deuda contraída por la empresa tomando como referencia las tasas de interés que se paguen por el dinero percibido, sino también todos y cada uno de los índices o ratios que oportunamente serán analizados, como son el de solvencia, liquidez, endeudamiento, tesorería, entre otros.

iii.ii.- Riesgo financiero y rentabilidad pretendida

Hablar de la relación riesgo-rentabilidad dentro del ámbito del mundo financiero, y concretamente respecto de las compras apalancadas, implica necesariamente establecer una estrecha vinculación entre ambos conceptos, por cuanto no podemos decir que no exista una inversión que no conlleve riesgo alguno relacionado con la rentabilidad pretendida. Esto en tanto que, aunque el mismo resulte ínfimo o de difícil ocurrencia en la operación que se trate, no quiere decir que no esté presente.

Es por ello que, en el punto que nos concentra, debemos considerar que no son pocos los casos en los cuales se recurre a una multiplicidad de instrumentos mediante los cuales se puede diversificar de la mejor manera el riesgo de una inversión.

Analizado desde el punto de vista de las empresas o fondos de private equity, podemos decir que las mismas recurren al financiamiento externo a fin de costear el gasto que implicaría poner todos los fondos de sus inversionistas institucionales o privados dentro de una misma operación, ocasionando de esta forma que la concentración de riesgo y rentabilidad sea demasiado elevada.

Si bien este binomio tiene una relación directamente proporcional conforme se planteara oportunamente, aplicando una mayor rentabilidad a un mayor nivel de riesgo en la inversión, no debemos olvidar que los inversionistas que fundean a la empresa o fondo de private equity se encuentran protegidos al ingresar al mismo como limited partners, amén de que el fondo no colocará todos sus aportes en una sola operación.

A partir de ello, puede verse como la operación ofrece una rentabilidad superior a la promediada en el mercado para estos últimos con un nivel de riesgo moderado, lo que implica un atractivo suficiente para obtener el flujo de fondos necesarios. Por su parte, para la target company, debe analizarse quizás una situación que resulta diferente, en tanto, si bien se le inyecta la liquidez necesaria a los fines de mejorar su funcionamiento, el riesgo que la misma corre atento tener sus flujos de caja y activos como garantía de la deuda a pagar es demasiado elevado.

Asimismo, no podemos dejar de incorporar dentro de este binomio a la liquidez, por cuanto la misma cumple un rol fundamental debido a que, cuanto menor sea el grado de liquidez de la operación que se busca efectuar, mayor será la rentabilidad que se exija; mientras que, en el caso del riesgo, mientras mayor sea el grado de liquidez, menor será el riesgo que conlleve la operación.

Este último vértice decidimos incorporarlo debido a que no son pocos los casos en los cuales los niveles de liquidez de la target company son bajos debido a la pérdida de clientes o a la falta de activos que permitan hacer frente a la deuda, lo que arrastra a que el nivel de riesgo en la operación aumente considerablemente, poniendo en juego no solo la supervivencia de la target, sino también de los fondos de los inversionistas.

Esto nos demuestra que trazar formulas pétreas en esta operación no garantiza los resultados esperados, con lo cual debe actuarse con cautela y atendiendo a cada uno de los tres elementos tratados en este apartado.

iv.- Ratios de endeudamiento - apalancamiento

Para poder llegar a una hipotética estructura de capital óptima en el caso concreto, conociendo la dificultad que esto conlleva, debemos tener en cuenta entre los aspectos que fueron pertinentemente mencionados a los ratios de endeudamiento de una empresa, los cuales permiten conocer el porcentaje de deuda que maneja la misma en relación al capital o activos que posee.

De esta forma, siguiendo a Guillermo Dumrauf (2010, p.61), podemos observar que la fórmula para el cálculo del endeudamiento de una empresa puede graficarse de la siguiente manera:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO SOBRE ACTIVO TOTAL} = \frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{ACTIVO TOTAL}}$$

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO SOBRE P.N} = \frac{\text{PASIVO TOTAL}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

En este apartado, a partir del resultado que obtengamos, podremos determinar el grado de endeudamiento que posee la empresa en relación al Patrimonio Neto o al Activo Total de la misma. Sumado a ello, creemos oportuno resaltar lo referido por el propio Dumrauf cuando nos dice que:

“No hay una medida estándar del índice de endeudamiento que funcione bien para todas las compañías. Las compañías que logran mantener rendimientos muy estables podrían tener un alto endeudamiento sin que esa situación resultara peligrosa. En principio, las empresas que tienen resultados operativos muy variables, deberían observar ratios de endeudamiento más bajos, aunque la investigación empírica ha sido contradictoria en este punto”. (Dumrauf, 2010, p.62)

Seguidamente, el autor referencia que:

“Uno de los principales límites de este índice es que generalmente se lo calcula a partir de valores contables. Hacerlo contra valores de mercado es más representativo, pues de esa forma se compara la deuda con el precio que los inversores están dispuestos a pagar por los activos o las acciones” (Dumrauf, 2010, p. 62)

A partir de lo expresado supra, puede observarse como no existe una única línea homogénea a seguir para determinar si el grado de endeudamiento que posee la empresa es el correcto o no, sino que es algo que debe analizarse en el caso concreto, tomando en consideración todas las variables que se exponen en el presente trabajo, las cuales otorgarán una mayor fiabilidad al momento de analizar el resultado obtenido.

iv.i.- Coeficiente de endeudamiento a corto y largo plazo

El tratamiento separado de este tema, el cual presenta una estrecha vinculación con el apartado anterior, tiene su razón de ser en la circunstancia de que no todas las deudas que son contraídas

por las empresas presentan un vencimiento idéntico, lo cual conlleva que deba distinguirse entre aquellas contraídas en el corto plazo respecto a las pactadas en el largo plazo.

Las fórmulas utilizadas en este punto se obtienen por derivación de la utilizada precedentemente, debiendo en el caso concreto diferenciarse el Pasivo Corriente (comprensivo de las obligaciones y deudas que posee la empresa en el corto plazo) del Pasivo No Corriente (comprensivo de las obligaciones y deudas que posee la empresa en el largo plazo). En este sentido, la fórmula para el caso de deuda con vencimiento en el corto plazo es:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO A CORTO PLAZO} = \frac{\text{PASIVO CORRIENTE}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

Por su parte, en el supuesto de deuda con vencimiento en el largo plazo, la fórmula queda graficada de la siguiente forma:

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO A LARGO PLAZO} = \frac{\text{PASIVO NO CORRIENTE}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

Estos cálculos son importantes para cualquier empresa debido a que, mientras mayor sea la cantidad de deuda contraída cuyo vencimiento sea en el corto plazo, mayor será la probabilidad de no poder hacer frente a la misma en términos generales, lo que puede afectar de manera drástica en la solvencia de la empresa, haciéndola dependiente de la financiación externa de manera permanente, evitando que cuente con la autonomía financiera necesaria para maniobrar de acuerdo a sus negocios.

En este sentido, se estima óptimo que la mayoría de las deudas de la empresa tengan un vencimiento en el largo plazo, tratando de que el pasivo corriente como máximo no supere el 30-40% del patrimonio neto. De manera consonante, el porcentaje de deudas contraídas en el largo plazo puede ser más flexible, llegando al 50-60% del patrimonio neto, no obstante lo cual, se recomienda poner límites certeros que determinen que la existencia de dichos porcentajes no afectarán en la operatoria diaria de la empresa.

Teniendo en cuenta todo lo expuesto hasta el momento, podemos decir que no son pocos los aspectos a estudiar al momento de considerar recurrir al endeudamiento como método de financiamiento. Los riesgos que se asumen pueden exceder ampliamente los beneficios si no se utilizan correctamente los ratios, ya que los mismos actúan como parámetros dentro de los cuales es necesario que se maneje una empresa.

Establecer una combinación óptima entre recursos propios y financiamiento externo requiere de un minucioso proceso de investigación y estudio que permita otorgar viabilidad a la actividad empresarial en el caso concreto.

Es por ello que, atento encontrarse especificados en el presente capítulo la multiplicidad de factores que se relacionan o componen el apalancamiento, podremos seguidamente analizar la puesta en ejecución del mismo en la actividad empresarial.

v.- Conclusión Parcial

A partir de lo aquí reseñado, podemos comprender por una parte la relevancia técnica, teórica y práctica que posee la Estructura de Capital dentro del proceso de compras apalancadas. Si bien puede optarse por distintas alternativas a los fines de determinar cuál es el camino óptimo para lograr un resultado positivo, es importante destacar que hay múltiples aspectos a tener en cuenta.

En este sentido, debemos otorgar relevancia no solo al apalancamiento financiero considerado en sí mismo como elemento esencial de las compras apalancadas, sino también a la estrecha relación que el mismo posee con la rentabilidad pretendida, el riesgo por asumir y el período temporal de proyección.

Esto es algo que debe ser tenido especialmente en consideración cuando se utilizan los métodos o fórmulas aquí descriptos, por cuanto no existen criterios únicos aplicables a todos los casos que pueden acaecer en la realidad, sino ante todo una multiplicidad de variables que nos permitirán comprender en el caso concreto que es lo mejor para la operación que pretendemos llevar a cabo.

Mediante el presente capítulo se pretendía conferir al lector un análisis financiero de las compras apalancadas que actuara como soporte de los próximos capítulos, entendiendo, como se dijera oportunamente, que este mecanismo requiere de un estudio e investigación integrado desde diversas materias para su mejor comprensión.

CAPITULO III: Plan de negocio empresarial

i.- Introducción

A los fines de poder lograr la conectividad necesaria entre los diversos capítulos del presente trabajo, creemos conveniente ahora centrarnos en lo que refiere al Plan de Negocios que debe elaborar una empresa de manera genérica para su funcionamiento, y, en particular, para el caso que nos toca tratar.

Es por ello que estimamos oportuno delimitar el marco conceptual, los elementos dirimientes y la importancia que posee el Plan de Negocios, así como determinar la estrecha vinculación que posee el mismo con la Estructura de Capital escogida por la empresa, el grado de apalancamiento utilizado y el contexto económico y político donde se aplicará.

Sumado a ello, en complemento con lo analizado en el capítulo anterior, procederemos a determinar la importancia que posee el análisis económico empresarial dentro de la operación de compra apalancada, lo que nos llevará a estudiar los diversos métodos de valuación de empresas que puedan ser consideradas como target u objetivo, así como los ratios o variables que mayor importancia tienen dentro de una entidad determinada.

Estos últimos son quienes actúan como ejes dentro de la operatividad de la empresa de LBO y la target company, exponiendo los aciertos y errores que pudieren haberse producido, así como también indican el estado patrimonial que las mismas poseen a los fines de que pueda ejecutarse la compra apalancada.

ii.- Nociones Elementales

ii.i.- Relevancia técnica y encuadramiento

Desde el inicio de la presente investigación, siempre se tuvo en consideración y se colocó en un lugar esencial y primordial el tratamiento del plan de negocios como pilar fundamental en la puesta en funcionamiento de una empresa. Todos somos en mayor o menor medida conscientes de que es

cuasi imposible o, al menos harto complejo, hoy en día iniciar un proyecto de cualquier índole sin tener una mínima noción o conocimiento del marco económico, jurídico, social y político dentro del cual se quiere operar.

En este sentido, es importante entender las implicancias que tienen cada una de estas facetas en el plan de negocios de una empresa. En el inicio, debemos centrarnos en lo que como abogados requiere una mayor atención, que es el encuadramiento jurídico que se le pretende otorgar a nuestro plan, así como también el análisis de los principales plexos normativos que pueden afectar el desenvolvimiento diario de la empresa. Es por ello que, el nivel de seguridad jurídica que posea un país, así como el grado de facilidad o complejidad con que puede habilitarse el ejercicio de la actividad empresarial, constituyen elementos relevantes.

Bien es sabido, en este sentido, que los antecedentes históricos en nuestro país muchas veces no favorecen en lo que refiere al grado de certeza jurídica que requieren las relaciones mercantiles, así como a la protección del derecho a la propiedad como parte esencial de nuestro plexo constitucional.

No han sido pocos los casos en este sentido en los cuales el Estado, en sus diversas variantes y múltiples reparticiones, ha avasallado los derechos tanto de las personas físicas como jurídicas, excediendo su nivel de actuación más allá de los marcos y límites que impone la propia Constitución Nacional, justificando su actuación en la “emergencia” que en ese momento tenga vigencia.

La falta en algunos casos y, el incorrecto funcionamiento en otros del sistema de balanceo y control entre los diversos poderes, en especial en la actuación del Poder Ejecutivo, ha conllevado que se atente contra derechos básicos de las personas que, una vez acabada la emergencia que “permitiere” ese avasallamiento, no son recuperados en su totalidad.

Sumado a ello, y pese a los avances que se lograron en los últimos años, no son pocos los supuestos en los cuales las propias trabas burocráticas impiden la constitución y formación de empresas con celeridad, distorsionando el marco legal que permita conferir crecimiento y potencial desarrollo a las pequeñas y medianas empresas que pueden presentar mejoras innovadoras para el mercado y la sociedad.

Es por ello que, en este punto, se puede observar en muchos casos la excesiva existencia de normativa que en cierta medida dificulta u obstruye el normal funcionamiento del tráfico mercantil, lo cual se encuentra acompañado de una cada vez mayor burocracia estatal que en muchas ocasiones no otorga alivios al problema, sino que los agrava.

De la misma forma, los análisis coyunturales en materia económica resultan de suma importancia, entendiendo que tal y como se expresara al inicio del presente trabajo, hay una alta probabilidad de que las condiciones en las cuales se quiere emprender en nuestro país sean diametralmente opuestas a aquellas que se encuentran en los países desarrollados, o que al menos cuentan con un grado de estabilidad macroeconómico mínimo.

Pensar en iniciar un proyecto o negocio en Argentina conlleva que no se pueda contar con la certeza de lo que puede llegar a ocurrir en un plazo de seis meses, lo cual quita cualquier tipo de credibilidad a las proyecciones de inversión o de mercado que se efectúen a futuro, entendiendo que desde hace varias décadas nuestras crisis son cíclicas.

Periodos de recesión, alta inflación, emisión monetaria descontrolada, controles de capitales, aranceles a las exportaciones e importaciones, déficit fiscal desmesurado, congelamiento y

controles de precios, alta presión impositiva, entre otros, son algunas de las causales de porque en muchos casos las personas prefieren no poner en ejecución su plan de negocios en nuestro país.

Como ejemplo de esto puede mencionarse el informe elaborado por Data Driven Argentina (2019) para el sector de Industriales Pymes Argentinos (IPA), mediante el cual se da a conocer que nuestro país se encuentra como segundo en el escalafón de naciones que aplican una mayor carga impositiva sobre la producción de las empresas. En este sentido, establecen que la presión fiscal es del 106% respecto a la ganancia neta de una pyme. Entendiendo que el presente informe y los datos que proporciona el Banco Mundial pertenecen al año 2019, podemos decir que nuestro país no solo excede ampliamente la presión fiscal promedio fijada por la OCDE, sino que también se encuentra muchos escalones por encima de los países desarrollados y las naciones de Latinoamérica que presentan ciertos sesgos de estabilidad macroeconómica.

Es ante esto, que las crisis cíclicas y la ausencia de modelos económicos por parte de los gobiernos de todos los tintes políticos en nuestro país desde hace décadas impiden que las personas y las empresas puedan realizar alguna proyección que les permita tener un mínimo de certeza.

Siendo consecuentes con lo hasta aquí expresado, debemos decir que a las cuestiones de índole jurídica y económica deben sumarse necesariamente las políticas. Esto se menciona entendiendo que no son pocos los casos en los cuales los vaivenes que presenta la realidad de nuestro país están íntimamente relacionados con las decisiones que toman los gobiernos de turno, con la ausencia de planes económicos, así como también con la falta de continuidad de aquellos que se iniciaron por diferencias ideológicas, lo cual conlleva que las personas y empresas se encuentren ante un alto grado de incertidumbre en sus negocios.

Pese a las aclaraciones efectuadas, las cuales serían motivo de un trabajo aparte conforme la necesidad de profundidad y estudio que requiriera el tema, creemos conveniente expresar que las cuestiones económicas no son las únicas que deben ser tenidas en cuenta al momento de poner en marcha un plan de negocios.

De esta forma, se requiere de múltiples facetas de estudio y preparación, como son la política comercial y de mercado, pautas de marketing y publicidad, análisis de la competencia, posicionamiento y concentración en el sector, estrategias de producción y/o prestación de servicios, entre otras tantas.

Una vez explicitado lo antedicho, estimamos oportuno acercar la conceptualización de plan de negocios dada por Longenecker, Moore, Petty y Palich, quienes entienden por tal al *“Documento en el que se expone la idea básica para la iniciativa de negocios y que incluye descripciones de dónde se encuentra usted ahora, hacia dónde desea ir y cómo pretende llegar allí”* (Longenecker, Moore, Petty, Palich, 2010, p.151). Asimismo, seguidamente exponen para mayor ahondamiento que:

“Un plan de negocios se utiliza para proporcionar una declaración de las metas y estrategias que utilizarán las personas al interior de la empresa y ayudar al desarrollo de relaciones con personas externas a la empresa (inversionistas y otros) que podrían ayudar a la empresa a alcanzar sus metas” (Longenecker, Moore, Petty, Palich, 2010, p.151).

Es en este sentido, que resulta importante atender a la multiplicidad de facetas que implica poner en marcha un plan de negocios para cualquier proyecto que desee llevar a cabo una persona física o jurídica, entendiendo que en nuestro caso particular el mismo resulta esencial y es uno de los elementos clave que permitirá o no la ejecución de la compra apalancada.

Sumado a ello, y conforme se verá en la parte referente a valuación de empresas, es importante destacar que en el caso del leveraged buyout, el plan de negocios debe contemplar no solo la forma de adquisición de la empresa con su consecuente continuación en la explotación destinada a la creación de valor, sino también la forma de salida una vez que se haya llegado al horizonte de inversión estipulado por la empresa de leveraged buyout.

Es por ello que, dentro del marco general del funcionamiento de las empresas, y en particular de las adquisiciones apalancadas, la elaboración de los planes de negocios y su posterior ejecución resultan de suma importancia, llegando al punto de determinar la conveniencia de su ejecutoriedad.

ii.ii.- Conectividad con el apalancamiento financiero

Lógicamente, y como era de esperar, la vinculación entre ambos términos conforme lo que venimos expresando hasta el momento es íntima, entendiéndose que siempre existe la posibilidad de apalancar los recursos y activos con los que dispone la empresa a fin de poder apuntar a una mayor creación de valor en los mismos.

Determinar el grado en que se va a apalancar la empresa adquirida, teniendo en cuenta el margen de ganancias que es necesario obtener para hacer frente al endeudamiento contraído, así como los niveles a los cuales pueda llegar este, es una de las cuestiones de mayor relevancia a tener en cuenta en el plan de negocios.

No contentándonos con esto, entendemos que otro de los elementos que cumplen una función impostergable en este análisis son los ratios financieros, los cuales otorgan una pauta actualizada del lugar en donde se encuentra ubicada la empresa, analizando sus estados contables y financieros, así como sus márgenes de rendimiento y costos por afrontar.

Pensar de alguna forma en la posibilidad de ejecutar un plan de negocios o, incluso apalancar el mismo bajo cualquier grado de endeudamiento sin recurrir a la utilización de los ratios correspondientes, es algo que resulta impensado en la actualidad, debido a que los mismos son el eje que permite a cualquier empresa entender donde se encuentra parada y cuáles son las medidas que debe tomar para continuar o cambiar el camino elegido. Pensar en recurrir a un plan de negocios estático e impoluto, que no sufra modificación alguna, resulta difícil de creer.

Es por ello que, en los siguientes apartados, se buscará poner en conocimiento del lector cuales son los principales ratios utilizados en el actuar de las empresas, los cuales actúan como brújulas en su devenir diario.

ii.ii.i.- Ratio de Solvencia

En lo que respecta a este ratio, podemos decir que el mismo es el que presenta una mayor proximidad con el tema principal de nuestra investigación, entendiéndose que mediante su utilización se puede tomar conocimiento no solo del nivel de endeudamiento, sino ante todo, de la capacidad de hacer frente al mismo que tiene la empresa.

El nombre mismo nos indica el contenido del ratio, entendiéndose por tal la capacidad de pago que tiene una determinada empresa respecto a los vencimientos de sus obligaciones en el largo plazo. En este sentido, Wild, Subramanyam y Halsey nos dicen que la solvencia *“...se refiere a la viabilidad financiera a largo plazo de una compañía y su capacidad de cubrir sus obligaciones en el largo plazo. Todas las actividades comerciales de una compañía (financiamiento, inversión y operación) afectan la solvencia de la misma”* (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, p. 500).

En este sentido, es preciso que a los fines de conocer con precisión el presente ratio, se tengan en cuenta todos los componentes tanto del activo como del pasivo de la empresa, teniendo en consideración que los mismos determinarán el grado de solvencia que pueda tener la misma. Es por ello que, en este sentido, podemos graficar la fórmula del mismo de las siguientes formas:

$$\text{RATIO DE SOLVENCIA} = \frac{\text{ACTIVO}}{\text{PASIVO}}$$

$$\text{RATIO DE SOLVENCIA} = \frac{\text{ACTIVO CORRIENTE} + \text{ACTIVO NO CORRIENTE}}{\text{PASIVO CORRIENTE} + \text{PASIVO NO CORRIENTE}}$$

A partir de esta fórmula, se busca conocer la capacidad que tiene la empresa de adquirir en el mediano y largo plazo, teniendo en cuenta que se toman tanto los activos y pasivos con vigencia o vencimiento en el ejercicio en curso, como así también aquellos que resultaren posteriores al mismo.

En el caso particular, y analizando a la target company, se debe procurar que sus niveles de endeudamiento sean mínimos, con una capacidad de pago sólida a partir de la existencia concreta de activos que puedan ser liquidados eventualmente, así como flujos de caja estables o con sentido creciente. A fin de poder conocer el grado de solvencia, es preciso atenerse a los resultados que pueda arrojar la fórmula reproducida anteriormente, conforme se observa a continuación.

Respecto al resultado que arroje el presente indicador, los especialistas toman como referencia el número 1,5. Con esto, para el caso de que el resultado sea mayor a este número, la empresa es solvente; mientras que si es igual al mismo podríamos decir que su grado de solvencia es equilibrado; siendo su situación delicada para el caso de que el cociente sea inferior a 1,5.

Sumado a ello, se considera que, si el resultado es inferior a 1, la empresa se encuentra en situación de insolvencia, lo cual derivaría en posible sometimiento a concurso preventivo o eventual quiebra. Puede a su vez darse el caso de que el resultado sea negativo, situación particular que demostraría que la capitalización de la empresa en cuestión ha desaparecido como consecuencia de las pérdidas que sufrió, entendiéndose que la mayor parte del activo, si no es su totalidad, estuvo conformado por financiamiento y recursos externos.

Desde el inicio el lector comprenderá que la única condición que puede revestir la target para la operación que tratamos es la de una empresa solvente, cuyo coeficiente sea superior a 1,5; entendiéndose que los altos grados de apalancamiento pueden conllevar a que, incluso en caso de estar equilibrada, dicha condición se erosione rápidamente.

Más allá de la cuestión numérica, Fowler Newton es claro al tratar el presente ratio, por cuanto de manera sencilla expresa que, cuanto más alto sea el resultado, más solvente se presume al emisor de estados contables. A su vez, aclara con total lógica, que el cálculo del índice no tendría sentido si el patrimonio de la empresa fuera negativo, supuesto en el cual el ente sería claramente insolvente (Fowler Newton, 2002, p.108).

Asimismo, el autor es claro cuando nos dice que el análisis de solvencia interesa:

“a) a los acreedores (actuales o potenciales del EEF) ya que cuanto más solvente sea este menor será, para ellos, el riesgo de sufrir pérdidas por no cobrar su crédito en tiempo y forma (el “riesgo de crédito” o “riesgo crediticio”; b) a los propietarios (actuales o potenciales) de la misma entidad porque la insolvencia de ésta puede provocar la desvalorización de sus títulos de patrimonio” (Fowler Newton, 2021, p.148).

Por último, creemos conveniente resaltar que los grados de solvencia de las empresas varían muchas veces no solo entre empresas de distinto sector, entendiendo que algunos requieren mayores grados que otros, sino también dentro de cada uno, atendiendo a las múltiples actividades que comprenden, lo cual es necesario analizar en cada caso concreto a fin de no generar falsas expectativas a partir de los cálculos efectuados.

ii.ii.ii.- Ratio de Liquidez

Creemos oportuno iniciar el análisis del presente ratio con la conceptualización que efectúan Wild, Subramanyam y Halsey de la liquidez, al decir que es:

“... la capacidad de convertir activos en efectivo, o de obtener efectivo para cumplir con las obligaciones a corto plazo. De manera convencional, el corto plazo se considera como un periodo de hasta un año, aunque se le identifica con el ciclo normal de operación de una compañía (el periodo que abarca el ciclo de compra, producción, venta y cobranza). La importancia de la liquidez se aprecia mejor si se piensa en las repercusiones que conlleva la incapacidad de una empresa de cumplir con las obligaciones a corto plazo. La liquidez es cuestión de grado”. (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, p. 500)

Asimismo, los autores seguidamente exponen que *“Esto puede provocar la venta forzada de inversiones y otros activos a precios reducidos y, en su forma más grave, la insolvencia y la quiebra”* (Wild, Subramanyam, Halsey, 2007, p.501).

Si bien toda empresa busca llevar este ratio de manera conjunta con el de solvencia en términos equilibrados, es probable que en ciertos casos no exista correlatividad o consonancia entre los mismos, pudiendo darse el caso de una alta liquidez, pero baja solvencia; así como también una elevada capacidad de solvencia, pero sin contar con activos líquidos.

Es en base a esto, que entendemos que para nuestro supuesto la target debe contar con un alto grado de liquidez que permita convertir en efectivo a la mayoría de los bienes con los que cuenta, siempre teniendo en consideración los números propios del activo y pasivo corrientes. Esto último nos permitirá calcular el presente ratio a partir de la siguiente fórmula, conforme nos indica Miguel Díaz Llanes (2010, p.134):

$$\text{RATIO DE LIQUIDEZ} = \frac{\text{ACTIVO CORRIENTE}}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$$

A partir de esto, se entiende que los niveles óptimos del ratio de liquidez son aquellos cercanos a 1 o iguales a dicho número. Para el supuesto de que sea superior a dicha cifra, nos encontramos con una empresa cuyos activos son superiores al pasivo, no obstante lo cual, si la cifra se aleja en demasía podemos estar ante un supuesto de activos que no están siendo debidamente explotados.

Por otro lado, cuando es inferior a 1, estamos ante un caso de falta de liquidez, lo que conlleva la dificultad o imposibilidad de la empresa de hacer frente a los vencimientos que acaecerán en el corto plazo.

Tal y como se expresara para el ratio de solvencia, los parámetros deben ser tomados teniendo en cuenta el sector y rubro empresario, no obstante lo cual, en nuestro caso, y bajo todos los supuestos, es necesario que el ratio de liquidez sea superior a 1, pero sin extenderse considerablemente, por cuanto perjudicaría al flujo de caja futuro de la target.

ii.ii.iii.- Ratio de Tesorería

En lo que refiere a este ratio, creemos oportuno traer a colación lo referido por Juez Martuel y Martín Molina, quienes nos dicen que el mismo *“Indica la capacidad de la sociedad para hacer frente a sus compromisos de pago a muy corto plazo”* (Martuel, Molina, 2007, p.220). Asimismo, los autores mencionan que:

“Aquí se tienen en cuenta solo las partidas que o son dinero (tesorería) o son rápidamente convertibles en dinero y las partidas que representan los derechos de cobro y no se tienen en cuenta ni las existencias ni los gastos anticipados (ajustes de periodificación). Este ratio recibe también el nombre de <<prueba del ácido>> o <<acid test>>” (Martuel, Molina, 2007, p.220)

A los fines de una mayor comprensión, podemos decir que la formula del mismo queda representada de la siguiente manera:

$$\text{RATIO DE TESORERIA} = \frac{\text{ACTIVO DISPONIBLE} + \text{EXIGIBLE}}{\text{PASIVO EXIGIBLE A CORTO PLAZO}}$$

El mismo también es denominado ratio de liquidez en primer grado, por cuanto permite saber la cantidad de ingresos líquidos con los que se cuenta, así como también aquellos que se pueden obtener en un muy corto plazo, lo que permite conocer la capacidad de pago para los vencimientos que ocurran en dichos lapsos temporales.

Esto es importante entendiendo que las empresas, al contraer obligaciones o deudas, no lo realizan en un idéntico plazo, sino que, muy por el contrario, se encuentran expuestas a múltiples vencimientos, lo cual requiere de la utilización del presente ratio para poder conocer con exactitud la magnitud de los mismos.

De esta forma, solo se tienen en cuenta los activos totalmente líquidos o de mayor liquidez, entre los cuales encontramos el efectivo, las partidas o cuentas por cobrar y las inversiones en el corto plazo, dejando de lado al inventario atento entender que el mismo presenta una composición múltiple que hace imposible discriminar cada componente para el caso concreto. Por último, los autores entienden que:

“En términos generales, se considera que el valor de ese ratio ha de ser próximo a 1. De ser así, la empresa tendrá más posibilidades de atender sus deudas a corto plazo. Si este ratio es muy superior a 1, indica la posibilidad de que tenga un exceso de activos líquidos y por tanto se esté perdiendo rentabilidad de los mismos. Por ejemplo, si una empresa presenta un ratio de solvencia igual a 2, que es correcto, y un ratio de tesorería de 0,3, significa que

la compañía tiene un exceso de existencia y le falta exigible y disponible” (Martel, Martín Molina, 2007, p.220).

ii.ii.iv.- Fondo de Maniobra

En estrecha vinculación con los anteriores, el presente ratio busca determinar la naturaleza de los recursos que componen el activo corriente, para poder dilucidar cuáles de los mismos poseen carácter permanente, lo cual permitirá analizar la parte del activo corriente que se encuentra financiada con pasivo no corriente. En este sentido, Oriol Amat nos dice que:

“Otro indicador útil es el fondo de maniobra (diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes). En la medida que el fondo de maniobra es más elevado, la empresa dispone de más solvencia para atender a sus deudas a corto plazo. Pero, por otro lado, un fondo de maniobra elevado supone unas necesidades de financiación de los activos corrientes superiores y no cubiertas por los proveedores” (Amat Salas, 2017, p.14).

Asimismo, creemos oportuno mencionar lo referido por el autor supra referido cuando nos dice que:

“El fondo de maniobra que la empresa tiene realmente se puede obtener del último balance de situación y se calcula restando el pasivo corriente al activo corriente. En cambio, las necesidades de fondo de maniobra es lo que realmente necesita la empresa para financiar su explotación. Si el fondo de maniobra real es menor que las necesidades de fondo de maniobra, hay un déficit de fondo de maniobra y deberá buscarse financiación adicional. En caso contrario, existe un superávit de fondo de maniobra. Cuando hay déficit de fondo de maniobra hay que acelerar el cobro de los activos corrientes o retrasar el pago de los pasivos corrientes. Otra opción es aumentar la financiación a largo plazo de la empresa. En caso de que la situación sea la contraria y haya un exceso de fondo de maniobra habrá que considerar rentabilizar al máximo la inversión en activo corriente y reducir los capitales permanentes” (Amat Salas, 2008, p.77).

A partir de ello, su cálculo se puede plasmar de la siguiente manera:

$$\text{FONDO DE MANIOBRA} = \text{ACTIVO CORRIENTE} - \text{PASIVO CORRIENTE}$$

De esta forma, cuando el ratio de fondo de maniobra es superior a 0, el mismo es positivo, lo que se explica a partir de una mayor capacidad de la empresa de hacer frente a sus obligaciones cuyos vencimientos son próximos, lo cual se logra a partir de que el activo circulante es superior al exigible. Para el caso de que sea inferior a 0, entendemos que la empresa se encuentra en la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos, lo cual conllevará una necesaria cesación de pagos, siendo el activo circulante inferior al exigible.

Por último, el resultado puede ser nulo cuando sea igual a 0, caso en el cual el activo circulante sea igual al exigible, lo que puede acarrear una mayor exposición al riesgo para el caso de que la empresa no pueda hacer efectivos los cobros pendientes que le permitirían cubrir sus compromisos.

iii.- Análisis del Plan de Negocios

iii.i.- Aplicabilidad al Leveraged Buyout - Perspectivas en la proyección

En este punto, creemos oportuno entender la función que ha de cumplir la target company al tener que elaborar un plan de negocios que permita captar no solo la atención de las firmas de

private equity, sino también que resulte viable en el mediano y largo plazo. A diferencia de lo que puede ocurrir con un proyecto empresarial que se tiene en miras iniciar, en el caso del leveraged buyout hablamos de empresas que se encuentran en funcionamiento, ante lo cual el plan debe estar enfocado en dos cuestiones principales, a saber: en primer lugar, las proyecciones de crecimiento y generación de valor por parte de la target y, en segundo lugar, el plan de salida por parte de la empresa de leveraged buyout, así como la continuidad en la explotación de la target.

Es por ello que, en este sentido, las proyecciones requieren de ratios financieros consolidados que permitan a los interesados entender que el plan a adoptar presenta altos grados de viabilidad en su funcionamiento, por cuanto entendemos conforme se analizará en detalle más adelante, que las posibilidades en el marco de las compras apalancadas se dividen entre el crecimiento sostenido de la target con su consecuente aumento de rentabilidad, o la derivación en un grado de insolvencia que termine ocasionando no solo la inminente cesación de pagos de la adquirida, sino probablemente su liquidación en una gran cantidad de casos.

Esto es lo que debe analizarse y a su vez plasmarse en cada plan de negocios, entendiendo que si la operación es realizada con éxito, una vez cumplimentado el horizonte de inversión por parte de la empresa de leveraged buyout, lo que se hará es o bien vender la target a quien demuestre interés en su adquisición, ya sea una empresa, grupo empresario u otro fondo de private equity; lograr el ingreso de la misma en el mercado de capitales a partir de su cotización en bolsa o, por último, la continuación de su explotación por parte de los propios directivos de la firma según fuere el caso.

Pese a ello, para el caso de que las proyecciones efectuadas no se condigan con la realidad, ya sea por una falla en los cálculos efectuados, incorrecto control del due dilligence, o acontecimiento de circunstancias macroeconómicas adversas de índole extraordinaria, es necesario que el propio plan de negocios contenga una mínima previsibilidad sobre la forma y conveniencia con la cual atender a estas cuestiones, entendiendo que la prioridad en dichos casos es la conservación de la empresa y de los puestos de trabajo.

Es con esto que pretendemos remarcar la importancia que presenta la elaboración de un plan de negocios que resulte fiable y verosímil para el caso concreto, así como también que el mismo posteriormente encuentre respaldo en la actividad diaria de la target, todo lo cual debe ir acompañado por los diversos indicadores que fueron mencionados hasta el momento.

iv.- Análisis económico empresarial

iv.i.- Valuación de Empresas

Entender cómo operan las empresas en el devenir diario, así como poder comprender cuales son las principales aristas que deben ser tenidas en cuenta al momento de poner en marcha las mismas, es una de las cuestiones de mayor complejidad a dilucidar para quienes realizan proyecciones de su funcionamiento y desenvolvimiento.

Asumir que las empresas no se encuentran aisladas a los múltiples cambios que se producen tanto a nivel nacional como internacional nos permite tomar noción de que los análisis que deben efectuarse en las mismas son diarios.

En respuesta a esto, y a fin de conocer el marco estructural y operativo de estas, en muchas ocasiones se debe recurrir a diversos métodos que permitan medir el valor que poseen, cada uno de los cuales encuentra fundamento en aspectos diferentes y relevantes, como se verá seguidamente.

Al día de hoy, son complejas las estimaciones de las valoraciones que pueden efectuarse de las empresas, entendiendo que muchas veces las mismas no están determinadas por la cantidad de activos tangibles o tamaño que posean, sino ante todo por la continua innovación y mejora respecto a factores intangibles, como sucede en el caso de las empresas tecnológicas y la inteligencia artificial.

El continuo avance en campos disruptivos que implican un paso hacia adelante en materias cuyo ámbito de explotación es extenso, conlleva que las mismas puedan desarrollarse y ampliar su capacidad de actuación, y consecuentemente su valoración.

Este ejemplo, que puede verse plasmado en el valor que tienen dichas compañías a partir de su capitalización bursátil, es lo que permite comprender que para cada caso particular es necesario realizar una valuación minuciosa y detallada.

De esta forma, no solo debemos entender que cada empresa debe tener una valuación acorde a su marco de actuación y el sector en el que se desempeña, el cual muchas veces es probable que no coincida con el de otras, sino que también debe analizarse para cada una cual es el motivo que conlleva la valuación en sí misma, por cuanto esta puede realizarse a fin de vender la empresa, de procurar una fusión, para salir a cotizar en el mercado, para lograr su liquidación, para su presentación en concurso preventivo, entre otras posibilidades.

Es por ello que, a través del presente, buscamos determinar los principales métodos de valorar a una empresa, sea que la misma se encuentre o no apalancada, entendiendo que las situaciones en estos casos no son semejantes. En consonancia con esto, podremos dilucidar que los métodos a tener en cuenta para efectuar las mismas tienen en cuenta aspectos diversos, entre los cuales se destacan los que mencionaremos a partir del siguiente apartado.

iv.i.i.- Basadas en el Balance

Como su propio nombre lo indica, el método se basa en el análisis exhaustivo de los balances de las empresas a valorar, en nuestro caso los de la target; todo lo cual a su vez puede plantear diversas variantes de acuerdo al camino que se siga o al procedimiento propiamente dicho que se utilice.

Conforme nos indica Pablo Fernández, estos métodos:

“Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tienen en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables” (Fernández, 2001, p.25).

En este sentido, uno de los sistemas más comunes es el del **Valor Contable**, el cual toma en consideración el activo y pasivo de la empresa, pudiendo efectuarse a su vez dicho cálculo sobre las acciones de la misma, en cuyo caso se tomará en cuenta además del patrimonio neto, la cantidad de acciones en circulación. De esta forma nos encontramos con las siguientes fórmulas:

$$VC = \text{ACTIVO} - \text{PASIVO}$$

$$VC = \text{PATRIMONIO NETO}$$

$$\text{ACCIONES}$$

En este punto, creemos conveniente exponer lo expuesto por Fernández cuando nos dice que *“Este valor presenta el defecto de su propio criterio de definición: los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y difieren de criterios de mercado, de modo que prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor de mercado”* (Fernández, 2001, p.26).

A partir de ello, creemos importante mencionar que se debe diferenciar entre el valor contable y valor de mercado de una acción o empresa, entendiendo que para el caso de empresas que no cotizan en la bolsa, el tener un valor contable elevado está directamente relacionado con un mayor nivel de ingresos y rentabilidad obtenidos por parte de la misma, algo que se encuentra expuesto en su balance.

Por otra parte, para el supuesto de empresas que cotizan en bolsa, el valor contable muchas veces dista considerablemente del valor de mercado, debido a que sobre este último repercuten factores que son ajenos a los balances de la empresa y que pueden conllevar que la capitalización de mercado de la misma aumente o disminuya conforme la relevancia y efectos que los mismos tengan sobre esta y sus acciones.

Asimismo, como una variante del método anterior que otorgue una mayor precisión en la valuación, podemos mencionar al **Valor Contable Ajustado**, el cual tiene en consideración aspectos que exceden las cuestiones propias del patrimonio neto o puramente contables, conllevando análisis extra societarios de diversas variables que en cierto modo podrían afectar a la empresa. Otro aspecto que considera es la real valoración que se da a los activos de la empresa, los cuales pueden estar infra o supra valorados, lo cual precisa de este método que le permita tener una mayor claridad en las cuentas.

Fernández, en la obra citada y de manera clara, expresa para este método que *“Cuando los valores de los activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado, se obtiene el patrimonio neto ajustado”* (Fernández, 2001, p. 27). De esta forma, su cálculo no varía en gran manera respecto del VC, representándose en la siguiente fórmula:

$$VCA = \text{ACTIVO AJUSTADO} - \text{PASIVO AJUSTADO}$$

La implicancia de este método en nuestro caso se demuestra a partir de las tasaciones que se pueden efectuar sobre los activos y bienes de la empresa a adquirir, cuya real valoración puede no estar demostrada solamente con el valor técnico de los libros contables.

A su vez, las varianzas que pueden darse en aspectos externos a la empresa, como son las facetas relativas a los proveedores o consumidores de la misma, es otra de las aristas a considerar, entendiendo que los flujos de caja presentes y futuros tienen una estrecha vinculación con el grado de funcionamiento de la cadena de pagos y las cobranzas pertinentes.

Sumado a ello, y continuando con las posibilidades que se pueden presentar, nos encontramos con el método que tiene su razón de ser en el **Valor de Liquidación** de la empresa, que es aquel que se presenta en el caso de que desee disolverse la misma o liquidarse el inventario que posee a fin de hacerse con la liquidez necesaria para afrontar los vencimientos de las obligaciones que tiene a su cargo. Es por ello que, en este sentido, nos encontramos con que el cálculo de la misma se puede determinar de la siguiente forma siguiendo al autor supra referido (Fernández, 2001, p. 27), a saber:

$$VL = \text{PATRIMONIO NETO AJUSTADO} - \text{GASTOS DE LIQUIDACION}$$

En este supuesto, entendiendo que la operación de leveraged buyout no se hubiere realizado con éxito, derivándose como consecuencia de ello la insolvencia de la target, debemos comprender que prácticamente en la totalidad de los casos los valores que surjan de las cuantificaciones o

valuaciones efectuadas por expertos contables sobre la misma serán inferiores al reconocido o promediado por el mercado, o al propio valor contable que posea, entendiendo que en estos supuestos las mayores dificultades se encuentran en los altos grados de endeudamiento y déficit de caja que presentan las mismas.

Es por ello que, buscando la debida conexión entre este valor de liquidación y el valor contable plasmado en los balances, o el valor de mercado de la empresa, se puede notar la marcada diferencia entre ambos, diferencia que encuentra su razón de ser principalmente en la falta de continuidad de explotación de la actividad de la misma. Sumado a ello, se debe tener en cuenta que al momento de liquidar la empresa no son tenidos en cuenta en muchos casos sus activos intangibles, lo cual, conectado con lo que expresáramos en su momento respecto a algunas empresas tecnológicas, dificulta la real valoración de la misma.

iv.i.ii.- Basadas en la Cuenta de Resultados

Poder comprender la forma de valuación mediante este método conlleva necesariamente que, en primer lugar, expliquemos cual es la función de la cuenta de resultados, entendiendo por tal aquella que permite conocer las modificaciones que se producen en el patrimonio de una empresa, teniendo en consideración el aumento o disminución tanto de los ingresos como de los egresos durante un determinado periodo o ejercicio.

Como nos refiere el autor seguido en este apartado, las cuentas de resultado *“Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador”* (Fernández, 2001, p.30).

La misma, como tal, cumple una función fundamental atento encontrarse dentro de los cinco estados contables y financieros que toda empresa debe manejar para conocer su situación patrimonial, además del balance de situación, el estado de los flujos de caja, el estado de cambios del patrimonio neto y la memoria.

Es ante esto que, el contenido que la misma refleje, es lo que determinará el grado o no de éxito de la gestión empresarial, teniendo directa vinculación con el valor contable de la firma y la rentabilidad que la misma pretenda obtener según sus políticas financieras y societarias.

Dentro de ella, pueden encontrarse diversos componentes que no solo para nuestro estudio, sino en general, resultan de relevancia, y que tienen que ver con diversos ratios o indicadores que deben ser tenidos en cuenta y analizados al momento de efectuar una inversión.

Ante esto, creemos conveniente mencionar en primer lugar al que es el más conocido, cuya abreviatura es **EBITDA**, correspondiendo dicha sigla a **Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization**. El mismo, es aquel indicador que nos permite conocer el resultado de la explotación y producción de una empresa antes de que se efectúen sobre el las deducciones por gastos financieros, fiscales y monetarios, lo cual implica el análisis de su resultado bruto.

Creemos oportuno referir lo descripto por Bonmati Martínez, quien nos dice que:

“El beneficio contable, que es una medida que habitualmente se ha tenido en cuenta, es en realidad una ficción y puede esconder, en su cálculo, distintas asunciones que distorsionan su utilidad ya que ni refleja el rendimiento operativo (al incluir el coste financiero, que depende de la estructura de financiación de la empresa, o las amortizaciones que dependen del plan de amortización que cada empresa decida o del tipo de equipamientos que requiera), ni es una estimación del cash-flow (ya que las amortizaciones y

depreciaciones son un gasto que no supone desembolso). El Ebitda tiene la ventaja, por lo tanto, de eliminar el sesgo de la estructura financiera, del entorno fiscal (a través de los impuestos) y de los gastos “ficticios” (amortizaciones). De esta forma, permite obtener una idea clara del rendimiento operativo de las empresas, y comparar de una forma más adecuada lo bien o mal que lo hacen distintas empresas o sectores en el ámbito puramente operativo” (Bonmati Martínez, 2012, p.15).

En conjunción con lo antes referido, el autor es claro cuando indica cual es la finalidad propia del EBITDA al mencionar que:

“En términos generales, lo que el Ebitda hace, es determinar las ganancias o la utilidad obtenida por una empresa o proyecto, sin tener en cuenta los gastos financieros, los impuestos y demás gastos contables que no implican salida de dinero en efectivo, como las depreciaciones y las amortizaciones. En otras palabras, el Ebitda nos dice: Hasta aquí el proyecto es rentable y, en adelante, dependerá de su gestión que el proyecto sea viable o no. La principal utilidad que nos presenta el Ebitda, es que nos muestra los resultados de un proyecto sin considerar sus aspectos financieros ni los tributarios, algo que no deja de tener su importancia puesto que estos dos aspectos, se pueden analizar por separado, y que si se pueden manejar o administrar, no deben afectar para nada el desarrollo del proyecto y su resultado final” (Bonmati Martínez, 2012, p. 16).

Por su parte, es interesante destacar que, dentro de la cuenta de resultados, la utilización de este indicador financiero resulta de suma importancia para el caso que nos aqueja, atento a que es necesario no solo conocer los resultados brutos de la target, sino ante todo la capacidad de la misma de hacer frente al grado de apalancamiento que se pretende que soporte. Bien es sabido que, utilizando el mismo, se pueden notar las marcadas diferencias entre los resultados brutos y netos, lo cual en cierto modo condicionará el análisis que efectúen las empresas o fondos de private equity, así como también los inversores que deban fondear a los mismos.

Es determinante el resultado que arroje su cálculo, entendiéndolo que el mismo mide sin lugar a dudas la viabilidad o no de la operación. De este modo, si es positivo, el grado de rentabilidad y soporte de la empresa serán suficientes para hacer frente a las cargas futuras; algo que no ocurriría en caso de que su resultado fuera negativo.

Si bien es importante destacar la importancia que tiene este indicador dentro de las valuaciones empresariales, no podemos dejar de desconocer los riesgos mismos que conlleva su utilización sin el complemento de otros ratios, lo cual puede demostrar en ciertos casos una situación patrimonial y financiera que no es acorde a la realidad de la empresa.

Una variante del EBITDA, si es que puede dársele ese nombre, es el **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**, el cual toma en consideración los mismos factores que el primero, dejando de lado las depreciaciones y amortizaciones; lo cual conlleva que no sea necesario efectuar un mayor análisis, entendiéndolo que entre ambos indicadores siempre se utilizará en nuestro caso el EBITDA por su mayor completitud. En este punto, Eslava refiere que: “*Es el beneficio conseguido por la actividad normal o de explotación de la empresa. Han sido proporcionados por la totalidad de los activos y debe ser, por tanto, distribuido entre estos*” (Eslava, 2008, p.58). Asimismo, el autor continúa exponiendo que: “*...en este nivel se incluyen entre la totalidad de los gastos operativos los correspondientes a las dotaciones para amortización y las provisiones por los deterioros de los activos, pero sin embargo no se incluyen los gastos financieros o intereses*” (Eslava, 2008, p.58).

A los fines prácticos, el cálculo de los mentados indicadores puede efectuarse a partir de las siguientes fórmulas:

$$\text{EBITDA} = \text{UTILIDAD NETA} + \text{INTERESES} + \text{IMPUESTOS} + \text{DEPRECIACION} + \text{AMORTIZACION}$$

$$\text{EBITDA} = \text{UTILIDAD DE OPERACIÓN} + \text{DEPRECIACION} + \text{AMORTIZACION}$$

$$\text{EBIT} = \text{INGRESOS} - \text{COSTOS DE LOS BIENES VENDIDOS} - \text{GASTOS OPERATIVOS}$$

Por último, otro de los indicadores que pueden ser tenidos en cuenta es el **PER**, cuyas siglas significan **Price to Earnings Ratio**, el cual, según Hernández Blázquez:

“...es el más común y más completo de los ratios que se emplean en el análisis fundamental. El PER no es otra cosa que el inverso de la rentabilidad de una compañía para sus accionistas (medida como beneficio neto entre el valor de mercado de la empresa). Intuitivamente podríamos decir que el PER mide el número de años que va a tardar un accionista en recuperar su inversión. Sin embargo, esta intuición queda solo como una aproximación. Teóricamente no es del todo correcto debido a que: 1) no tiene en cuenta el valor temporal del dinero, y 2) no se suele distribuir el beneficio neto entero a los accionistas en forma de dividendo” (Hernández Blázquez, 2000, p.167)

Asimismo, entendemos oportuno mencionar que, tal y como indica el autor, *“El PER se utiliza para distinguir entre las compañías cuyos beneficios se pagan <<caros>> y las compañías cuyos beneficios se pagan <<baratos>>”* (Hernández Blázquez, 2000, p. 167).

Es con motivo de esto, que queda clarificada la interpretación que debe hacerse del mentado indicador a los fines de determinar en términos comparativos si la empresa de referencia amerita o no el desembolso de la inversión correspondiente.

Mediante el mismo, lo que se busca es comparar el precio de la acción de una empresa con los beneficios netos otorgados por la misma por cada acción, algo que puede representarse de la siguiente manera, conforme nos indica el autor supra referenciado:

$$\text{PER} = \frac{\text{PRECIO DE ACCION}}{\text{BENEFICIO NETO POR ACCION}}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{CAPITALIZACION BURSATIL}}{\text{BENEFICIO NETO}}$$

Por su parte, Fernández señala que el *“...valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de Price Earnings Ratio)”* (Fernández, 2001, p.30), y que grafica de la siguiente manera:

$$\text{VALOR DE LAS ACCIONES} = \text{PER} \times \text{BENEFICIO}$$

Es importante destacar que este método de valuación se utiliza ante todo en aquellas empresas que cotizan en los mercados de capitales, lo cual permitiría su aplicación en nuestro caso en aquellos supuestos en los que se intente realizar un Public to Private (P2P) por parte de la empresa de leveraged buyout a fin de retirar a la target de dicho listado.

Sumado a ello, y sin dejar de rescatar la importancia que tiene, debemos considerar que el mismo puede presentar dificultades en aquellas empresas que son consideradas cíclicas, con fuertes periodos de crecimiento y de estancamiento, lo cual puede conllevar que los inversores tengan un panorama incompleto de la situación de la misma, por lo que se requiere su complemento con el estudio de los demás datos contables, entendiendo la falta de contenido que en cierta medida puede presentar el indicador por sí solo.

iv.i.iii.- Basadas en el Descuento de Flujos

Tal y como ocurre con los casos anteriores, dentro de este apartado existen diversos métodos de valuación de empresas, siendo que aquí trataremos los que a nuestro entender resultan de una mayor importancia, teniendo en cuenta que los mismos son utilizados en la mayoría de las ocasiones para valorar empresas que tienen capacidad para generar flujos de caja estables.

De esta forma, lo que se busca es, siguiendo a Fernández “...determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero – cash flow- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de los flujos” (Fernández, 2001, p. 39).

Es ante ello que estimamos oportuno mencionar la fórmula que se utiliza, entendiendo que en la actualidad el mismo es uno de los métodos más aplicados para la valuación de empresas, el cual se representa de la siguiente manera:

$$DFC = \sum \frac{FC_t}{(1+r)^n}$$

Pese a que puede presentar una mayor dificultad en su interpretación a simple vista, una vez comprendidos cada uno de sus componentes resulta mucho más ameno su análisis.

Para esto, decimos que “**FCT**” representa los flujos de caja en el período “**t**”; “**r**” es la tasa de descuento a aplicar como consecuencia del costo de capital del proyecto y “**n**” la vida del activo; a cuyo fin en este sentido es importante tener en cuenta el valor residual de la misma en un período determinado.

Es con esto que, en primer lugar, deben determinarse los flujos de caja libres durante un determinado período de tiempo (el que sea aplicable al caso concreto) con su pertinente tasa de descuento que refleje la inversión y la determinación del valor residual en el año que se estime oportuno. A partir de ello, se calculan los descuentos de flujo de caja y de valor residual, resultando de su sumatoria el valor de la empresa.

A su vez, estimamos oportuno expresar que los métodos basados en los flujos de caja revisten la importancia que se mencionó anteriormente, ante todo por la circunstancia de que actúan como base para el cálculo del **Valor Actual Neto (VAN)** y la **Tasa Interna de Retorno (TIR)**, los cuales resultan fundamentales en el análisis de la viabilidad de cada proyecto. Esto es así debido a que determinan el plazo dentro del cual podrá recuperarse el monto inicial de inversión, lo que en nuestro caso resulta crucial.

Guillermo Dumrauf define el VAN como “...el valor que resulta de la diferencia entre el valor presente de los futuros ingresos netos esperados (son descontados a una tasa *k* que representa el costo de oportunidad del capital) y el desembolso inicial de la inversión” (Dumrauf, 2010, p. 314). Por su parte, seguidamente a la TIR la define como “...aquella tasa que descuenta el valor de los

“futuros ingresos netos esperados, igualándolos con el desembolso inicial de la inversión” (Dumrauf, 2010, p. 318).

A los fines prácticos, estimamos oportuno mencionar que la principal diferencia entre VAN y TIR radica en que la primera nos mide la rentabilidad en términos absolutos, mientras que la segunda lo hace en términos relativos. En este sentido, Guillermo Dumrauf nos dice que:

“...si bien ambos utilizan el mismo flujo de efectivo para el cálculo del resultado, miden aspectos diferentes de la rentabilidad de la inversión.

Ambos utilizan flujos de efectivo netos de impuestos.

Ambos tienen en cuenta el valor tiempo del dinero.

La TIR es una incógnita del proyecto, que emerge de las condiciones propias de este. En cambio, para el cálculo del VAN se utiliza el costo de oportunidad del inversor que representa un dato que viene dado exactamente.

Mientras el VAN es una medida de rentabilidad en termino absolutos, la TIR es una medida de rentabilidad en términos relativos (el porcentaje de rendimiento periódico que se obtiene por unidad monetaria invertida). En este sentido, puede decirse que el VAN es una medida de rentabilidad que traduce el objetivo del director financiero, que se entiende como la maximización del valor.

El VAN supone implícitamente la reinversión de fondos a la tasa de corte, mientras que la TIR supone implícitamente la reinversión de fondos a la misma TIR” (Dumrauf, 2010. p. 323).

Así, el VAN permite conocer cuál es el incremento de valor que proporciona el proyecto una vez que se haya aplicado y descontado la inversión inicial para su ejecución, lo cual se logra a partir del descuento de la inversión al flujo de caja neto de la empresa. A partir de ello, su fórmula puede graficarse de la siguiente manera:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} - I_0$$

Dentro de esta fórmula, “**Ft**” representa los flujos de caja futuros, siendo “**k**” la tasa de descuento o el tipo de interés mínimo esperado, así como “**Io**” la inversión inicial a realizar. Para llegar a su resultado, primero debe calcularse la inversión inicial, luego determinarse un período de tiempo específico, lograr la estimación del flujo de caja de cada periodo, calcular la tasa de descuento conforme el riesgo y la tasa de interés, descontar los flujos de caja a partir de la comparación entre el flujo de caja de cada período con los beneficios que se obtendrían dentro del mismo y, por último, sumar los flujos correspondientes, a los cuales se debe restar el valor de la inversión inicial.

Con esto, tenemos que analizar si el VAN tiene resultado positivo, lo cual determinará que el proyecto crea valor, o bien es negativo, con lo cual el proyecto ocasionaría una destrucción de valor. En el supuesto de que el resultado sea igual a 0, nos encontramos con que el proyecto no genera ni destruye valor.

Por su parte, la TIR nos permite conocer el grado de rentabilidad de nuestra inversión en términos relativos, la cual sirve de complemento al VAN, entendiendo que a partir de la misma se puede realizar una comparación entre diversos proyectos, permitiendo conocer cual otorga una

mayor rentabilidad teniendo en cuenta el mismo nivel de inversión. La misma puede calcularse de la siguiente manera:

$$TIR = \sum_{T=0}^n \frac{F_n}{(1+i)^n} = 0$$

Dentro de esta fórmula, “i” representa el valor de la inversión inicial, siendo “n” el número de periodos que son tenidos en cuenta, así como “Fn” es el flujo de caja de la empresa o proyecto. A los fines de su cálculo, es necesario en primer lugar igualar el VAN a 0, lo que hace que se igualen el total de los flujos de caja a dicha cifra. Luego debe despejarse “k” mediante una ecuación de segundo grado, lo que permitirá obtener el resultado de la TIR. Con esto, tenemos que analizar si la TIR es mayor o menor al costo de oportunidad, debiendo en el primer caso hacerse lugar al proyecto, mientras que en el segundo caso debe rechazarse.

Antes de continuar con la exposición del presente apartado, queremos hacer expresa mención respecto al análisis que se efectuó de las fórmulas correspondientes a DFC, TIR y VAN. Dicha conducta tuvo lugar por ser los indicadores que mayor relevancia tienen para nuestro estudio. Más allá de eso, las restantes fórmulas se mencionarán al solo efecto de que el lector pueda tomar conocimiento de las mismas, quedando a su criterio utilizarlas conforme estime conveniente.

Una vez destacados los aspectos más relevantes dentro del método general de descuento de flujo de caja, podemos mencionar las cuatro variantes principales que el mismo posee, conforme nos enseñan Fernández (2001) y Dumrauf (2010).

En primer lugar, nos encontramos con el **Free Cash Flow**, al cual Fernández define como “...el flujo de fondos operativo, esto es el flujo de fondo generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos” (Fernández, 2001, p.42). Seguidamente, el autor expone que:

“Para calcular los flujos de fondos libres futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los periodos, es decir, que se trata básicamente del enfoque usado para realizar un presupuesto de tesorería. Sin embargo, para valoración de empresas esta tarea exige prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que la que habitualmente se realiza en cualquier presupuesto de tesorería” (Fernández, 2001, p.42).

Asimismo, el autor entiende que:

“La obtención del free cash flow supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada periodo las inversiones necesarias para la continuidad del negocio” (Fernández, 2001, p. 43).

En mérito de lo antedicho, su cálculo podría representarse de la siguiente manera:

$$E+D = \frac{\text{Valor Actual [FCF; WACC]}}{E+D}, \text{ donde } WACC = \frac{EK_e + DK_d(1-T)}{E+D}$$

En segundo lugar, el **Capital Cash Flow** es, siguiendo a Fernández “...la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones. El cash flow para los poseedores de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal” (Fernández, 2001, p. 44). De esta forma, la fórmula se grafica de la siguiente manera:

$$CCF = CF_{\text{Fac}} + CF_{\text{d}} = CF_{\text{Fac}} + I - \Delta D$$

En tercer lugar, encontramos el **Cash Flow disponible para Acciones**, el cual según Fernández:


“...se calcula restando al flujo de fondos libres, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponde (en el caso de que exista deuda)”. (Fernández, 2001, p. 44).

A partir de esto, el mismo quedaría representado de la siguiente manera:


$$CF_{\text{Fac}} = FCF - [\text{INTERESES PAGADOS} \times (1 - T)] - \text{PAGO PRINCIPAL} + \text{NUEVA DEUDA}$$

Por último, Guillermo Dumrauf entiende que a las categorías supra referidas debe adicionarse el **Método del Valor Presente Ajustado (VPA)**, el cual “...descuenta el free cash flow con el rendimiento exigido a una empresa no apalancada” (Dumrauf, 2010, p.458). De esta forma, el valor presente ajustado surge del valor de un proyecto sin apalancamiento financiero más el valor presente neto de los efectos de la financiación o ahorros fiscales. En consonancia con lo antes expuesto, podemos decir que su fórmula quedaría representada de la siguiente manera:

$$VPA = \frac{UAI \times (1 - t)}{R_0} - Inv_{\text{inicial}} + t \times D$$



VAN



VANF

Así, y solo a los fines de otorgar una mayor facilidad en la comprensión de la fórmula, podemos decir que **UAI** refiere a Utilidades antes de Impuestos e Intereses, **R₀** es la rentabilidad que requerirían los accionistas de la empresa si la deuda fuere nula, **t** es el tipo impositivo sobre beneficios y **D** el monto de las deudas.

De esta forma, han sido enunciadas y explicadas de manera concisa las diversas variantes de métodos de valuación de empresas que pueden encontrarse dentro de la presente categoría, quedando a criterio del lector poder discernir cuál de las mismas resulta de mayor conveniencia para su aplicabilidad en el caso concreto que le toque atender.

iii.i.iv.- Basadas en la Creación de Valor

En lo que refiere a estos métodos, creemos conveniente en primer lugar dar a conocer que los mismos tienen como punto de partida, tal y como su nombre lo indica, la creación de valor, entendiendo por tal la capacidad que tiene la empresa, en este caso la target, de generar beneficios, riquezas o utilidades mediante el desarrollo de su actividad.

Si bien resulta complicado poder determinar el grado de creación de valor que puede tener o aportar una empresa, creemos conveniente y prudente enunciar algunos de los métodos que se utilizan a tales fines, entendiendo que los mismos deben necesariamente complementarse al igual que en los casos anteriores, por cuanto su uso individual y aislado puede ocasionar inconvenientes antes que soluciones en las proyecciones que pretendan efectuarse.

Es por ello que, en primer lugar, estimamos oportuno analizar el método **EVA o Valor Económico Agregado**, para lo cual resulta conveniente tomar los conocimientos vertidos por Leandro Cañibano Calvo y Beatriz García Osma, quienes al mencionar este y otros métodos relacionados al mismo nos dicen que:

“Una alternativa al modelo de descuento de flujos es el modelo de resultados residuales o resultados anormales, también conocido como EBO, y que es básicamente el mismo que el EVA (Economic Value Added) o el RIVM (Residual Income Valuation Model). Son modelos que se basan en estimar la capacidad de la empresa para crear valor, partiendo de la idea fundamental de que para crear valor un activo debe tener una rentabilidad por encima de la rentabilidad exigida o coste de capital” (Cañibano Calvo, García Osma, 2014, p.9)

A su vez, entienden que el mismo:

“...relaciona la creación de valor con el resultado residual o anormal generado incorporando tres elementos posibles para crear valor (ó de aumento de EVA): (1) aumentar los beneficios (Earnings) empleando el mismo capital, (2) reducir el capital empleado para generar los mismos beneficios, o (3) reducir el coste de capital.” (Cañibano Calvo, García Osma, 2014, p.9)

Es por ello que, a partir de esto, la fórmula para su cálculo se expresa en los siguientes términos:

$$\text{EVA} = \text{UODI} - (\text{CPPC} * \text{CI})$$

Cada uno de los componentes pueden discriminarse de la siguiente manera: “**UODI**” refiere a la utilidad operativa después de impuestos, mientras que “**CPPC**” es el costo promedio ponderado del capital y “**CI**” el capital invertido.

A partir de esto, se entiende que es un método fiable de valuación, representando de manera fehaciente los beneficios obtenidos por la empresa y cuáles son los factores que colaboran en la generación de valor.

Incluso, y pese a no ser intención del autor tomar partido por una u otra forma de valuación, no son pocos los que consideran más fiable el EVA ante el EBITDA, fundando esto en que la valoración que se efectúe no se encontrará afectada por factores como las deudas o préstamos, entendiendo que los mismos son descontados de las ganancias obtenidas por la empresa.

A su vez, otro de los métodos que puede enunciarse es el **CVA o Valor Efectivo Añadido**, el cual permite medir la capacidad que posee una empresa para generar un flujo de caja superior al pretendido por los inversores, siendo que el mismo puede ser tanto directo como indirecto, lo cual conlleva que pueda expresarse de las siguientes maneras:

$$\text{CVA DIRECTO} = \text{FLUJO DE CAJA BRUTO} - \text{DEPRECIACION ECONOMICA} - \text{CARGA DE CAPITAL}$$

$$\text{CVA INDIRECTO} = (\text{RETORNO DEL FLUJO DE CAJA SOBRE LA INVERSION} - \text{COSTO DE CAPITAL}) \times \text{INVERSION BRUTA}$$

Si bien, al igual que ocurre en los casos anteriores, puede darse el supuesto de utilizar otros métodos de valuación, creemos conveniente en este sentido centrarnos en los aquí expuestos, lo cual no quita que el lector pueda poner en práctica otros que le resulten de relevancia para su caso concreto.

iv.ii.- Valuación de empresas apalancadas

Este punto creíamos conveniente colocarlo a fin de poder comprender que, si bien en el caso anterior se tomaron en cuenta los métodos primordiales que pueden ser utilizados por parte de las empresas o fondos de private equity para hacerse con el control o la totalidad de la target company; entendemos que ello en sí mismo sin este análisis resultaría incompleto, debido a que no es lo mismo, tal y como se expresara oportunamente, valorar una empresa de idéntica manera cuando las finalidades son distintas.

Asimismo, resulta conveniente determinar que tampoco resulta idéntico valorar una empresa sin endeudamiento a realizarlo respecto de aquellas que tengan un grado de apalancamiento determinado, por más ínfimo que sea, lo cual nos lleva a exponer los siguientes modelos.

iv.ii.i.- Método de Flujos de Caja para el Capital (FTE)

Siguiendo lo expuesto por Ross, Westerfield y Jaffe, podemos decir que:

“El método de flujo a capital (FTE, siglas de flow to equity) es otro método de elaboración del presupuesto de capital. La fórmula requiere simplemente el descuento del flujo de efectivo de un proyecto para los accionistas de una empresa apalancada al costo del capital accionario” (Ross, Westerfield y Jaffe, 2012, p.555)

Con motivo en lo antedicho, su forma de cálculo se expresa en los siguientes términos:

FLUJO DE EFECTIVO DEL PROYECTO PARA LOS ACCIONISTAS DE UNA
EMPRESA APALANCADA

RS

Expresan en este sentido que, a los fines de poder utilizar el método que aquí tratamos, se deben respetar tres pasos, siendo el primero el cálculo del flujo de efectivo apalancado, entendiéndose que el mismo se puede obtener a partir del flujo de efectivo no apalancado, para lo cual expresan:

“En este caso la clave es que la diferencia entre el flujo de efectivo que reciben los accionistas de una empresa no apalancada y el flujo de efectivo que reciben los accionistas de una compañía apalancada es el pago de intereses después de impuestos” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2012, p. 555).

Posteriormente, es necesario que se calcule la tasa de descuento a aplicar a la operación, lo cual dependerá en cada caso particular de acuerdo al tipo de cálculo que se desee efectuar, para posteriormente realizar la valuación pertinente, lo que conllevará que el valor presente neto sea “*la diferencia entre el valor presente del LCF del proyecto y la inversión no solicitada en préstamo*” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2012, p. 556).

iv.ii.ii.- Método del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

El presente método tiene como base medir el costo promedio en el que incurre una empresa a partir de la financiación, ya sea a través de recursos propios (acciones) o financiamiento de terceros (deuda).

Es por ello que, una vez estimado el costo de cada uno de estos componentes, lo que se realiza es tomar conocimiento del porcentaje que ocupa cada uno de estos en la estructura de capital de la misma. Su fórmula se expresa en los siguientes términos:

$$WACC = K_e \times (E/D+E) + K_d \times (D/D+E)$$

Por razones lógicas, debemos expresar que “**Ke**” es el costo del patrimonio, “**E**” el valor del patrimonio, “**D**” el valor de la deuda y “**Kd**” el costo de la deuda después de los impuestos.

Para finalizar este apartado, creemos conveniente mencionar el consejo otorgado por economistas de renombre, como han sido los aquí analizados, quienes estiman cuando es conveniente utilizar cada uno de los métodos nombrados según lo siguiente:

“Use el WACC o el flujo a capital si la razón de deuda a valor fijada como meta para la empresa se aplica al proyecto durante su vida. Use el VPA si el nivel de deuda del proyecto es conocido a lo largo de la vida de éste” (Ross, Westerfield, Jaffe, 2012, p. 559).

Para finalizar, podemos decir que, a partir de lo expuesto en el presente capítulo, buscamos concluir el análisis financiero y económico de las compras apalancadas o leveraged buyout, entendiendo que el mismo era necesario para comprender como se despliega muchas veces la actividad que realiza la empresa de leveraged buyout en su interés por expandir sus horizontes de inversión.

Los métodos y mecanismos que utiliza para tomar decisiones en sus proyectos, así como la forma de presentar los mismos, son algo que influye directamente en aquellos que prestan financiamiento a la operación, ya sean bancos de inversión o comerciales, como así también los inversores que colocan sus ingresos confiando en la profesionalidad de la misma.

Entendimos de esta forma que, un análisis sin estos aspectos, estaría deteriorado, por cuanto es preciso que los abogados tengan conocimientos básicos o mínimos sobre estos componentes que utilizan sus clientes en las operaciones diarias, entendiendo que siempre existe la posibilidad de que surjan potenciales conflictos o discrepancias que requieran de un estudio y respuesta integral de su parte.

v.- Conclusión Parcial

Con lo desarrollado en el presente capítulo, se lograron complementar todos los conocimientos provistos hasta el momento, tanto en sus aspectos teóricos como prácticos. De esta manera, se determinó la relevancia que poseen los diversos ratios dentro de la empresa de LBO y la target company, así como la importancia del plan de negocios y el due dilligence correspondiente, elementos estos que necesariamente deben ser examinados en el caso concreto.

Poder efectuar un análisis económico financiero no solo de la operatividad de la compra apalancada, sino también de los aspectos que deben ser tenidos en cuenta tanto para la empresa de LBO como para la target company para su consecución, es algo que estipulamos necesario para poder comprender con profundidad el objeto de estudio.

Lograr el complemento teórico entre el apalancamiento, los ratios financieros, el plan de negocios y los métodos de valuación para empresas que estén o no apalancadas, nos permitió comprender la complejidad de las compras apalancadas, así como las múltiples aristas que deben ser tenidas en cuenta, sabiendo que no existe una única línea operativa que permita obtener los resultados esperados.

TERCERA PARTE: ANALISIS JURIDICO DEL LEVERAGED BUYOUT

CAPITULO IV: Legalidad y Responsabilidad derivada del Leveraged Buyout.

i.- Introducción

Habiendo sido efectuado al análisis económico financiero de las compras apalancadas conforme lo expuesto en los primeros tres capítulos, entendemos prudente proceder a analizar las mismas desde un punto de vista jurídico.

A partir de ello, mediante el presente, buscamos indagar respecto a la legalidad que poseen las compras apalancadas en nuestro país, para lo cual se expondrán las posturas de prestigiosos doctrinarios que han debatido sobre el tema, así como también se analizarán los fallos que han sido dictados en la materia y el criterio utilizado para llegar a dicho resultado.

Por último, una vez que se encuentre determinado el encuadramiento propio del objeto de estudio, procederemos a estudiar y desentrañar las implicancias legales que pueden derivarse de la aplicabilidad de las compras apalancadas en la realidad. Es por ello que se expondrán las responsabilidades que pesan sobre cada una de las personas que toman decisiones dentro de las empresas que componen el proceso de referencia, así como las consecuencias que pueden derivarse de su actuar.

Poder efectuar este análisis nos permitirá lograr un examen íntegro de la materia, conociendo no solo las aristas económicas o financieras, sino también las implicancias jurídicas que conlleva la ejecución de las compras apalancadas para las empresas y para quienes son responsables de la toma de decisiones en las mismas.

ii.- Situación jurídica de las compras apalancadas en nuestro país ¿Legal o ilegal?

Poder matizar el análisis jurídico del mecanismo objeto de nuestra investigación, el cual al lector le puede resultar de mayor agrado referirlo como compra apalancada, leveraged buyout o apalancamiento financiero, implica que necesariamente pongamos en primer lugar, en el centro de la escena, la legalidad de la figura.

En este sentido, entendemos que no son pocos los debates que se han generado en torno a la misma, si bien en comparación con otros institutos su análisis jurídico no ha sido del todo exhaustivo, pretendiendo a partir de esto que pueda dársele el estudio que corresponde.

Si bien existió la posibilidad de su incorporación a nuestra legislación conforme indica Pablo Della Pica (2008), atento el tratamiento que se le diera en el Anteproyecto de reforma a la Ley de Sociedades Comerciales en el año 2003, su incorporación dentro de dicho plexo normativo no ocurrió, lo cual conllevó que necesariamente se continuara con este debate. El texto del artículo 222 de dicho Anteproyecto rezaba lo siguiente:

ARTICULO 222: Asistencia financiera. Acciones en garantía. Prohibición – La sociedad no puede anticipar fondos, conceder préstamos, otorgar garantías ni

facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición o suscripción de sus acciones o de acciones de su controlante, salvo lo dispuesto por el artículo 194 respecto de las destinadas a su personal.

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

Analizando el artículo, queda demostrada la clara intención de no reconocerle legalidad a las compras apalancadas (refiriendo a fusiones en el texto en particular), algo que no pudo plasmarse y que nos lleva a preguntarnos si, en este caso, es de aplicación el principio que reza: *“Todo lo que no está prohibido, está permitido”*.

Si bien es un punto de debate filosófico en el cual no deseamos entrar por no ser parte del contenido esencial de este trabajo, si pretendemos considerar seguidamente las principales disidencias que se han generado entre los autores de nuestro país respecto a las compras apalancadas; permitiendo de esta forma que el lector pueda formar su propio criterio conforme la exposición que se haga de las distintas posturas.

ii.i.- Posturas Doctrinarias

En lo que respecta al análisis de este punto, debemos considerar que, a diferencia de lo que ocurre en reiteradas oportunidades respecto a los debates que giran en torno a la legalidad de determinadas figuras o institutos en los cuales encontramos dos posturas, en el caso de referencia debemos decir que, si bien las que reúnen mayores adeptos son dos, existe una tercera que busca llegar a un consenso o punto medio entre las mismas.

Así, creemos oportuno en primer lugar centrarnos en esta teoría intermedia, la cual tiene como principales expositores a Enrique Skiarski y Oscar Cesaretti, quienes entienden que las compras apalancadas mediante la fusión de la sociedad controlante y controlada son lícitas en la medida en que no exista asistencia financiera de la controlada a la controlante (incluyen préstamos, anticipos y garantías), así como la circunstancia de que como consecuencia de dicha fusión la nueva sociedad no quede afectada a la causal de disolución contemplada en el artículo 94 inc. 5 LGS (Skiarski, Cesaretti, 2001, pp.395-396).

A su vez, ambos autores centran su atención en la defensa de los intereses de quienes quedan en una situación de mayor desprotección ante una posible insolvencia de la target, por lo cual expresan que los accionistas encuentran protección a partir de los mecanismos que proveen los artículos 245 (Derecho de receso) y 251 (Impugnación de asamblea) LGS (Skiarski, Cesaretti, 2001, p.396).

Una vez presentada la tesitura intermedia, estimamos conveniente seguir con aquella que le niega reconocimiento legal a las compras apalancadas, y que encuentra apoyo en los siguientes argumentos:

En primer lugar, Vitolo encuentra razón de ser en la ilegalidad de dicha operatoria entendiendo que las compras apalancadas exceden y exorbitan el objeto social de las sociedades comerciales, algo que se puede extraer de un fragmento de su ponencia, en cuanto explica:

“Esta “moderna” modalidad de adquisición societaria que consiste en trasladar sobre el patrimonio de la sociedad adquirida el costo de la propia adquisición, con la peculiaridad de que la deuda que contrae la sociedad

adquirente para el cumplimiento de las operaciones será saldada con los recursos patrimoniales de la sociedad adquirida, haciendo que esta última financie toda la operación exponiendo sus activos, los cuales grava privilegiadamente a favor de estos acreedores financieros en perjuicio del resto de los acreedores sociales, podrá ser un gran instrumento financiero pero no cabe duda alguna que es también un importante medio de defraudar al crédito y a los terceros” (Vitolo, 2004, S/P)

Asimismo, Patricia Ferrer, compartiendo el argumento vertido recientemente, convalida esta tesis basándose en lo normado por el artículo 220 LGS al explicar que, si bien no es la propia sociedad target quien adquiere las acciones, si es esta última la que debe afrontar el pago de su precio, algo que explica de la siguiente manera:

“La adquisición de las propias acciones significaría la incorporación en el activo de un valor que constituye para la sociedad un pasivo comprendido en el patrimonio neto, generando ello un agudamiento del capital. La prohibición de adquisición de las acciones por la propia sociedad debe considerarse extensiva al afianzamiento de las obligaciones que asuma quien adquiere dichas acciones, ya que este negocio conlleva un compromiso patrimonial de idéntica entidad y genera también un potencial agudamiento del capital” (Ferrer, 2003, p.4).

Por último, dicha autora entiende que, al ejecutarse la compra apalancada, se está produciendo un conflicto de intereses entre la sociedad y el accionista mayoritario, expresando que:

“Aunque la decisión sea tomada por quien es mayoría en la sociedad y conforma por tanto su voluntad, el desvío del interés social es perjudicial para los socios minoritarios y para los acreedores, ya que afecta al patrimonio, garantía de los acreedores” (Ferrer, 2003, p.5).

Esto último acarrearía la aplicación de los artículos 54 y 248 de la LGS.

Por último, Efraín Hugo Richard entiende que el apalancamiento financiero implica un desvío de la funcionalidad societaria que se acentuó a finales de la década de 1980 y 1990 a partir de una globalización financiera que devastó a los países periféricos, alterando las políticas en los países centrales; las cuales agravaron la situación de los primeros (Richard, 2018, p.460).

Con total acierto, aludiendo al reconocido caso de Oil Combustibles S.A, el autor expresa lo siguiente:

“¿Cómo puede ser que una empresa en cesación de pagos apalanque la compra de otras? Sin duda desviando parte de su patrimonio en perjuicio de la propia sociedad y de sus acreedores –pues no hay socios minoritarios-. Lo paradójico que usaban fondos destinados al Fisco que pasaban por su patrimonio, desviando el destino, perjudicando particularmente a ese acreedor –pero también a otros al generar la insuficiencia patrimonial-, a la misma sociedad y al comprometer el futuro de sus empleados” (Richard, 2018, p.461).

Seguidamente, analizando explícitamente la legalidad del apalancamiento, el reconocido doctrinario expone:

“El apalancamiento financiero no es propiamente una actividad ilícita de la sociedad, sino de los socios de control, o de los que se hacen del control, para usar los fondos de la sociedad en su beneficio. Esta actividad es de nulidad

absoluta pues perjudica a la sociedad y a los otros socios, y toma especial magnitud si insolventa a la sociedad, pues perjudica a terceros” (Richard, 2018, p.486)

A ello, creemos prudente incorporar lo que expone en torno al caso que estudia, el cual presenta ciertas peculiaridades y que lo lleva a entender que:

“...toma otra dimensión en casos como el de Oil Combustibles S.A. donde parecería que los órganos societarios decidieron poner a la sociedad en cesación de pagos, o más aún en insolvencia para satisfacer intereses del grupo que integraban, sin traer a su concurso a sus integrantes como autoriza el art. 69 LCQ. Y se perfila como actividad ilícita por cuanto el apalancamiento no lo hacían con fondos genuinos y disponibles de la sociedad sino con recursos proporcionados por terceros que se retenían para satisfacer obligaciones impositivas. O sea que no eran fondos de Oil Combustibles S.A. sino del Gobierno Nacional (AFIP), destinados a satisfacer necesidades públicas” (Richard, 2018, p.486)

Lo expuesto por el autor nos hace enmarcar dicha actividad dentro de lo dispuesto por el artículo 19 LGS.

Por último, dentro de la postura que le otorga legalidad a las compras apalancadas, podemos nombrar a autores como Van Thienen y Di Chiazza (2008), quienes responden a los argumentos vertidos por la teoría clásica que fueron expuestos precedentemente, expresando lo siguiente:

En primer lugar, en cuanto a la prohibición del rescate de acciones, explican que dicha actuación no implica la incorporación de las mismas dentro del activo de la sociedad, lo cual conlleva que no salgan del patrimonio neto, razón por la cual no se modificaría el capital social. A su vez, entienden que:

“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” (Di Chiazza; Van Thienen. 2008, p.6)

Basados en lo antedicho, entiendan que *“...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”* (Di Chiazza; Van Thienen. 2008, p.6).

Seguidamente, los autores tratan un segundo supuesto, cual es el referido a los conflictos de intereses que pueden generarse entre la sociedad y el accionista mayoritario. Si bien reconocen la existencia de dichos conflictos, entienden también que de estos no puede derivarse necesariamente la ilicitud de la compra apalancada, a partir de lo cual la nulidad debería aplicarse en sentido restrictivo. En este punto, agregan que:

“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 genera una nulidad” (Di Chiazza., Van Thienen, 2008, p.7).

Por su parte, en cuanto al argumento basado en el artículo 58 LGS referente a la doctrina ultra vires, estos autores entienden que siempre que la compra apalancada tienda a lograr la consecución del objeto social, generando valor y permitiendo el crecimiento de target, no puede decirse que la actividad sea extraña al objeto social.

Por último, respecto al análisis basado en el artículo 222 LGS, manifiestan que:

“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” (Di Chiazza, Van Thienen, 2008, p.8)

Es por ello que los autores creen incorrecto pretender declarar la ilicitud de la compra apalancada basados en este argumento.

A partir de estas reseñas, se ha pretendido introducir al lector en las principales diferencias de pensamiento que se suscitan en torno a la figura que estamos estudiando, lo cual será de utilidad para los análisis posteriores referentes a la conveniencia o no de reconocerle legalidad a las compras apalancadas dentro de nuestro ordenamiento jurídico.

ii.ii.- Las compras apalancadas en la jurisprudencia

En consonancia con las disidencias existentes en materia doctrinaria, debemos destacar dos puntos en este apartado, que son: en primer lugar, el abanico de fallos que tratan la cuestión es escaso, lo cual a su vez va acompañado por un segundo componente que es la diversidad de criterios bajo los cuales fue analizada la figura del leveraged buyout o compra apalancada.

Es por ello que, en este punto, entendemos conveniente citar los principales fallos en los cuales se trató la cuestión, ya sea reconociendo o no la legalidad de la operación.

Así, en primer lugar podemos mencionar quizás el caso de mayor resonancia, cual es Centrales Térmicas Patagónicas, resuelto por la Corte Suprema de Justicia de la Nación en el año 2001, la cual admitió la demanda interpuesta por la Provincia de Chubut con adhesión del Estado Nacional (Acciones Clase B, quedando las Acciones Clase C para los dependientes conforme Programa de Propiedad Participada) y declaró la nulidad de la resolución asamblearia que aprobaba el balance general correspondiente al ejercicio del año 1995 de dicha empresa, fundándose en normas de derecho público, atento entender que el socio mayoritario (Acciones Clase A – 51% del Capital entre las empresas Late S.A, Eleprint S.A y Federación de Trabajadores de Luz y Fuerza) de la misma, luego de un proceso de privatización, había transferido la deuda que la empresa Agua y Energía S.E tenía con sus empleados a Centrales Térmicas Patagónicas, lo cual se encontraba prohibido por el Pliego de Bases y Condiciones propio de la licitación. Así es como se expresa que:

“...el Adjudicatario se aprovechó de su situación de accionista mayoritario en cada una de las asambleas impugnadas y endeudó a la sociedad por obligaciones que la ley de la licitación (Fallos: 311:2831 y 313:376) sólo le imponía a él; semejante vicio no sólo implica la afectación de los intereses de los socios restantes, sino también -y principalmente- la violación de los principios que rigen el procedimiento relativo a la licitación, cuya observancia atañe a la preservación del interés y del orden públicos” (CSJN, 2001, Considerando 7°).

De la misma forma, el máximo Tribunal entendió *“que el traspaso de las deudas que el adjudicatario efectuó a la demandada agravó ilegítimamente la situación patrimonial de una empresa cuyo objeto concierne al interés general y se vincula con la prestación de un servicio público”* (CSJN, 2001, Considerando 9°), aportando seguidamente que:

“Las asambleas impugnadas implican la voluntad social de obligar al Estado Nacional y a una Provincia de la Republica a soportar deudas sin causa jurídica que lo justifique, amparándose para ello en el principio de contribución de las perdidas comunes a toda la sociedad” (CSJN, 2001, Considerando 9°)

Creemos oportuno agregar el párrafo destacado por Efraín Richard conforme lo explicitado por la CSJN, en cuanto dispone que:

“...con tal comprensión, sostuvo que los socios de la demandada para justificar un “leveragge buy out” en su exclusivo beneficio “no estaban habilitados para deliberar y decidir cuestiones que atentasen contra el interés y orden públicos y las buenas costumbres (art. 21 cit.), o bien que fueran prohibidos por las leyes” (art. 953 cit.). “Lo que es inmoral, lo que es contrario al orden social, lo que se reputa inexistente por falta de formas substanciales, no puede subsanarse por el transcurso del tiempo. El acto será siempre inmoral, contrario al orden público o carente de las formas indispensables a su existencia, cualquiera sea el número de años que hayan pasado desde su celebración. El tiempo es impotente para transformar lo inmoral en moral, lo ilícito en lícito, lo informal en formal, y siempre el acto conservará el vicio original” (Richard, 2013, p.159).

Con motivo de lo expuesto, la Corte Suprema de Justicia de la Nación hizo lugar parcialmente a las demandas deducidas por la Provincia de Chubut y el Estado Nacional contra Centrales Térmicas Patagónicas S.A, y declaró la nulidad de las asambleas impugnadas con motivo de lo referido precedentemente.

Otros de los casos resonantes en nuestro país fueron los concursos preventivos de Great Brands Inc. (2002) y Havanna S.A (2004). Esto es así, por cuanto, la primera de las sociedades, creada por Great Brands Investments, adquirió el control de la segunda a partir de la compra de su paquete accionario. Dicha operación pudo ser llevada a cabo gracias a un préstamo sindicado otorgado por un pool de bancos extranjeros que se otorgó a favor de Havanna S.A y del cual Great Brands Inc. resultó ser garante.

Ante esto, el Tribunal entendió que el crédito que tenían dichos bancos extranjeros no podía ser admitido en el concurso de Havanna S.A, pero si en el de Great Brands Inc., entendiendo que el endeudamiento que se había colocado sobre la primera se debía a la compra apalancada de sus acciones efectuada por la segunda.

Por otro lado, al día de la fecha, tiene suma relevancia para nuestro objeto de estudio el caso referido a Oil Combustibles S.A, respecto al cual se hiciera una mínima reminiscencia en apartados anteriores. Para analizar el mismo, estimamos oportuno seguir a Efraín Richard, el cual es clarificador al exponer los hechos que refieren al mismo al decir que:

“En el caso GRUPO INDALO a través de OIL COMBUSTIBLES S.A. el LBO habría sido practicado por los propietarios de la sociedad hoy concursada, antes y durante el trámite del concurso, para apalancar la compra y posterior funcionalidad de varias empresas de aquel grupo –aparentemente organizado

como sociedad en un paraíso fiscal que pertenecería a los mismos dos socios-, pero donde habrían actuado múltiples personas físicas, sino como socios por lo menos como administradores. Y esto habría ocurrido desde el año 2012 manteniéndose incluso mientras la sociedad estaba en concurso de acreedores” (Richard, 2018, p.461).

Conforme se expusiera oportunamente en el presente trabajo, el autor entiende con total acierto que la actividad desplegada por Oil Combustibles S.A es ilícita, por cuanto el apalancamiento en el cual incurrió la misma era efectuado con recursos proporcionados por terceros, los cuales debían ser retenidos por su parte para satisfacer obligaciones impositivas.

Más allá de la reiteración que se efectuó en el párrafo anterior, estimamos oportuno expresar que, como consecuencia de la presente operatoria, se iniciaron dos caminos legales diferentes respecto al caso de referencia; siendo uno en sede concursal, y el otro en sede penal.

En primer lugar, respecto a este último, podemos decir que al día de la fecha el Tribunal Oral Federal N° 3 de la Capital Federal tiene a su cargo determinar si existió un otorgamiento irregular de planes de facilidades de pago por parte del entonces titular de AFIP a favor de Oil Combustibles, estando vinculados los mismos al Impuesto a la Transferencia de Combustibles Líquidos (ITC) correspondiente a los periodos fiscales comprendidos entre Mayo de 2013 y Agosto de 2015, lo cual le permitió a la misma financiar a las empresas que formaban parte del Grupo Índalo.

Por otra parte, atendiendo a la vía concursal, creemos conveniente mencionar el fallo dictado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación con fecha 15 de Noviembre de 2017, mediante el cual hace lugar al Recurso de Queja interpuesto por AFIP, revocando la sentencia apelada y declarando la nulidad de la apertura del concurso preventivo de Oil Combustibles S.A dictada por el Juzgado Letrado de Primera Instancia de Ejecución N° 1 de la Circunscripción Judicial Comodoro Rivadavia, Provincia de Chubut, por entender que el proceso concursal había sido iniciado ante autoridad judicial que no era competente (juez natural del concurso).

A estos fines, creemos conveniente incorporar parte del razonamiento efectuado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación, la cual entendió:

“5°) Que ello es lo que acontece en el caso, pues la alzada, luego de tener por configurado un supuesto de creación de domicilio ficticio y efectuar un desarrollo de las conductas fraudulentas desplegadas por la concursada, “al crear arteramente los presupuestos propios de una competencia inexistente”, convalidó sin fundamentación suficiente la apertura del concurso preventivo decretada por el juez provincial” (CSJN, 2017, Considerando 5°).

De la misma forma, en consonancia con lo antedicho, nuestro Máximo Tribunal expresó:

“8°) Que la competencia del juez que debe intervenir en el proceso concursal se halla expresamente dispuesta por la ley y constituye una previsión de orden público, porque atiende a los intereses generales en juego propios de un proceso colectivo que afecta la totalidad del patrimonio del deudor, suspende el trámite de las acciones singulares y genera la atracción al juzgado de radicación del proceso universal de los procesos iniciados contra el concursado, alterando su competencia natural, a la vez que convoca obligatoriamente a todos los acreedores a concurrir por vía igualitaria de verificación, razón por la que la competencia deviene improrrogable tácita o expresamente” (CSJN, 2017, Considerando 8°).

Con motivo en lo antedicho, la Corte Suprema de Justicia de la Nación es clara al momento de resolver la presente cuestión al considerar que:

“Por estas razones, la demanda de convocatoria de Oil Combustibles S.A. debe ser resuelta por el juez natural del concurso, único encargado de examinar el cumplimiento de los recaudos que debe contener dicha presentación, más aún cuando en autos se ha tenido por consumada la constitución de un domicilio ficticio -en violación del principio legal de orden público establecido en la ley de concursos- y no se han identificado situaciones de extrema excepcionalidad que pudieran justificar una eventual convalidación de lo actuado” (CSJN, 2017, Considerando 9°).

Por su parte, con posterioridad a la misma, y encontrándose radicada la causa ante el juez competente, fue decretada la quiebra de Oil Combustibles S.A por parte del Juzgado Nacional de Primera Instancia en lo Comercial N° 5 de la Capital Federal (2018), el cual dispuso en la sentencia un plazo de 72 horas para que *“potenciales inversores privados interesados en la eventual adquisición de la empresa en marcha presentasen sus propuestas en autos”* (Resuelvo, Punto 2), ordenando a su vez la continuación de su explotación a fin de lograr la preservación de las fuentes de trabajo, la conservación patrimonial del ente y la minimización de los riesgos de daños ambientales (Resuelvo, Punto 2).

Al día de la fecha, se continúan produciendo nuevos sucesos en lo que refiere al caso de referencia conforme uno puede observar en diversos medios de comunicación, con lo cual puede el lector a partir de la presente exposición tener la base necesaria para comprender lo que acontece en la actualidad.

Seguidamente, podemos nombrar el fallo Marofa o Giraudi (2007), en el cual, el grupo titular del 52% de las acciones de Marofa compró el 48% restante, haciendo que los vendedores exigieran a los compradores la constitución de garantías a tales fines. Como consecuencia de ello, se colocó en garantía de dicha operación el único activo de la empresa que era el inmueble propiedad de la misma, sobre el que se constituyó una hipoteca que llevó a que Marofa simulara celebrar un préstamo dinerario con los vendedores para efectuar la operación. Posteriormente, la empresa por dificultades económicas y operativas se presenta en concurso, lo cual hizo que los accionistas vendedores concurrieran al mismo a verificar su crédito. Tomando en consideración lo antedicho, estimamos oportuno seguir a José María Curá, quien respecto a este apartado entiende que:

“Toda vez que la simulación no es reprochada por la ley cuando a nadie perjudica ni tiene un fin ilícito, la compra apalancada de acciones de una sociedad con el producido del giro de la propia compañía adquirida, en principio, tampoco es acto merecedor de objeción” (Curá, 2007, p.507).

De la misma forma, Richard expone con suma precisión que:

“En el tratamiento de la temática examinada el Tribunal aludió al L.B.O. como una modalidad usual en el mundo de los negocios, donde una parte, más o menos sustancial del precio de compra de una compañía (o más específicamente de las acciones que confieren el control de ella), es abonada con el producido del giro de la propia compañía adquirida. Herramienta -ésta- frecuentemente utilizada en los procedimientos de toma de control o adquisición de empresas, conocido en el lenguaje común como "M & A" (mergers & acquisitions), caracterizadas por la utilización de distintas técnicas combinadas que posibilitan

trasladar el costo de la adquisición a la propia compañía adquirida (bootstrapped transactions). Si bien se suelen olvidar jurisprudencias como las que hemos señalado de la Corte, se suele citar abundante doctrina, que la sentencia de marras referencia, la existencia de dos criterios en torno de la legitimidad de este instrumento. Se reflejó así la existencia de consenso acerca de que si bien el L.B.O. no constituye por sí mismo un procedimiento ilícito o ilegítimo, lo es en la medida que no causase perjuicios a terceros (particularmente accionistas minoritarios y a los acreedores de la sociedad adquirida). El pronunciamiento del Tribunal, con el primer voto de Kölliker Frers, afirmó que si bien la medida de la ilicitud de la operatoria estaba dada por la existencia de perjuicio para los acreedores de la sociedad (conclusión a la que arriba a través de la figura del LBO) era indudable el carácter ilícito a la simulación mentada, en los términos del art. 957 del Cód. Civil” (Richard, 2008, p.5).

Amén de la exposición efectuada precedentemente, creemos conveniente mencionar, al solo efecto de que el lector tome conocimiento, de que otros autores entienden que el presente caso no debe ser considerado como una compra apalancada, sino como una simple simulación de un préstamo con una garantía hipotecaria; algo con lo cual no estamos de acuerdo conforme los criterios supra expuestos.

Por último, creemos conveniente citar el caso de Aerolíneas Argentinas, el cual, al día de la fecha, continúa teniendo una amplia repercusión en nuestro país, dejando en evidencia las consecuencias caóticas que se derivan del uso indebido de las compras apalancadas.

Con esto, estimamos oportuno traer a colación lo dicho por Negre de Alonso y Richard, quienes exponen de manera precisa que *“En la privatización de Aerolíneas Argentinas se generó un vaciamiento a través del llamado eufemísticamente “leverage buy out” en forma inmediata, arrastrándose desde ese mismo momento un estado de incapacidad patrimonial y cesación de pagos”* (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.3).

A continuación, los autores complementan lo antedicho al sostener que:

“Tal práctica, no autorizada por nuestra legislación societaria –ni por ninguna del mundo en la forma que se la usó-, permitió que al recibir por el sistema de “privatización” el 85% de las acciones de una sociedad sin deuda, el precio de esas acciones comprometido por los adquirentes “privados” era satisfecho con bienes de la sociedad, perjudicando a ésta e indirectamente al Estado que retenía el 5% y a los trabajadores a los que se les asignaba el 10% con el programa de propiedad participada (los porcentajes podían variar en cada caso)” (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.3).

Lo expuesto por los autores actúa como base para explicar de manera concisa que, en el presente caso, Aerolíneas Argentinas fue privatizada en el año 1990, razón por la cual, el 85% de su capital se transfirió a un grupo económico encabezado por Iberia Líneas Aéreas de España, quedando un 10% en poder del personal de Aerolíneas Argentinas y un 5% para el Estado Argentino. Posteriormente, al tomar conocimiento del mecanismo de apalancamiento y endeudamiento utilizado por la adquirente, mediante el cual se colocaba dicho pasivo sobre Aerolíneas Argentinas conforme surgía de los estados contables correspondientes al primer ejercicio, se firma un nuevo acuerdo, dentro del cual creemos relevante mencionar la suscripción de aumento de capital accionario correspondiente a la ampliación del mismo que se había hecho en 1991. Con motivo de esto, el

Estado Nacional pasaba a contar con un porcentaje superior al 40% del paquete accionario de la empresa.

Posteriormente, en el año 1994, atento la delicada situación en la que se encontraba la sociedad, se firma un nuevo acuerdo entre las partes intervinientes a los fines de lograr su reestructuración financiera y operativa, quedando el 85% de sus acciones a cargo de Interinvest S.A (sociedad fundada por Iberia) y el resto para el Estado Nacional y el personal de la misma en la proporción fijada inicialmente.

Luego, en el año 1996, la SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) toma el control de la participación que poseía Iberia respecto a la aerolínea. Como consecuencia de su mala gestión, American Airlines suple el lugar de ésta hasta el año 1999, momento en el cual deja sus labores con una situación patrimonial en estado crítico. Con motivo de esto, la SEPI propone un Plan Director de saneamiento de las cuentas financieras, el cual no pudo acomodar los desacoples estructurales que tenía la aerolínea, lo cual conllevó que la misma fuera presentada en concurso preventivo de acreedores el 22 de Junio de 2001 ante el Juzgado Nacional en lo Comercial N° 15 de la Ciudad de Buenos Aires. Posteriormente, en Octubre de 2001, la empresa es adquirida por el Grupo Marsans (integrado por Air Comet y Spanair), el cual absorbió casi el 93% del paquete accionario de Aerolíneas Argentinas.

En este punto, creemos conveniente transcribir lo dicho por los autores aquí referenciados, los cuales exponen que:

“En el año 2001, la titular del capital accionario de A. A. S.A., Austral Líneas Aéreas - Cielos del Sur S. A. , OPTAR Operadores de Servicios Turísticos S. A., Jet Pack S. A., Aerohandling S. A. y Air Patagonia S. A. , era INTERINVEST S. A., cuyo capital accionario estaba en manos de la SEPI Sociedad Estatal de Participaciones Industriales de España, y en octubre de dicho año, Air Comet S.A. adquiere la totalidad del capital accionario que la SEPI”. (Negre de Alonso, Richard, 2008, pp.4-5)

Seguidamente, y a los fines de dar profundidad a la cuestión, sostienen que:

“Así el leverage buy out generado en esos casos, y particularmente el de Aerolíneas Argentinas, constituye un clásico caso de administración societaria fraudulenta que puso en cesación de pagos a la sociedad desde el año 1991, y que fue intentada convalidar por una conciliación-arbitraje cumplida en un fin de semana, sustituyéndolo el poder ejecutivo a la esfera del poder judicial, y condenando indirectamente al Estado a soportar la pérdida de su posición en la sociedad, como la de sus trabajadores, que no sólo perdieron el valor de su participación accionaria sino también sus empleos, y las consecuencias que son de público y notorio”. (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.3)

La cita expuesta precedentemente encuentra su razón de ser en el hecho de que, conforme viniéramos relatando, luego de haberse presentado la empresa en concurso de acreedores y haber logrado en el año 2004 la homologación de la propuesta que le había hecho a los mismos, el 17 de Diciembre del año 2008 es sancionada por el Congreso de la Nación Argentina la Ley N° 26.466, mediante la cual se declaran de utilidad pública y sujetas a expropiación las acciones de Aerolíneas Argentinas S.A, Austral Líneas Aéreas Cielos del Sur S.A y sus empresas controladas.

Es en base a ello que los autores entienden que el camino seleccionado por el Estado Nacional no fue el correcto, por cuanto:

“Se adquiere un pasivo generado por actuaciones privadas con dinero de todos los argentinos; se ha impedido realizar las investigaciones sobre los responsables del supuesto vaciamiento denunciado, donde el Estado nacional como acreedor es uno de los perjudicados, y así mismo se ha impedido la promoción de las acciones judiciales para recuperar activos; activos que sí o sí se tendrán que adquirir ineludiblemente por ser necesarios para la empresa”. (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.4).

Con ello, los mismos argumentan que la vía idónea que debería haber sido adoptada era la de solicitar la declaración de quiebra de la empresa, algo que puede observarse en los siguientes dichos: *“La declaración de quiebra permitía asegurar la prestación del servicio por parte del Estado Nacional y adquirir la empresa a un precio justo fijado judicialmente, con transferencia de los contratos laborales”*. (Negre de Alonso, Richard, 2008 p.4) Asimismo, destacan que:

“...la empresa se encuentra con un acuerdo homologado y con un alto porcentaje cumplido, con créditos pendientes de resolución o resueltos, pero recurridos, y en estado de cesación de pagos, en virtud de la deuda posconcurzal, que hasta donde se conoce es de alrededor de u\$s 890.000.000. (dólares ochocientos noventa millones), y que según el listado que entregara el Secretario de Transporte de la Nación en oportunidad de concurrir a la reunión Plenaria de Comisiones en el Senado de la Nación, entre los acreedores posconcursoales se encuentran varios organismos del Estado Nacional” (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.5)

En base a todo lo antedicho, los autores concluyen que: *“En esta situación, no podía acceder a un nuevo concurso y sólo le quedaba como remedio judicial la declaración de quiebra. Pero también cabe la posibilidad de la declaración de quiebra por incumplimiento del acuerdo o deudas preconcursoales o concursoales”* (Negre de Alonso, Richard, 2008, p.5).

El haber seguido este camino le habría permitido a la empresa no solo recomponer su situación patrimonial, sino también lograr que se investigue y determine la responsabilidad de los administradores y representantes que colocaron a la misma en estado de cesación de pagos, así como a los terceros que hubieren colaborado con dicha circunstancia, pudiendo extender su situación falencial a las restantes empresas que se encontraban en íntima vinculación con la misma.

Por último, y a los fines de cerrar el tratamiento del presente caso, creemos importante mencionar que la empresa logró la conclusión de su concurso preventivo con fecha 15 de Agosto de 2011 conforme sentencia dictada por el Juzgado Nacional en lo Comercial N° 15 de la Ciudad de Buenos Aires, encontrándose a la fecha cumplimentado las obligaciones que asumió oportunamente con sus acreedores.

A partir de todo lo expuesto, queda en evidencia que los análisis efectuados por los diversos Tribunales en cada caso son dispares; amén de demostrar que han recurrido para la solución de cada uno a normas tanto del derecho público como del derecho privado, algo que expone como las compras apalancadas pueden desplegarse incluso en ambos ámbitos.

ii.iii.- Compras apalancadas legítimas e ilegítimas

Como inicio del presente apartado, debemos mencionar que el fundamento del nombre dado a cada una de estas categorías estriba en la forma en que es financiada la compra apalancada, teniendo en cuenta principalmente los fondos propios aportados por la empresa y el nivel de endeudamiento en el cual incurre; dejándose de lado la comparación que podría hacerse entre

aquellas compras efectuadas con fines loables de las que no lo tienen, por entender que el lector puede distinguir las mismas de manera precisa sin necesidad de tratar la cuestión.

En primer lugar, como fuera expresado oportunamente, recordamos que la mayor parte de los fondos necesarios para la compra apalancada provienen de terceros, en especial de bancos comerciales o de inversión. Este aporte, por lo general, incursiona entre un 60% y 80% en la mayoría de los casos, siendo el resto aportes propios. Ahora nos preguntamos, ¿cómo se compone ese capital propio aportado?

Lógicamente, uno imagina que los fondos provienen de los ingresos de la sociedad, la cual puede haber obtenido ganancias líquidas y realizadas en los últimos ejercicios que podrían ser destinadas a este objetivo; dejando de lado la posibilidad de repartir dividendos o efectuar una capitalización con las mismas.

No obstante ello, puede ocurrir en ciertos casos que parte de esos fondos provengan de acreedores involuntarios que tienen un crédito a su favor contra la sociedad apalancada y cuyo fin es muy distinto al de garantizar un mayor endeudamiento de la misma con la ejecución de la compra. Es con esto que se quiere demostrar el problema que se ocasiona cuando del 20% al 40% de fondos propios que se destinan a la operación, la mitad o más de los mismos (entre un 50% y 80%) están compuestos por créditos de terceros.

Actuar de esta manera no solo agrava el riesgo de insolvencia de la target, sino que a su vez puede implicar una ruptura en su cadena comercial y de pagos, lo cual podría acarrear graves problemas para la obtención de los flujos de caja futuros que permitan hacer frente al endeudamiento contraído. Si bien es comprensible que ciertas empresas de considerable envergadura cuenten con líneas de créditos que les permiten continuar actuando incluso habiendo excedido cierto límite crediticio considerado prudencial, no es menos cierto que el perjuicio ocasionado a terceros es inconmensurable.

Ante ello, y colocándonos del lado de los acreedores involuntarios que terminan financiando la compra apalancada, podemos decir que su panorama no es nada alentador dadas las circunstancias. En primer lugar, los intereses que corran a su favor por el crédito que tienen contra la target en modo alguno pueden otorgar mayores beneficios que las inversiones que con dichas sumas podrían efectuar.

Sumado a ello, el no poder contar con dichos fondos conlleva que el propio acreedor vea inmovilizado cierta parte de su activo por un periodo de tiempo que puede extenderse durante meses o años, lo cual afecta a su operatividad comercial e industrial, no solo en cuanto rotación de inventario y bienes, sino también pago de salarios, cargas impositivas y patronales, todo a lo cual se deben sumar las depreciaciones sufridas en ese lapso del signo monetario.

Es por esto que consideramos que, financiar la parte de los fondos propios de una compra apalancada con el crédito que uno o varios acreedores tienen contra la sociedad, resulta en todo sentido ilegítimo, teniendo en consideración que no solo se perjudica a los terceros acreedores, sino al propio giro de la target, tanto en su faz económica como operativa, lo que será evidenciado con el costo que tendrán dichas decisiones en el futuro, ya que utilizar el pasivo de la sociedad como forma de fondeo de la operación solo puede generar desacoples financieros más acentuados a los ocasionados con el alto grado de apalancamiento.

iii.- Posibles panoramas a partir del uso del Leveraged Buyout

Teniendo en consideración los contenidos expuestos con anterioridad, entendemos necesario en este punto centrar nuestro análisis en las principales consecuencias jurídicas que se derivan a partir de la utilización de las compras apalancadas o leveraged buyout, tanto sea en un sentido positivo, como en uno negativo.

El poder dilucidar las situaciones fácticas que se pueden derivar a partir de su aplicación, así como también determinar quiénes resultan encargados en la toma de decisiones de las empresas y el grado de responsabilidad que le compete a cada uno, es una cuestión que pretendemos tratar a partir del marco estructural expuesto en este capítulo.

iii.i.- Creación de Valor – Crecimiento Sostenido

Analizar esta primera posibilidad conlleva entender inicialmente que, como lógicamente el lector lo sabrá, no existe empresa o sociedad cuya finalidad sea la pérdida de ganancias o la obtención de resultados patrimoniales negativos. Todo proyecto y/o inversión que desee efectuarse, necesariamente debe conllevar un análisis cuantitativo que arroje como resultado un saldo positivo de manera potencial, dejando en evidencia la viabilidad del mismo en el mediano y largo plazo.

Establecer proyecciones que determinen los márgenes de rentabilidad y rendimientos de un proyecto resulta de vital importancia, debiendo adecuarse las mismas a las condiciones estructurales y macroeconómicas de la operatoria que se busca efectuar.

En este punto, dicha conducta es adoptada y compartida no solo por la empresa de leveraged buy out, ya sea que esté representada por una empresa o fondo de private equity, por una sociedad financiada por estos, por directivos o empleados de la propia firma adquirida o cualquier otro interesado en su compra, sino también por la target company.

Entender que para la empresa de leveraged buyout lo antedicho implica obtener una tasa de retorno superior o mejor a la del mercado y otras inversiones, así como para los inversores institucionales y particulares lograr una mejora en sus finanzas a un riesgo considerado leve o moderado, no necesariamente quita que para la sociedad target implique una forma de reorganizar su estructura de tal manera que le permita optimizar la utilización de sus recursos para lograr un mejoramiento en sus condiciones estructurales en términos económicos, financieros y operativos.

Ante este panorama, creemos oportuno compartir las reflexiones de Julio Bonmati Martínez quien marca la diferencia entre el valor de una empresa y la creación de valor de la misma, entendiendo por la primera que *“El valor de la empresa es el valor del conjunto de elementos materiales, inmateriales y humanos que integran o constituyen la empresa”* (Bonmati Martínez 2013, p.10), mientras que por su parte explica que *“Se crea valor en la empresa cuando la utilidad o riqueza que genera es lo suficientemente grande para cubrir el coste de todas las fuentes de financiamiento de los recursos invertidos en el negocio”* (Bonmati Martínez 2013, p.11).

Siguiendo el puntapié que nos dan dichas conceptualizaciones, entendemos de vital importancia que a partir de la compra apalancada se pueda procurar el continuo crecimiento de la target, permitiendo de este modo que la misma pueda hacer frente a los costos de financiamiento, sumado a la obtención un margen de ganancias que le permita continuar expandiendo su horizonte de mercado por medio de la reinversión de dichos beneficios en el negocio.

Así, creemos conveniente verter lo dicho por Cyril Demaria y Eduard Tarradellas, quienes entienden que:

“Básicamente, un LBO desafía el status quo de la empresa para encontrar fuentes de creación de valor y materializarlos para vender la empresa a un precio mayor. El hecho de que el escenario de salida implique un precio superior significa que es muy improbable que la operación de LBO tenga como único propósito el ejercicio del apalancamiento financiero (aunque pueda ocurrir)” (Demaría, Tarradellas, 2016, S/P).

Con esto, dichos autores entienden que esta creación de valor puede darse a partir de un aumento en las ventas de la empresa, por una mayor o mejor política de marketing o por una mejora en la eficiencia de la cadena de producción, ya sea esto último por un exceso de oferta que debe ser eliminada o por el equilibrio entre las tareas internas y externas de la empresa.

Asimismo, a fin de demostrar la mentalidad que tienen tanto los directivos de la empresa de leveraged buyout como los de la target company al momento de efectuar la adquisición mediante compra apalancada, creemos oportuno traer a colación lo dicho por Juan Mascareñas Pérez Iñigo, quien entiende que:

“Una de las preguntas clave que se hace la directiva de una empresa sometida a un LBO es ¿en qué negocios deberíamos permanecer?, pues una compra apalancada fuerza al equipo directivo a identificar esos negocios para los que la empresa está perfectamente dotada y es competitiva, al mismo tiempo que se deshace de aquellos que no lo son tanto. La venta de estos últimos proporciona dos ventajas, por una parte, hace que la directiva destine todo su esfuerzo y saber a las áreas rentables, y además proporciona financiación para acometer la financiación de la deuda” (Mascareñas Pérez Iñigo, 2011, p.240).

Seguidamente, expone que en caso de necesidad de definición sobre a qué proyectos se debe destinar mayores recursos entre los rentables, entiende que se debe dar prioridad a aquellos que otorguen una ventaja competitiva a la empresa, lo que queda demostrado en la siguiente frase: “*Los recursos financieros se destinarán a aquellos nuevos proyectos que son consonantes con la ventaja competitiva de la empresa debido a que son los ideales para crear valor*” (Mascareñas Pérez Iñigo, 2011, p.240).

Es ante estos aportes otorgados por autores de renombre que buscamos demostrar la subjetividad que tienen los directivos de las empresas intervinientes, entendiendo que los beneficios que se derivan de la creación de valor y el crecimiento sostenido de la target company benefician a su vez a la empresa de leveraged buyout, algo que muchas veces resulta difícil de comprender por análisis sesgados o parciales que se efectúan de las compras apalancadas.

iii.ii.- Pérdida de Valor – Riesgo de Insolvencia

En las antípodas de la creación del valor y el crecimiento sostenido de la target company, nos encontramos con un panorama o cuadro de actividad enmarcado en la crisis de las empresas, haciendo foco principalmente en las dificultades financieras y económicas que presentan para hacer frente a sus obligaciones.

En este punto, comenzando el análisis, entendemos necesario mencionar que debemos referirnos a insolvencia de la empresa y no a falta de liquidez por cuanto, en primer lugar, conforme se planteara oportunamente, una de las particularidades que debía revestir la target company era la de tener una alta liquidez para poder hacer frente a la deuda que se derive del apalancamiento; mientras que por otro lado la insolvencia a la que referimos conlleva que la liquidez propia de los

activos con los que cuenta la sociedad adquirida resulte insuficiente para confrontar el nivel de deudas que posee.

A los fines teóricos, distinguir entre liquidez y solvencia resulta importante por cuanto, una empresa puede gozar de solidez o capacidad financiera a partir de la información que aparezca en sus estados contables y, no obstante esto, carecer de liquidez por la clase de activos que posee y actividad que desarrolla. Por otro lado, nos encontramos con una empresa que puede tener un alto grado de liquidez, pero no ser solvente, circunstancia esta última que nos interesa analizar en el caso concreto.

Esta diferencia es relevante al momento de analizar los mecanismos y consecuencias que se derivan de los mismos al momento de efectuar una compra apalancada, algo que puede conllevar que la sociedad apalancada se insolvente, entre en cesación de pagos; y/o en un proceso de falta de liquidez agravado, lo cual debe ser analizado y diferenciado tal y como lo hace Efraín Hugo Richard, quien con total claridad expresa que:

“Insolvencia se corresponde con la pérdida del capital social. Una sociedad puede actuar con aparente solvencia por disponer de crédito ilimitado y tener una productividad rápida que genera un constante y renovado flujo de caja, y haber perdido el capital social. El pasivo sería muy superior al activo, o sea que no existiría patrimonio neto y por tanto se habría producido la pérdida del capital social...” (Richard, 2018, p.154)

Seguidamente, el autor realiza una distinción precisa y clara que entendemos merece ser reproducida en su totalidad, al manifestar:

“Convengamos que las dos situaciones patrimonialmente distinguibles en las sociedades son: 1. El patrimonio activo inferior al patrimonio pasivo, o sea patrimonio neto neutro o negativo que exterioriza la pérdida del capital y reservas, y 2. El activo corriente inferior al pasivo corriente, que exterioriza una imposibilidad transitoria de pago con medios normales. A lo primero lo catalogaremos como “insolvencia” (insolvencia patrimonial) y a lo segundo como “cesación de pagos” (insolvencia negocial)” (Richard, 2018, p.160).

Es ante esta situación que se plantea la necesidad de recurrir a los mecanismos que permitan prevenir de alguna manera la posible disolución y posterior liquidación de la sociedad o empresa apalancada, entendiendo que en nuestro caso, tal y como se manifestara, existen múltiples intereses que requieren una atención tuitiva por el ordenamiento jurídico, los cuales exceden a la sociedad como persona jurídica considerada en sí misma, alcanzando a los accionistas (particularmente los minoritarios), los acreedores y trabajadores de la misma, entre otros.

Encontrándose la target en esta situación, surge la imperiosa necesidad de tender a la conservación de la empresa, lo cual es analizado por el propio Richard cuando nos dice que:

“El problema de la empresa debe verse externamente y no internamente. La apreciación debe ser genérica para tutelar la empresa como organización económica, limitando los efectos externos de su cesación de pagos y permitiendo que, en ese contexto, la “empresa” pueda solucionar su problema.” (Richard, 2010, p.586)

No menos importante es la diferenciación que hace entre la conservación y la reactivación de la empresa al entender que:

“Conservar la empresa no es lo mismo que reactivarla. Un objetivo central debe ser “conservarla”, evitar que caiga en crisis. La crisis es un disvalor, que puede generar daños y si hay daños pueden existir responsables. Reactivar la empresa en crisis aparece un imperativo del derecho concursal. Al no haber podido conservar la empresa eficiente, al no haber podido superar la crisis por los medios normales al alcance de toda organización, debe intentarse la reactivación que aparece como un imperativo de la legislación concursal” (Richard, 2010, pp. 463-464)

Con esto, y tomando en cuenta lo reseñado por el autor, debe comprenderse que la conservación de la empresa aparece como prioridad para la legislación concursal y societaria, lo que no quiere decir que mediante esto se desligue de responsabilidad a quienes ocasionaron el estado de insolvencia de la target company, perjudicando a terceros acreedores e interesados.

A su vez, creemos importante mencionar lo dicho por Héctor Alegría en cuanto entiende que:

“Es por eso que en el derecho argentino se ha señalado el principio de conservación de la empresa como "principio inspirador común en la reforma legislativa mercantil en curso", lo que fue reconocido por la doctrina, en especial, respecto de la ley de sociedades y de la ley de concursos, con distintas manifestaciones regulatorias concretas” (Alegría, 2009, p.8).

Es con esto que se pretende la protección y resguardo de la empresa y no del empresario que pudo poner a la misma en dicha situación por impericia, negligencia o dolo, todas actitudes estas que serán tenidas en cuenta en su oportunidad para tomar en consideración la responsabilidad que ha de recaer sobre cada participante de la sociedad o empresa con dificultades económicas y financieras.

iv.- Encargados en la toma de decisiones empresariales

Entendemos oportuno y conveniente mencionar y distinguir las funciones que han de cumplir quienes toman decisiones en las sociedades, para luego analizar la responsabilidad que ha de atribuírsele a cada uno de acuerdo a su intervención en la empresa de leveraged buyout o la target company, siempre considerando que se hubiere ocasionado sobre esta última un estado de insolvencia o cesación de pagos que pueda conllevar la posterior disolución y liquidación de la misma.

Es con ello que, en primer lugar, en este punto estimamos oportuno tomar las consideraciones y referencias que utilizan Andrés y Pedro Sánchez Herrero (2018), quienes a los fines didácticos distinguen cuatro órganos dentro de la sociedad, a saber: gobierno, administración, representación y fiscalización.

En torno al primero, entienden que sus funciones se enmarcan dentro de los siguientes aspectos: la fijación del contenido del contrato social, así como también de los elementos básicos de la estructura jurídica societaria; la determinación de la integración de los distintos órganos y el contralor de su actuación; las tendencias al logro por parte de los socios del ejercicio de sus derechos y aquellas cuyo ejercicio suponga una modificación sustancial en la estructura de la organización económica que subyace a la sociedad.

Por su parte, respecto al órgano de administración, entienden que el mismo tiende a:

“...tomar decisiones respecto de las actividades productivas de la sociedad. El órgano de administración tiene también a su cargo las funciones necesarias para

la preservación y adecuación de la estructura jurídica de la sociedad y para el cumplimiento de las cargas jurídicas que pesan sobre tal sociedad...” (Sánchez H. A, Sánchez H.P; 2018, S/P)

Tal y como señalan los autores, existe una zona de superposición entre los campos de actuación de los órganos de gobierno y de administración, debiendo en este punto delimitarse de la mejor manera posible dichos marcos a fin de que, principalmente el órgano de gobierno, no tome como propias decisiones que corresponden a la administración, especialmente en materia productiva y de estructuración de la sociedad.

Sumado a ello, debe diferenciarse al órgano de administración con el de representación, entendiendo que muchas veces pueden confundirse y considerarse a ambos como un único órgano. No obstante ello, los autores recurren a un ejemplo práctico referido a las sociedades anónimas a los fines de distinguir los mismos, sosteniendo en este punto que en las mismas *“...las funciones de administración corresponden al directorio en su conjunto, y las de representación al presidente y a los demás directores que en su caso prevea el estatuto...”* (Sánchez H. A, Sánchez H.P; 2018, S/P)

Dentro de esta breve mención, creemos oportuno referir algo que a posteriori será de estrecha consideración con el tema de investigación, y que es la mención que hacen los autores respecto a la sujeción que deben tener los administradores en su accionar a la normativa societaria y al contrato social, cuando expresan que *“Debe cumplir con la legislación societaria y con el contrato social, y operar con la diligencia de un buen hombre de negocios en pos de la satisfacción del interés societario, dentro del marco fijado por el objeto de la sociedad”* (Sánchez H. A, Sánchez H.P; 2018, S/P)

Continuando con la distinción entre los órganos, creemos oportuno mencionar nuevamente a Efraín Hugo Richard y Orlando Manuel Muiño, quienes entienden que *“La representación de la sociedad está ligada funcionalmente a la administración. Esa representación puede ejercerse y obliga a la sociedad por los actos que no sean “notoriamente extraños al objeto social”* (Richard, Muiño, 2000, pp.214-215).

En consonancia con esto, los autores son clarificadores a partir de una nueva distinción que hacen seguidamente, donde indican que:

“Sin perjuicio del uso indistinto efectuado por el legislador en algunos artículos de la ley societaria (sentido amplio), estos vocablos significan conceptos distintos: administración se refiere a la gestión interna de los negocios sociales; representación es la facultad de actuar frente a terceros en nombre de la sociedad a fin de que ésta adquiera derechos y contraiga obligaciones. En ese sentido se sostiene que la representación en nuestro derecho constituye una facultad natural de todo administrador de actuar en nombre de la sociedad vinculándola con terceros, salvo que esta facultad se halle excluida por disposición de la ley, como es el caso de la sociedad anónima (el directorio es el órgano de administración, y es representada por el presidente)” (Richard, Muiño, 2000, p.223).

Es con esto que, como se hiciera referencia oportunamente, deberemos tener en consideración el grado de vinculación de su actuación con el objeto propio de la sociedad o empresa, tomando como centro de análisis a la compra apalancada, entendiendo que la violación a este principio conllevará necesaria e indefectiblemente consecuencias jurídicas que se analizarán oportunamente.

Por último, en lo que respecta al órgano de fiscalización, creemos conveniente plasmar lo expresado por Gómez Leo y Balbín, en cuanto entienden que:

“La razón de ser del órgano de fiscalización se encuentra, entonces, en la necesidad de controlar de manera permanente la marcha de la administración social y la gestión de los negocios, especialmente cuando el socio no goza de tal facultad, con el fin de prevenir los abusos en detrimento de la sociedad o de los intereses sociales. Ejerce entonces un control permanente, tanto de las tareas de administración de la sociedad como sobre las distintas gestiones cumplidas por el directorio de ésta. El propósito de su designación es evitar, o remediar, cuando aún sea oportuno, cualquier tipo de abuso o falsedad, como también cualquier acción que pueda redundar en perjuicio de la sociedad, considerada como ente autónomo, o de los intereses sociales individuales. Así, el órgano de fiscalización, cualquiera sea su especie y el tipo social al que pertenezca, tiene por finalidad, básicamente, la de controlar que la actividad de administración se sujete a la ley, al estatuto y al reglamento” (Gómez Leo, Balbín, 2013, S/P).

Es con esta explicación precisa como puede entenderse la función primordial que cumple el órgano de fiscalización, haciendo de contralor en los manejos y actividades de la sociedad, procurando mediante los mismos el resguardo de los derechos de las partes interesadas; algo que como los autores entienden, ellas mismas pueden llevar a cabo, más allá de los supuestos establecidos para las Sociedades Anónimas (Sindicatura o Consejo de Vigilancia).

Atendiendo a las reseñas otorgadas por especialistas en la materia, como han sido los aquí nombrados, podemos entender que la actuación de cada uno de estos órganos no resulta independiente de los demás, comprendiendo que la finalidad perseguida es la misma, en cuanto a toma de decisiones se refiere.

La interconectividad propia de toda sociedad y de cada uno de sus integrantes hace que las decisiones sean adoptadas en conjunto en mayor o menor medida, lo cual no puede excluir los diversos grados de responsabilidad a los cuales se encuentran sujetos cada uno de los componentes.

Analizar al empresario o empresa como persona física o jurídica individual dista de lo que es propio del derecho en cuanto interrelación entre múltiples facetas, lo cual nos llevó a efectuar esta concisa distinción para evitar reiteraciones innecesarias en los pasos que siguen.

iv.i.- Utilización de inteligencia artificial y machine learning en la toma de decisiones

La incorporación del presente apartado dentro del análisis e investigación que buscamos llevar adelante no se da por una simple subjetividad o interés personal, sino ante todo por la continua disrupción que han generado los avances tecnológicos no solo en nuestra actuar diario en general, sino también para las diversas profesiones que catalizan el uso de los mismos para el desarrollo de la inteligencia artificial en general y del machine learning en particular.

Si bien esto parece apartado de nuestro campo de actuación como abogados y del proceso de toma de decisiones dentro de una empresa o sociedad, como puede ser el caso que analizamos de las compras apalancadas, debemos tener en cuenta que en la realidad ocurre todo lo contrario, tal y como nos indica Lorente cuando nos dice que:

“Ya existen, desde hace varios años, este tipo de herramientas que hacen “minería de datos” (data mining) sobre precedentes judiciales generales y o particulares (específicamente abogados intervinientes y jueces presidiendo los

casos) y, utilizando tecnología de la información, IAs y machine learning, predicen resultados en los casos y, asimismo, sugieren cursos de acción legal para reforzar el resultado predicho (si es el deseado) o bien para modificar el resultado final si el que informa la IA legal no es el anhelado por el cliente.” (Lorente, 2019, p.1903)

Sumado a ello, la utilización de la misma posibilita no solo la recopilación masiva de datos para la toma de decisiones con una precisión y rapidez que sería imposible de lograr por las personas, sino que también permite prevenir la ocurrencia de determinados riesgos o situaciones adversas que puedan ocasionarse como consecuencia de factores ajenos o propios de cada empresa.

En este sentido, puede hablarse incluso de un apalancamiento de las empresas en inteligencia artificial, catapultando sus proyecciones y conductas conforme las diversas predicciones que puedan establecerse mediante el uso de algoritmos y machine learning. Es ante esto, que el sistema empresario y el derecho societario no pueden ser ajenos a este tipo de avances tecnológicos, los cuales, mediante la inteligencia predictiva, pueden colaborar en la mejora y eficiencia de su funcionamiento.

iv.i.i.- La implementación de algoritmos

En este punto, estimamos oportuno emprender nuestro análisis entendiendo que lo que se busca es en cierto modo demostrar como la inteligencia artificial se fue haciendo espacio entre las ramas más complejas que presenta la realidad y que nos incumben mediante el presente de manera plena, como son las finanzas y el derecho.

A partir de ello, entendemos que es el momento para tomar la definición de algoritmo vertida por Ricardo Peña Mari (2011) y que es reproducida por María Celeste Colombo en estos términos: *“Conjunto de reglas que, aplicada sistemáticamente a unos datos de entrada apropiados, resuelven un problema en un numero finito de pasos elementales”* (Colombo, 2019, p.2).

Asimismo, tal y como lo expresaran los autores, es relevante destacar que los algoritmos son el motor de combustión de la inteligencia artificial, entendiendo que, sin estos, la multiplicidad de datos que existen en el universo serían imposibles de agrupar de acuerdo a los intereses que se deseen satisfacer.

Sumado a ello, y entendiendo que el funcionamiento de estos procesos está dado por una serie concatenada de hechos o circunstancias, debemos considerar, tal y como lo hace Colombo que, una vez que el uso de los algoritmos se fue expandiendo, los mismos se comenzaron a introducir en el machine learning debido a que *“...captan patrones complejos por intermedio de datos adquiridos para, posteriormente, tomar decisiones por sí mismos a los fines de resolver problemas no previstos”* (Colombo, 2019, p.2).

A partir de esto es que se logra, mediante los mismos, la solución a una diversidad de cuestiones inimaginables de la vida cotidiana, entendiendo que son el pilar de la mayoría de las aplicaciones que utilizamos a diario y que se basan, por ejemplo, en el reconocimiento facial, la conducción de un automóvil, el envío de mensajes o correos, así como la elaboración de programas de análisis de todo tipo.

No obstante ello, no puede dejarse de lado que su utilización puede ocasionar problemas o presentar dificultades tales como los que describe la autora referenciada, los cuales consisten básicamente en:

- a) Un bug o error informático de programación.

- b) Los sesgos en los algoritmos, entendiendo que en sí mismos estos no los poseen, sino que son el resultado de la conducta y pensamiento de quien los configura.
- c) La manipulación de algoritmos que ocasionen burbujas que resulten acordes a los intereses y consumos de una persona determinada (Colombo, 2019, pp.2-4)

Más allá de esto, estimamos oportuno recurrir a Lorente, quien nos comenta que:

“La combinación de dos tendencias importantes —la aparición de una potencia de cálculo a bajo costo sumada a la gran abundancia de numerosos conjuntos de datos— ha creado la tormenta perfecta para que la inteligencia artificial se utilice en las finanzas” (Lorente, 2019, p.1900).

Es a partir de esto, que el mundo financiero ha cambiado rotundamente desde la aparición de estos mecanismos de recolección y procesamiento de datos que son los algoritmos, a partir de los cuales se logran en un alto porcentaje de casos una proyección y rentabilidad de resultados superiores a los que se podrían obtener mediante la utilización de los medios tradicionales.

Sumado a ello, se ha demostrado en este tema la conjunción que existe entre materias como las finanzas, la toma de decisiones a nivel empresarial y el derecho como marco regulatorio de éstas.

La interconectividad de estos ámbitos puede observarse a partir de la irrupción de la inteligencia artificial en las decisiones empresariales, algo que tuvo un punto de partida a partir de la designación de “Vital” como miembro del directorio de una empresa de private equity, situación similar a la que ocurriría en nuestro caso con la empresa de leveraged buyout. Esto fue analizado por Lorente, quien expuso que:

“El primer antecedente significativo del que existe registro se remonta al año 2014 cuando una empresa de inversiones de riesgo denominada Deep Knowledge Ventures, con sede en Hong Kong, designó como integrante de su Directorio a "Vital" (Validating Investment Tool for Advancing Life Sciences): un algoritmo. A ese algoritmo le fueron asignadas específicamente facultades o derechos para "votar" en algunas decisiones vinculadas a invertir o no en un determinado proyecto o empresa, en paralelo con los restantes integrantes humanos del directorio, en particular aquellos proyectos que suponían un análisis previo de una gran cantidad y variedad de datos.” (Lorente, 2019, p.1905)

En consonancia con esto, el autor expresa los motivos que llevaron a que Vital sea considerada como miembro del directorio, más allá de lo que reconociera el régimen legal de Hong Kong, y a tener derecho a voto solo en determinadas decisiones financieras, amén de su reconocimiento a nivel mundial. En este sentido, manifiesta que:

“Las razones, casi elementales, por las que dicha IA fue designada para actuar como integrante del directorio fue por su habilidad "sobrehumana" para ejecutar procesos de auditoría de información legal, contable, financiera y operativa (due diligence) de un posible proyecto de inversión, como así también su capacidad humanamente inigualable para usar paquetes históricos de datos para descubrir patrones o tendencias que no son inmediatamente obvios para los humanos, incluso para aquellos humanos especializados en el análisis específico de este tipo de datos” (Lorente, 2019, p.1906).

Es con esto que se quiere demostrar que, pese a ser necesarios múltiples avances y la formación de los profesionales de las diversas áreas tanto en nuestro país como a nivel global, la inteligencia artificial ha llegado para quedarse. Ya sea en uno o varios ámbitos de nuestra sociedad, su irrupción tuvo un inicio, lo cual conlleva que debamos plantearnos hasta qué punto estaremos dispuestos a tomar esto con la debida seriedad que nos permita entender el futuro que se avecina.

iv.i.i.i.- Aspectos relevantes

Como se viene desarrollando, entendemos conveniente tomar en consideración los aspectos de mayor importancia referentes a esta cuestión que se vinculen no solo con nuestro tema de investigación, sino también con la conducción de las empresas o sociedades. En este sentido, y como se mencionara en el apartado anterior, es oportuno analizar la relevancia que puede tener el uso de la inteligencia artificial en la administración y dirección de las mismas.

A partir de ello, creemos conveniente traer a colación lo expresado por la Dra. Kamalnath, la cual sostiene que¹²⁵:

“La Inteligencia Artificial podría ayudar a los directores a captar elementos cruciales de información dentro de grandes cantidades de datos, lo que ayudará a los mismos a cumplir con sus obligaciones fiduciarias y estatutarias. Al problema de que los directores independientes tengan que procesar una gran cantidad de información en un corto período de tiempo, deben sumarse aquellos problemas que impiden que el directorio ejercite su juicio de manera independiente. Aunque la mayoría de los directorios en 2008 estaban dominados por directores independientes, el hecho de que ocurrieran fallas corporativas como Enron y World.Com hizo evidente que tener directores independientes no siempre era eficaz. Se argumentó que el problema residía en la forma en que las normas legales relevantes definieron "independencia", la cual se centró principalmente en la independencia "financiera", pero no en la independencia de "la mente". Además, los directores independientes a largo plazo fomentan lo que se ha llamado "amistades ficticias" entre directores. Esto a veces lleva a que los mismos duden en desafiar a sus "amigos" en el directorio. Por lo tanto, la incapacidad de los miembros del directorio para desafiar a la dirección y a las mayorías dentro del directorio debido a algunos prejuicios / amistades ficticias, parece haber sido el núcleo del problema. En otras palabras, la mayoría de los directorios sufrieron de pensamiento grupal” (Kamalath, 2019, pp.7-8).

Seguidamente, la autora expone como respuesta a esto que¹²⁶:

“...La Inteligencia Artificial puede ser una ayuda útil para contrarrestar el pensamiento grupal. Incluso si se utiliza simplemente como una herramienta para analizar información y dar una opinión que el consejo de administración considere, podrá aportar sus ideas sin ser influenciada por el pensamiento de grupo. La Inteligencia Artificial no sería susceptible a los sesgos humanos, a menos que esté programada en su sistema. Como ha dicho un comentarista de algoritmos y big data, un sistema de inteligencia artificial se verá influenciado por los datos y no por los sentimientos. No tendrá miedo de enfadar a sus

¹²⁵ La traducción pertenece al autor del presente trabajo

¹²⁶ La traducción pertenece al autor del presente trabajo

amigos. El directorio, en un escenario en el que no ha tenido en cuenta cursos de acción alternativos (ya sea porque no había tiempo para leer toda la información relevante o porque dudaban en gestionar los desafíos), tendrá que evaluar la entrada sugerida por el sistema de Inteligencia Artificial. Además, cualquier miembro del directorio que inicialmente dude en expresar una opinión disidente podrá utilizar la recomendación de la Inteligencia Artificial como base para expresar la misma. Por lo tanto, a partir de esto, el directorio sería capaz de considerar aspectos de una situación / curso de acción que podrían haberse pasado por alto, ya sea por escasez de tiempo, por puntos ciegos causados por el pensamiento de grupo u otros sesgos. Por supuesto, aún depende de los directores actuar sobre estas recomendaciones. Sin embargo, la recomendación de la Inteligencia Artificial garantizará que el directorio no pase por alto tales aspectos mientras está tomando una decisión” (Kamalath, 2019, pp.8-9).

Es ante ello que, en base a lo antedicho, entendemos que su incorporación plena e inmediata como director con voz y voto en el directorio de cualquier empresa es algo que puede resultar arriesgado y de difícil puesta en práctica.

Con esto, se debe en primer lugar tomar en consideración la posibilidad de utilizarlos como asesores o directores con voz, pero sin voto en determinadas materias, como es el supuesto de las decisiones de inversión en determinados proyectos; para luego ingresarlos paulatinamente a través de una participación con la posibilidad de opinar y votar.

Sumado a ello, compartimos plenamente la opinión de los autores antes mencionados en cuanto entienden que, mediante esto, no se pretende eliminar a los directores humanos de las empresas, sino ante todo dar un punto de apoyo y una opinión sólida a los mismos a partir de la inteligencia artificial. La capacidad que posee la misma de recolectar y procesar datos en una cantidad y velocidad que resultan totalmente inalcanzables para los humanos implica un punto de suma importancia que debe ser aprovechado por los directores de una empresa.

La circunstancia de que la inteligencia artificial sea neutral, o al menos así entendemos debe serlo, hace que pueda tenerse a partir de la misma una opinión que no se encuentre marcada por las subjetividades; donde solo se tome en consideración la mejor opción para el tema tratado, incluso si esta es contraria al interés de la mayoría del directorio o de los accionistas mayoritarios.

Con esto, lo que quiere remarcar es que los algoritmos y la inteligencia artificial están destinados a tomar las mejores decisiones, lo cual necesariamente se encuentra conectado a la circunstancia de que no debe existir una manipulación por parte de los programadores que inclinen las predicciones de su sistema en uno u otro sentido de manera sesgada, por cuanto eso es lo que pretende evitarse.

Si bien entendemos que esto es algo complejo de imaginar en nuestro país, estimamos que lo mejor es plantear posibles supuestos que pueden darse en el devenir diario, permitiendo que la inteligencia artificial sea usada para el bien no solo de la sociedad o empresa que la utilice, sino para los diversos componentes que se relacionen con la misma.

v.- Responsabilidad en la toma de decisiones

Como fuere expuesto oportunamente, es a partir de este punto en donde comenzamos a centrarnos en la relevancia de las decisiones que toman los miembros de los órganos que mencionamos en puntos anteriores, así como la responsabilidad que deriva de su accionar.

Cabe aclarar que las conductas y posibles escenarios que se van a poner en análisis están vinculados a la actividad de la target company, por cuanto es la parte que ha de resultar perjudicada directamente como consecuencia de una ejecución defectuosa de la compra apalancada.

v.i.- Análisis a la luz del Derecho Nacional

Entendemos necesario en este punto expresar en primer lugar que el análisis normativo se centrará principalmente en lo dispuesto por la Ley General de Sociedades, por ser la que tiene mayor apego al tema de investigación seleccionado. No obstante esto, existen precisiones hechas respecto a los aportes que se harán desde el Código Civil y Comercial, la Ley de Concursos y Quiebras, así como las demás disposiciones legales específicas de cada materia que resulten complementarias al tratamiento a efectuar.

v.i.i.- Responsabilidad de Administradores y Representantes

Desde el inicio del tratamiento del punto en cuestión, estimamos oportuno expresar que todos los análisis presentados se centrarán en el caso particular de las compras apalancadas, pudiendo ampliarse el mismo más allá de estas, algo que no obstante implicaría como mínimo la elaboración de otro trabajo de igual o mayor amplitud.

Así, en primer lugar, estimamos oportuno clarificar que uno de los aspectos centrales a analizar dentro de las compras apalancadas radica en el sobreendeudamiento o excesivo apalancamiento de la target company, algo que Vitolo ha definido al decir que:

“Una sociedad está sobreendeudada -contrariamente- cuando ha generado pasivos que no pueden ser afrontados con las disponibilidades propias del giro, el producido de la explotación, ni con los bienes normalmente realizables en oportunidad de afrontar el pago de los mismos. Es decir que, como consecuencia del obrar de sus administradores o de la decisión de su órgano de gobierno, asume obligaciones dentro de un rango que excede la posibilidad de cumplimiento de las mismas” (Vitolo, 2005, p.7)

Seguidamente, para ahondar en mayor claridad, expone que *“El sobreendeudamiento deviene de actos de administración o de gobierno; a diferencia del desequilibrio patrimonial que puede derivar -además- de hechos de terceros, de responsabilidad extracontractual, o de otras causas”* (Vitolo, 2005, p.7).

Con motivo de lo referido por el autor, podemos decir que el papel que cumplen los administradores y representantes dentro de la sociedad es primordial, a la vez que tiene estrecha relevancia con el alto grado de apalancamiento que adquiriera la target company, la cual, con posterioridad, se podrá encontrar potencialmente con la imposibilidad de hacer frente a dicho pasivo.

Ahora, una vez determinado que no resultan ajenos o indiferentes a la operatoria, debemos preguntarnos cuál es el grado de responsabilidad que les cabe por los actos ejecutados en cumplimiento de su función. Es por ello que, como primera medida, estimamos oportuno traer a colación el artículo 58 LGS, el cual reza:

ARTICULO 58. — El administrador o el representante que de acuerdo con el contrato o por disposición de la ley tenga la representación de la sociedad, obliga a ésta por todos los actos que no sean notoriamente extraños al objeto social. Este régimen se aplica aun en infracción de la organización plural, si se tratare de obligaciones contraídas mediante títulos valores, por contratos entre

ausentes, de adhesión o concluidos mediante formularios, salvo cuando el tercero tuviere conocimiento efectivo de que el acto se celebra en infracción de la representación plural.

Eficacia interna de las limitaciones. Estas facultades legales de los administradores o representantes respecto de los terceros no afectan la validez interna de las restricciones contractuales y la responsabilidad por su infracción.

En este punto, nos resulta de relevancia lo impetrado en la primera parte del mismo, en cuanto determina cuando los mismos obligan a la sociedad con su actuación. Ante ello debemos preguntarnos, ¿es la compra apalancada un acto notoriamente extraño al objeto social? Así también, podemos reformular la pregunta siguiendo los pasos de Patricia Ferrer cuando se pregunta “*si se puede considerar comprendido dentro del objeto social el acto de otorgamiento de garantías para la adquisición de las propias acciones de la sociedad*” (Ferrer, 2003, p.3).

En este sentido, la autora expresa que, incluso la obtención de un beneficio económico no puede dar lugar a la constitución de garantías por parte de la target, atento incurriéndose en un desvío del interés social que demuestra la falta de conexidad con el objeto social propio.

Por su parte, en contrapartida a lo sostenido por la autora, Van Thienen y Di Chiazza entienden que los problemas a dilucidar en torno a la doctrina del ultra vires deben ser enfocados desde otra perspectiva, en tanto manifiestan en primer lugar que:

“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)” (Van Thienen y Di Chiazza, 2008, pp.7-8)

Seguidamente, analizan el problema referente a la conceptualización de “actos notoriamente extraños al objeto social”, algo que los autores resuelven explicando que son aquellos cuya ejecución no están dirigidos a lograr el cumplimiento del mismo, añadiendo en este sentido:

“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” (Van Thienen, Di Chiazza, 2008, p.8).

De la misma forma, es necesario conforme el artículo 59 LGS que los administradores y representantes de la sociedad obren “*con lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios*”, algo que Richard resume de manera clara en cuanto expresa que “*No se trata sólo de hacer negocios individualmente buenos, sino en asegurar la “empresa” viable, como actividades económicas lícitas*” (Richard, 2012, p.1).

En este sentido, el ilustre doctrinario nos pone en conocimiento de que: “*El administrador societario que contrata en estado de cesación de pagos con terceros, obteniendo una prestación que incorpora al patrimonio social en plena conciencia de que la misma no podrá cumplir sus obligaciones, actúa dolosamente y, por tanto, asume responsabilidad.*” (Richard, 2012, p.8).

Así, queda clarificado que en un caso como el que aquí tratamos, donde el excesivo apalancamiento conduce a la sociedad al grado de cesación de pagos, el administrador debe responder por su actuar cuanto menos negligente, por no pensar en un supuesto doloso que agrave la insolvencia en la cual se encuentra inmersa la empresa, perjudicando a los socios y terceros.

Ante ello, es claro que los mismos deben responder de manera solidaria e ilimitada por los daños y perjuicios que ocasionen, a lo cual creemos también debe sumarse lo normado por el artículo 173 de la Ley de Concursos y Quiebras para cuando dolosamente hubieren ocasionado o agravado la situación de la sociedad.

En consonancia con lo antedicho, y para reforzar el marco de responsabilidad propio de los administradores, creemos oportuno traer a colación los artículos 159 y 160 del Código Civil y Comercial de la Nación, en cuanto disponen:

ARTÍCULO 159.- Deber de lealtad y diligencia. Interés contrario. Los administradores de la persona jurídica deben obrar con lealtad y diligencia.

No pueden perseguir ni favorecer intereses contrarios a los de la persona jurídica. Si en determinada operación los tuvieran por sí o por interpósita persona, deben hacerlo saber a los demás miembros del órgano de administración o en su caso al órgano de gobierno y abstenerse de cualquier intervención relacionada con dicha operación.

Les corresponde implementar sistemas y medios preventivos que reduzcan el riesgo de conflictos de intereses en sus relaciones con la persona jurídica.

ARTÍCULO 160.- Responsabilidad de los administradores. Los administradores responden en forma ilimitada y solidaria frente a la persona jurídica, sus miembros y terceros, por los daños causados por su culpa en el ejercicio o con ocasión de sus funciones, por acción u omisión.

No conformes con esto, creemos importante resaltar lo normado por el artículo 72 LGS, aplicable tanto a los administradores como así también a los síndicos, conforme se analizará seguidamente, en cuanto dispone:

ARTICULO 72. — La aprobación de los estados contables no implica la de la gestión de los directores, administradores, gerentes, miembros del consejo de vigilancia o síndicos, hayan o no votado en la respectiva decisión, ni importa la liberación de responsabilidades.

Es por ello que no deben quedar dudas acerca de la responsabilidad solidaria e ilimitada que tienen los administradores y representantes por los daños y perjuicios que hubieren ocasionado con su accionar tanto a la sociedad, como a los socios y los terceros afectados, entendiendo siempre que las obligaciones que poseen los mismos en sentido genérico son de medio, atento no estar obligados a la obtención de determinados resultados; no obstante lo cual, existen supuestos específicos dentro de los cuales sus obligaciones si son de resultado, debiendo en estos casos lograr la consecución de los mismos.

v.i.ii.- Responsabilidad de Auditores y Síndicos

Analizar las actividades y forma en que desarrollan los mismos los servicios de auditoría y los síndicos en el cumplimiento de sus funciones es algo que no merece ser tratado con menor importancia o intensidad que lo hasta aquí reseñado.

Debemos comprender que las tareas de contralor que cumplen respecto al análisis exhaustivo de los estados contables y financieros es una de las bases que permiten otorgar transparencia y confiabilidad a las empresas que son sometidas a su escrutinio.

Así, es comprensible que el sometimiento al contralor contable por parte de expertos o especialistas en la materia otorgue no solo seguridad y certeza a aquellas personas que mantienen un contacto estrecho con la sociedad o empresa a partir del entablado de relaciones comerciales, sino también para quienes actúan como agentes superavitarios en los mercados de capitales, otorgando fondos y participando como accionistas en entidades deficitarias como son las empresas cotizantes de capital disperso, y también todas aquellas personas que deseen conocer los informes de estas empresas.

De esta forma, estimamos oportuno comenzar analizando lo dispuesto por la Ley General de Sociedades en su Capítulo I, Sección IX bajo el epígrafe *“De la documentación y de la contabilidad”* en cuanto manda y ordena a las sociedades constituidas bajo nuestro régimen societario llevar los libros contables en forma, entre los cuales se destacan el Libro Diario, Inventario y Balances, Estado de Resultados, Notas Complementarias, Memoria, así como todos aquellos que son propios de cada uno de los tipos societarios regulados en nuestro derecho.

Estos son la piedra angular que, más allá de lo expresado en párrafos anteriores, van a servir para medir el grado de evolución que posee el giro empresario, así como la sanidad de las cuentas. La posibilidad de efectuar proyecciones y demostrar atractivo para potenciales inversiones o ampliaciones del plan de negocios es algo que está directamente vinculado a este punto.

Imaginar una empresa sin respaldo contable es algo impensado, debido a que no se puede pretender avanzar si no es con la ayuda y certeza de que la actuación de la misma se encuentra respaldada con los libros correspondientes.

A partir de esto, entendemos en este punto importante plantear la posibilidad fáctica de que la target company exteriorice a partir de sus estados contables una situación y estado económicos que no coincidan plenamente con su realidad patrimonial y financiera.

Es en este sentido, en el que planteamos el supuesto de que, a partir de las firmas de auditoría, se utilice la contabilidad creativa como forma de alterar los estados contables, aparentando una situación de solvencia y crecimiento económico de la target company. En realidad, lo que se hace es ocultar o disimular a través de imputaciones erróneas el grado de endeudamiento en el que ha incurrido a partir de la compra apalancada, al cual no puede hacer frente y que indefectiblemente conllevaría su necesario sometimiento a los procesos que establece nuestra legislación concursal.

Con esto, en primer término, creemos oportuno mencionar que se entiende por contabilidad creativa, siguiendo a tales efectos las aproximaciones que hacen autores de renombre en la materia. Es por ello que estimamos conveniente recurrir a Oriol Amat y John Blake, quienes entienden que *“El término de contabilidad creativa se utiliza para describir el proceso mediante el cual los contables utilizan su conocimiento de las normas contables para manipular las cifras incluidas en las cuentas de una empresa”* (Amat Salas, Blake, 2002, p.11).

Asimismo, dichos autores entienden seguidamente que dicha manipulación de los estados contables se puede dar:

“...a través de un aumento o reducción de gastos, aumento o reducción de ingresos, aumento o reducción de activos, aumento o reducción de fondos propios, aumento o reducción de deudas, reclasificación de activos o pasivos,

información incluida en la memoria, en el informe de gestión y en el informe de auditoría y variación en los métodos de presentación de la información” (Amat Salas, Blake, 2002, pp.14-15).

A partir de esto, queda demostrado que la posibilidad de manipulación de los estados contables puede darse de múltiples formas, con lo cual el control de las cuentas por parte de los auditores resulta aún más dificultoso.

Por otro lado, como paso previo a la continuación de nuestro análisis, estimamos oportuno efectuar una breve mención respecto a uno de los casos de manipulación contable que mayor repercusión tuvo en el ámbito financiero mundial y que llevó al colapso del cuarto banco de inversión más grande de los Estados Unidos como consecuencia de la crisis de las hipotecas subprime, siendo el mismo el caso de Lehman Brothers.

Si bien es de público conocimiento que han existido casos de manipulación contable con catastróficas consecuencias como fueron aquellos que involucraron a Enron, World.com, Parmalat o Adelphia, estimamos oportuno mencionar este en particular no solo por el mecanismo adoptado, sino por la relación que el mismo tiene con el tema objeto de nuestro estudio.

Esto conllevó que el banco colapsara económica y financieramente a partir del uso desmedido del apalancamiento financiero en combinación con la aplicación de contabilidad creativa, haciendo que el propio Tesoro de los Estados Unidos en conjunto con la Reserva Federal decidieran no rescatar al mismo como señal de alerta para aquellos que abusaban de la especulación sabiendo que podrían ser ayudados en última instancia por la entidad monetaria norteamericana. Pese a ello, debemos destacar que la misma si intervino en la debacle de la aseguradora AIG o en el caso de Bear Stearns, el cual posteriormente fue adquirido por J.P Morgan Chase, cuyo colapso fue previo al de Lehman Brothers, y que incluso casi se termina expandiendo a Merrill Lynch.

Todos, en mayor o menor medida, tenemos conocimiento sobre el funcionamiento del mercado hipotecario que ocasionó la crisis del año 2008, así como la función que cumplían como eje en este sistema Freddie Mac y Fannie Mae. No obstante esto, es importante destacar el rol que tuvo Lehman Brothers en dicho mercado a partir de la utilización de CDOs, CLOs y CMOs que se encontraban respaldados por paquetes de activos corporativos o hipotecarios que posteriormente se trasladaron a bonos, fondos de pensión y de inversión.

Esto, a su vez, venía acompañado por el crecimiento exponencial que se había producido en el mercado inmobiliario estadounidense, a partir del cual se otorgaron hipotecas a personas que carecían de los medios necesarios para hacer frente a las mismas, y que a su vez se encontraban avaladas por las calificadoras de riesgo a partir del rango crediticio que se les otorgaba, el cual distaba por completo de lo que ocurría en la realidad.

Pero pese a ello, la operatoria desplegada en la cual queremos centrarnos es aquella definida por la propia entidad como Repo 105, existiendo a su vez la Repo 108. Sus nombres se deben a las operaciones que se efectuaban en los mercados de reposición y que tenían como finalidad ocultar los altos niveles de apalancamiento y endeudamiento que poseía el banco.

Básicamente, la operación podía considerarse como una venta de activos con pacto de recompra, lo cual hacía suponer que se estaba vendiendo un activo que en realidad se estaba prestando bajo la condición de ser recomprado en el futuro con un interés o cargo pactado, sin que se produjera un cambio en la tenencia de la garantía.

A partir de esto, en las temporadas de presentación de balances, se recurría al mismo para obtener los fondos que otorgaran la liquidez necesaria para disminuir los niveles de endeudamiento que poseía la institución, lo cual, una vez superada dicha instancia, implicaba que el banco volviera a comprarlos con un costo adicional que agravaba nuevamente su situación económica.

Lógicamente, dichos préstamos no eran plasmados en los balances, lo cual conllevó que Lehman Brothers utilizara el mecanismo para ocultar un monto aproximado de cincuenta mil millones de dólares en activos líquidos. Indagar en profundidad la complejidad del fenómeno que desencadenó la crisis del año 2008 con sus devastadoras consecuencias merecería un trabajo aparte, con lo cual lo que se pretende mediante esto es hacer un breve racconto de lo que ocurrió en la realidad, tomando como principal referencia de lectura la obra de Antonio Torrero Mañas (2011), la cual trata de manera completa y acabada la multiplicidad de factores que se vieron involucrados en la crisis de las hipotecas subprime.

Esto conllevó que el excesivo y desmesurado apalancamiento de la firma la arrastrara a someterse al Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos. En base a esto, es necesario plantear cual era el nivel de conocimiento que tenían tanto el consejero delegado del banco como la firma de auditoría Ernst & Young respecto a la utilización de este mecanismo como forma de ocultamiento del pasivo de la entidad.

En este sentido, no caben dudas acerca de la responsabilidad que cabe atribuir a la firma auditora, lo cual ocasionó que fuera demandada por parte del Fiscal General del Estado de Nueva York a partir de la colaboración que prestó en la puesta en ejecución de un fraude contable, siendo que el mismo acabó con un acuerdo por la suma de diez millones de dólares, cifra lejana a los ciento cincuenta millones pretendidos como reparación por los daños ocasionados.

A partir de esto, y aprovechando la claridad de exposición, estimamos oportuno traer a la cuestión lo expresado por Favier Dubois (h) y Martorell, quienes mencionan como caso resonante de nuestro país el fallo “Supermercados Norte” (2010) en el cual expresan:

“Hubo connivencia entre al auditor procesado y los autores de la maniobra, consistente en la emisión ficticia de notas de débito, al solo efecto de reducir el pasivo en el balance tenido en cuenta para fijar el precio de una compraventa de paquete accionario, notas de débito que luego se rectificaron”. (Favier Dubois (h), Martorell, 2012, p.8)

Con motivo de esto, el tribunal interviniente determinó no conferir el valor propio que tenía la carta de indemnidad dada por la empresa auditada a las firmas auditoras, atento haber actuado las mismas con dolo.

Tomando como referencia los ejemplos dados recientemente, podemos comprender la relevancia que reviste la función en si de lo auditoría, ya sea a través de personas físicas o jurídicas, lo cual nos lleva a seguir a dichos autores, quienes mencionan la escueta normativa que regula la materia.

En este punto, destacan la obligación que tienen las sociedades por acciones con consejo de vigilancia, las sociedades cooperativas y las entidades financieras de auditar sus estados contables, así como la obligación que impone la Comisión Nacional de Valores a las empresas que hagan oferta pública de sus valores de que sus estados contables sean auditados, tal y como sucede con la SEC (Security and Exchange Commission) en Estados Unidos y los organismos reguladores del mercado de capitales de cada país (Favier Dubois (h); Martorell, 2012, p.9).

Por último, los autores mencionan la Resolución 7/2003 dictada por Inspección General de Justicia, la cual exige que estén auditados todos los balances que deben ser presentados en los términos del art. 67, segundo párrafo, de la ley 19.550, encontrándose comprendidos dentro de este los correspondientes a todas las sociedades por acciones y a las sociedades de responsabilidad limitada cuyo capital alcance el fijado en el art. 299 inc. 2º (Favier Dubois (h); Martorell, 2012, p.9).

Asimismo, siguiendo al propio Martorell, debemos destacar otro de los aspectos importantes en la función que desempeñan los auditores y que tiene que ver con la independencia que deben poseer respecto a la empresa que han de auditar.

Es por ello que el autor menciona la importancia de la Resolución Técnica N° 7 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, al expresar que:

“Por ello; esto es, por la trascendencia que la actividad del auditor tiene para la comunidad, es que las normas detallan cuidadosamente la profundidad del proceso, estableciendo como condición básica para el ejercicio de la auditoría, que "El auditor debe tener independencia con relación al sistema objeto de auditoría", lo que ratifica al expresar que el contador público "debe tener independencia con relación al ente a que se refiere la información contable" (Martorell, 2004, p.3).

Es con ello que surge el interrogante sobre si realmente los servicios de auditoría son independientes al emitir sus dictámenes, entendiendo que es la propia empresa auditada la que hace uso de sus servicios para que sus cuentas sean controladas. La simple circunstancia de que sea la propia auditada la que en muchos casos solventa sus honorarios, hace que la independencia de los servicios de auditoría se encuentre en tela de juicio; situación esta que se vio potenciada con los casos de Lehman Brothers y Ernst & Young por un lado; y Enron y Arthur Andersen LLP por el otro.

Si bien siempre puede existir cierto grado de suspicacia respecto a la imparcialidad o independencia que puedan presentar los servicios de auditoría, también es cierto que los mismos son profesionales cuyas funciones se encuentran sujetas a reglas determinadas, las cuales, al ser infringidas, acarrear consecuencias. En este sentido, el tratamiento que se otorga a dicha normativa no ha ido decreciendo en cuanto a la severidad de las sanciones, sino que, por el contrario, sigue los pasos dados por las naciones pioneras, al irse paulatinamente intensificando, demostrando la verdadera relevancia de sus conductas y de las consecuencias que se derivan de las mismas.

A partir de esto, es que pretendemos determinar el grado de responsabilidad que corresponde atribuirles, para lo cual creemos conveniente recurrir a lo dicho por Martorell y Favier Dubois (h) (2012, pp.12-13.), quienes distinguen entre diversas posturas.

En primer lugar, ubican una tesitura defensiva, la cual entiende que el auditor queda exonerado con la entrega de la carta de representación que le hace la empresa auditada; así como una postura clásica que explica que la función del auditor no es la detección de fraudes, lo cual conlleva que, si el mismo cumple su función conforme la normativa vigente, debe quedar exonerado (Martorell, Favier Dubois (h), 2012, pp.12)

Seguidamente, exponen una tesitura objetiva defendida por el propio Martorell que *“sostiene que siempre que hay fraude, hay responsabilidad del auditor, tratándose de una suerte de obligación profesional de resultado”* (Favier Dubois (h), Martorell, 2012, p.12), y por último una subjetiva que los autores como Favier Dubois(h) explican al decir que:

“...la obligación del auditor, es una obligación calificada en primer grado por ser profesional y, en su caso, también en segundo grado si integra una firma de auditoría de gran magnitud, pero no es una obligación de "resultado" y, por ende, existe un margen para que, aún en caso de que un estado contable haya resultado falso, el auditor se exima de responder por ello.” (Favier Dubois (h), Martorell, 2012, p.13).

En consonancia con lo antedicho, debemos analizar si la obligación del auditor debe ser considerada como una obligación de medios o de resultado, lo cual determinará la atribución y grado de responsabilidad que le es aplicable al mismo en caso de falencias de la empresa que se deban a manipulaciones efectuadas por sus integrantes.

En este sentido, estimamos oportuno mencionar el artículo 1768 del Código Civil y Comercial de la Nación, el cual reza:

ARTICULO 1768.- Profesionales liberales. La actividad del profesional liberal está sujeta a las reglas de las obligaciones de hacer. La responsabilidad es subjetiva, excepto que se haya comprometido un resultado concreto. Cuando la obligación de hacer se preste con cosas, la responsabilidad no está comprendida en la Sección 7a, de este Capítulo, excepto que causen un daño derivado de su vicio. La actividad del profesional liberal no está comprendida en la responsabilidad por actividades riesgosas previstas en el artículo 1757.

Es con esto que, el propio Martorell entiende que la obligación de los auditores es de resultado, debiendo los mismos probar para desligarse de responsabilidad que han tomado todas las precauciones necesarias, así como también cumplimentado con la normativa y reglamentaciones propias del ejercicio de su profesión.

Por otra parte, entendemos de relevancia lo explicitado por Richard, en cuanto entiende que:

“En general se considera que las obligaciones profesionales son de medios. No obstante se caracteriza que ciertas obligaciones de los síndicos societarios son de resultados, y entre ellos “la presentación del informe anual a la asamblea, dictaminando sobre la memoria, inventario, balance y estado de resultados”, además de “investigar las denuncias que presenten accionistas que representen no menos del 2% del capital social”. El tema se vincula particularmente al onus probandi o posibilidades de prueba de las partes involucradas en un litigio.” (Richard, 2003, p.9).

Seguidamente, y en consonancia con lo antedicho, el autor expresa que:

“En las cuestiones que estamos analizando, no se puede hablar normalmente de incumplimiento en sentido lato, pues existe un cumplimiento en el informe del síndico o de auditoría, pero el perjudicado sostiene que éste aparente resultado no correspondió con los deberes del profesional, por lo que es el damnificado el que debe hacer patente la culpa del profesional. El resultado debe ser siempre útil, no una mera apariencia de resultado, conformado por la actividad diligente del deudor, pues la obligación no puede perseguir abstractamente una actividad diligente (tan sólo), pues a ninguna persona le puede interesar el mero esfuerzo o la diligencia de otra”. (Richard, 2003, pp.9-10)

Por último, en cuanto a la opinión del reconocido jurista, queremos destacar la siguiente mención: *“El tema de la responsabilidad de los profesionales en Ciencias Económicas quedará determinado, en último grado, a la apreciación de un juez”* (Richard, 2003, p.14).

Es a partir de lo reseñado que compartimos las opiniones otorgadas por los autores, entendiendo que, más allá de estarse al caso concreto, debe corroborarse la concurrencia de los elementos necesarios para atribuir responsabilidad a los auditores por sus incumplimientos, todo lo cual está sujeto a la prueba que se rinda en el juicio.

No obstante esto, estimamos oportuno citar una frase de Richard que pone en evidencia el cambio de paradigma dado en la materia, el cual se expresa en los siguientes términos: *“De los informes Davidson y Benson (Reino Unido) y Treadway (Estados Unidos) se desprende que los auditores deben asumir la responsabilidad de detectar y prevenir fraudes, lo cual supone un cambio en las normas”* (Richard, 2003, p. 13)

Por último, creemos conveniente distinguir que, por un lado, la relación entablada entre empresa y servicios de auditoría es de índole contractual, mientras que en el caso de reclamos provenientes de un tercero perjudicado como puede ser un inversor, la relación es de índole extracontractual.

Por otro lado, en cuanto a los síndicos, podemos decir que la propia Ley General de Sociedades Comerciales en su artículo 294 fija las atribuciones y deberes que poseen los mismos, los cuales poseen carácter meramente enunciativo, debiendo complementarse con aquellos que hacen posible un mejor cumplimiento de su función. Entre estos, de acuerdo a nuestro objeto de análisis, podemos mencionar los siguientes:

ARTICULO 294. — Son atribuciones y deberes del síndico, sin perjuicio de los demás que esta ley determina y los que le confiera el estatuto: “1º) Fiscalizar la administración de la sociedad, a cuyo efecto examinará los libros y documentación siempre que lo juzgue conveniente y, por lo menos, una vez cada tres (3) meses; 5º) Presentar a la asamblea ordinaria un informe escrito y fundado sobre la situación económica y financiera de la sociedad, dictaminando sobre la memoria, inventario, balance y estado de resultados; 9º) Vigilar que los órganos sociales den debido cumplimiento a la ley, estatuto, reglamento y decisiones asamblearias”.

Los tres incisos tomados del articulado no implican que se efectúe diferencia alguna basada en la relevancia de la tarea que efectúan los síndicos, entendiendo que todas guardan un papel central, haciéndose esto a los fines del caso concreto.

A partir de lo expresado supra, podemos decir que los síndicos cumplen una función de supervisión respecto a la actuación que tienen los demás órganos societarios, lo cual requiere que dicho control se aplique a fin de que las actividades sean acordes a la ley, reglamento, estatuto y decisiones asamblearias. A su vez, los mismos deben gozar de la independencia e idoneidad propias requeridas para el desempeño de la función.

En consonancia con el artículo referido precedentemente, podemos decir que el grado de responsabilidad de los mismos se encuentra plasmado en los artículos 296 y 297 LGS, en cuanto disponen:

ARTICULO 296. — Los síndicos son ilimitada y solidariamente responsables por el incumplimiento de las obligaciones que les imponen la ley, el estatuto y el reglamento, Su responsabilidad se hará efectiva por decisión de la asamblea. La

decisión de la asamblea que declare la responsabilidad importa la remoción del síndico.

ARTICULO 297. — También son responsables solidariamente con los directores por los hechos y omisiones de éstos cuando el daño no se hubiera producido si hubieran actuado de conformidad con lo establecido en la ley, estatuto, reglamento o decisiones asamblearias.

Tomando en cuenta estos preceptos, podemos decir siguiendo a Martorell que:

“En los hechos, se ha implementado un régimen de responsabilidad sumamente gravoso para los síndicos, constituido por un complejo cuadro de normas el cual, como veremos luego, hoy se ve agravado aún más por la nueva normativa del CCyCN. En el mismo, salvo excepciones, no cabe prácticamente forma alguna de exención de responsabilidad, existiendo siempre el deber resarcitorio del síndico, sin que obste a ello la importancia económica, el número de accionistas, las modalidades operativas o demás particularidades de la sociedad que debe controlar.” (Martorell, 2017, p.16)

En este sentido, el autor entiende que la responsabilidad que le cabe al síndico deriva de la ley, a diferencia de lo que comprende parte de la doctrina, entre los cuales encontramos a Otaegui, que la consideran una responsabilidad de índole contractual respecto a la sociedad y extracontractual para con los terceros, tal y como sucedía con los auditores. Por su parte, con total claridad expone que:

“A su vez, y dado que el art. 298 establece la aplicabilidad a los síndicos de lo dispuesto por los arts. 271 a 279, coordinando el art. 296 con el art. 274, referido específicamente a la responsabilidad de los directores, los síndicos serán responsables ante la sociedad, los accionistas y los terceros por: a) violación de la ley, el estatuto o el reglamento; b) incumplimiento de las obligaciones dispuestas por aquéllos; c) mal desempeño del cargo; d) todo otro daño producido por dolo, culpa grave o abuso de facultades; e) culpa in vigilando, o sea, hechos u omisiones dañosas de los directores que no se hubieran producido si el síndico hubiese cumplido eficientemente con su labor (art. 297 LGS.), y ;f) por los daños derivados de la emisión de acciones realizada en violación del régimen de oferta pública (art. 199 L.GS.) (Martorell, 2017, p.16).

Es con esto que, si el síndico en el caso concreto no detecta las irregularidades en el cumplimiento de las obligaciones por parte del Directorio, así como tampoco del órgano de gobierno en la toma de decisiones que tienen su fundamento en los estados contables, debe responder en forma solidaria con los directores por el falseamiento que se haya dado a los estados contables que demostraren una realidad distinta a la que atravesaba la sociedad o empresa, lo cual ocasionó perjuicios tanto a propios como terceros.

A su vez, el autor es claro al expresar que, en estos casos de solidaridad, el juez debe determinar en el caso concreto el grado de responsabilidad que atribuye a cada uno de los actuantes, pudiendo uno de los síndicos eximirse de la misma si actúa conforme se expone seguidamente:

“Si el síndico pretendiera eximirse de responsabilidad frente a un acto irregular, la ley le exige una conducta orientada al agotamiento de los recaudos legales para dejar sin efecto esa resolución, debiendo proceder del siguiente modo: a) asentar su protesta en los libros de actas del directorio o de la

asamblea, según corresponda; b) convocar a asamblea de accionistas para informar acerca de la situación; c) incluir en el orden del día la cuestión que motiva su disidencia; d) tachar de nulidad el acto asambleario vicioso, ya que ello constituye para el síndico un deber, y no un acto volitivo, como parece indicar la defectuosa redacción del art. 251 de la ley". (Martorell, 2017, p.17)

Por su parte, debe tenerse en consideración que ciertas obligaciones de los síndicos son de resultado, lo cual conlleva que en estos casos la responsabilidad sea de índole objetiva, debiendo demostrarse necesariamente para ello el incumplimiento por parte del profesional de sus obligaciones; mientras que para el caso de las obligaciones de medio, tal y como se viera oportunamente, se libera en caso de haber demostrado su acatamiento a la normativa y reglamentaciones propias de la función de que se trata.

Es a partir de esto que queda demostrado el alto grado de responsabilidad que poseen tanto auditores como síndicos en los supuestos de incumplimiento de sus obligaciones. En nuestro caso particular, el haber convalidado la actuación de los órganos de administración que ocultaron tanto a accionistas como a terceros información de relevancia que podría haber permitido tomar las decisiones que de algún modo habrían evitado la insolvencia propia de la compra apalancada en caso de apalancamiento excesivo, es causal suficiente para atribuir dicha responsabilidad.

v.i.iii.- Responsabilidad de las Calificadoras de Riesgo

La incorporación de este apartado dentro del análisis tiene una estrecha vinculación con el ejemplo que se dio oportunamente sobre Lehman Brothers al tratar la responsabilidad de los auditores en la insolvencia por excesivo apalancamiento de la target company.

Sumado a ello, nuestro interés se encuentra focalizado en la responsabilidad que las mismas tienen respecto a las calificaciones que efectúan de las deudas emitidas por las diversas empresas que se encuentran sujetas a una operación de compra apalancada, y cuya situación económica financiera no está debidamente explicitada en sus estados contables.

Es preciso destacar, en primer término, que el marco regulatorio de su actuación en nuestro país está dado principalmente por lo normado en el Título IX de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T 2013 y mod.) y la Ley N° 26.831 de Mercado de Capitales, modificada por la Ley N° 27.440 de Financiamiento Productivo, con sus normas complementarias.

Destacar la relevancia de su correcto funcionamiento es algo que queda evidenciado con el grado de transparencia que pueda observarse en el mercado teniendo en cuenta las calificaciones que las mismas coloquen a las diversas deudas corporativas. En este sentido, como tales, cumplen un rol fundamental, en cuanto otorgan al mismo y a los inversores un panorama que les permita conocer el grado de credibilidad y fiabilidad de la deuda que desean adquirir. En relación con esto, Cristian del Rosario entiende que respecto a las mismas:

"...existe una triple exigencia, que determina un estándar de comportamiento, mucho más severo del que existe para otras sociedades comerciales. Tal tratamiento no configura una desigualdad, sino que tal diferencia es correlativa con ese rol de preeminencia de las calificaciones emitidas por estos agentes y que influyen en la toma de decisiones de los inversores". (Del Rosario, 2014, pp.1-2)

Así, el autor expone que el primero de estos estándares es el referido a la alta especialización y capacidad técnica que deben poseer las calificadoras de riesgo en el ejercicio de su función, esto por cuanto:

“La exigencia de la más alta capacidad en los cuadros técnicos, se fundamenta en que son "los ojos" de los futuros inversores; son los analistas, los que, de alguna manera, representan a millones de individuos anónimos —en algunos casos de todo el mundo— y que tercián en la toma de decisión que hagan estos, a partir de su expertísima opinión”. (Del Rosario, 2014, p.2).

Seguidamente, indica que el segundo aspecto a tener en consideración es el referido a la transparencia en los procedimientos de calificación, actitud esta que el autor entiende deben mantener las calificadoras no solo durante la etapa de calificación de la deuda o revisión de la misma, sino en todo momento, incluso en oportunidad de efectuar sus descargos ante la Comisión Nacional de Valores. Esto encuentra asidero cuando expresa que las mismas:

“Deben tener por norte "la protección de la transparencia de las operaciones —bien jurídico tutelado— necesarias para mantener las condiciones de seguridad y confianza que impulsan la propiedad y difusión de la propiedad de aquellos valores..." y sus integrantes debe tener una "moral irreprochable" (Del Rosario, 2014, p.2).

Por último, el tercer estándar es el referido a la trascendencia del efecto sistémico de sus calificaciones, las cuales conforme el autor mencionado “...*hacen a la seguridad jurídica de todo un sistema que trasciende la mera oferta pública de una sociedad comercial*” (Del Rosario, 2014, p.2). En este sentido, entiende que las calificadoras no deben ocultar y manipular la información que poseen, debiendo informar a la Comisión Nacional de Valores de los hechos que consideren relevantes conforme su posición. Asimismo, explica con total atino que dicha trascendencia incluye también al colectivo de los inversores, los cuales necesariamente merecen de una protección adecuada atento no contar con la información que poseen las calificadoras.

Expuesto lo antedicho, creemos oportuno referir que la mayoría de los países en el mundo han adoptado un sistema de calificación crediticia guiado por aquellos que han fijado las principales calificadoras de riesgo de los Estados Unidos, lo cual ha permitido conocer el grado de riesgo que puede poseer una determinada inversión.

En consonancia con esto, y de manera clara, María Elisa Kabas de Martorell y Ernesto Martorell exponen que:

“...las calificadoras evalúan la calidad del crédito puntuándolo con ajuste a 7 (Siete) escalones diferentes, que van desde la triple A (máximo grado de inversión, por su seguridad), hasta la triple C (probabilidad cierta de "default"), debiendo entenderse las calificaciones de la siguiente manera:

AAA. se le aplica al emisor cuya capacidad de pago es fuerte en extremo.

AA. la capacidad de pago de quien emitió los títulos es muy fuerte.

A. es la que se le adjudica al emisor que puede llegar a sentir los efectos adversos de cambios o fluctuaciones en la situación económica, pero que todavía posee una capacidad de repago sólida.

BBB. cuando estamos ante un emisor que exhibe parámetros de protección apropiados, pero existe la probabilidad de que, si se producen condiciones económicas adversas o cambios coyunturales que afecten al sistema, se debilite su capacidad de pago.

BB. es la calificación que se le aplica al emisor vulnerable al incumplimiento, siendo incierto cómo habrá de reaccionar y qué nivel de exposición habrá de exhibir ante la aparición de situaciones económicas adversas; dicho con otros términos, en determinadas circunstancias el emisor puede llegar a no tener una capacidad de pago adecuada.

B. correspondería esta calificación, cuando el emisor presenta todavía capacidad de pago, la aparición de condiciones financieras, económicas y comerciales adversas podría vulnerar la capacidad y la voluntad del emisor de cumplir con sus compromisos.

CCC. es la calificación que se reserva para un emisor vulnerable; y sólo ante condiciones financieras, económicas y mercantiles favorables podrá hacer frente a los compromisos financieros asumidos.

CC. Se le suele asignar a un emisor sumamente vulnerable a eventuales incumplimientos de pago.

C. Se le aplica —por lo común— al emisor que está en una situación de suma vulnerabilidad.

Para concluir, y en lo que hace a los signos de más (+) o menos (-), las calificaciones con las siglas AAA y/o CCC etc., etc., pueden ser modificadas agregándoles un signo de más (+), o de menos (-), para exhibir su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación” (Kabas de Martorell, Martorell, 2013, p.6)

Así, y entendiendo conforme se expusiera oportunamente que las principales notas que deben caracterizar la actuación de las calificadoras son las de independencia y transparencia en su actuación, podemos decir que, una primera línea divisoria en las calificaciones, puede trazarse entre la deuda corporativa considerada como Investment Grade o Non Investment Grade.

Las mismas están determinadas entre otras cosas por el grado de solvencia de la empresa emisora, la estructura de capital y financiera que posee, su posicionamiento en el sector en el cual se desempeña, su grado de liquidez, el grado de exposición al riesgo al que puede someterse la industria, así como también el tipo y nivel de endeudamiento en relación a su flujo de caja y cobertura de intereses. Estos requisitos son utilizados por todas las calificadoras de riesgo en mayor o menor medida, siendo que el lector puede observar un ejemplo de los elementos que toman en cuenta las mismas al leer el Manual de Procedimiento para la Calificación de Empresas y/o de Títulos Emitidos por Empresas publicado por Moody's (2017).

Esto nos demuestra que el grado de endeudamiento implica uno de los principales vectores que utilizan las calificadoras, lo cual conlleva que, con un alto grado de probabilidad, las emisiones que efectúe la target company en el mercado sean consideradas como deudas de alto rendimiento o high yield.

Con esto, dichas emisiones estarían formando parte del nivel más bajo dentro del grado de no inversión mencionado, entendiendo que la posibilidad de impago es elevada, lo cual conlleva un

mayor nivel de riesgo con una consecuente elevada tasa de retorno, que implica a su vez una mayor rentabilidad, tal y como se analizara en su oportunidad la relación de este binomio.

Pese a lo expuesto, puede suceder que la propia calificadora no tenga la imparcialidad e independencia requerida para cumplimentar su función, tal y como ocurriera en su momento en la crisis de las hipotecas subprime del año 2008 respecto a los paquetes que circulaban por el mercado y estaban respaldados por hipotecas cuya calificación distaba mucho de ser la que las propias calificadoras estipulaban. Esto llevó a las nefastas consecuencias que todos conocemos, con lo cual es necesario determinar el grado de responsabilidad que las mismas tendrían a partir de dicha conducta.

Previo a ingresar en el análisis pertinente, estimamos oportuno mencionar que, si bien en el mercado financiero local el gran movimiento de fondos se efectúa a partir de la emisión de obligaciones negociables por las empresas cotizantes, o bien por la operatividad que se le dan a los cheques y a las facturas de crédito electrónicas, el presente planteo se efectúa principalmente con fines teóricos, ya que si bien es posible que los supuestos fácticos aquí analizados como el de Lehman Brothers puedan ocasionarse en nuestro país, su nivel de repercusión sería menor.

A partir de lo expuesto, creemos atinado mencionar el fallo dictado por la Corte Suprema de Justicia de la Nación (2014) respecto a la calificadora Standard & Poors Sucursal Argentina, en cuanto confirmó la sentencia dictada por la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, Sala “D”, de la Ciudad de Buenos Aires; la cual había ratificado la sanción impuesta por la Comisión Nacional de Valores a dicha calificadora de riesgo, consistiendo la misma en una multa de veinte mil pesos (\$20.000) que debía afrontar en forma solidaria con sus Directores y miembros del Consejo de Calificación por la violación al artículo 4° del Capítulo XVI de las normas dictadas por dicho organismo. La misma encontró razón de ser, en tanto y en cuanto, la calificadora no cumplimentó con el manual de “Metodologías de Calificación de Títulos de Deuda” que presentara oportunamente ante el órgano de contralor al momento de calificar el Programa Global de Obligaciones Negociables Serie Senior y Subordinada del Citibank N.A Sucursal Argentina y el Programa Global de Obligaciones Negociables del Bank Boston N.A Sucursal Argentina.

En este punto, estimamos oportuno tener en cuenta lo dicho por María Elisa Kabas de Martorell y Ernesto Martorell, quienes exponen la relevancia de este fallo al entender que:

“Frente a este cuadro, el reciente fallo de nuestro Máximo Tribunal — mediante el cual confirma el pronunciamiento de la Sala D de la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, apoyando una Resolución de la Comisión Nacional de Valores— que condena a Standard y Poor's a pagar una multa por "mala praxis" profesional, augura el afianzamiento en nuestro país — bienvenida sea— de la tendencia inaugurada recientemente por la Suprema Corte de Justicia de los EEUU de responsabilizar a los Bancos de Inversión de mayor envergadura, las Empresas de Calificación de Riesgos y las Grandes Firmas de Auditoría por mal desempeño de sus funciones, aplicándoles parámetros especialmente agravados de juzgamiento”. (Kabas de Martorell, Martorell, 2014, p.1)

Asimismo, acentúan dicha importancia cuando exponen que:

“A la luz de lo expuesto, consideramos de carácter anecdótico la confirmación por vía de sentencia de la multa de sólo 20.000 pesos impuesta por la Comisión Nacional de Valores a la sucursal argentina de la calificadora condenada, y su

extensión solidaria a sus Directores y a los miembros de su Consejo de Calificación, lo que no puede —repetimos— sino compartirse. Porque lo que reviste mayor significación a nuestro juicio, es el permanente recordatorio que se efectúa en el fallo a "...la relevancia de la tarea que realizan" este tipo de agentes económicos, y al hecho de que cierto tipo de actividades —entre las que incluimos primordialmente a la de Banca y a la Auditorial, amén de la de Calificación— "Debido a la gran influencia que ejerce en el mercado nacional e internacional.....exige una altísima responsabilidad, debiendo llevarse a cabo con especial cuidado y prudencia y con estricto apego a las normas reglamentarias", y de acuerdo a ese baremo debe ser juzgada". (Kabas de Martorell, Martorell, 2014, pp.5-6).

Conforme exponen los autores, el presente fallo tiene una relevancia particular, por cuanto mediante el mismo se abren oportunidades para que las calificadoras de riesgo sean demandadas como consecuencia de su "mala praxis" profesional, algo que hasta la fecha no era siquiera planteado.

A estos fines, estimamos oportuno mencionar que son necesarios mayores debates respecto a la temática en cuestión, por cuanto su tratativa puede considerarse en cierto modo efímera; lo cual hace que necesariamente debamos poner el centro de atención en la actuación de las calificadoras, así como también en la posibilidad de obtener las sanciones administrativas, civiles y penales que podrían corresponderles tanto a ellas como a sus integrantes por su actuación irregular y contraria a la normativa vigente.

Atento a lo antes expuesto, entendemos que, en los supuestos en los cuales una calificadora otorga una calificación crediticia distinta de la que debiera corresponder a la empresa o sociedad emisora, la misma queda sujeta a la aplicación de las sanciones previstas en los artículos 88 y 89 de la Ley Nº 27.440, los cuales sustituyeron a los artículos 132 y 133 de la Ley Nº 26.831, las que pueden ir desde un apercibimiento o multa, hasta la inhabilitación, suspensión o prohibición para operar como tal.

Por otra parte, en materia civil, siguiendo a María Elisa Kabas de Martorell y Ernesto Martorell, podemos decir que:

"...ponderando que el negocio financiero —que de eso se trata— suele generar una responsabilidad especialmente agravada, lo que no implica que pueda soslayarse la necesaria acreditación de los presupuestos de la teoría de la responsabilidad civil en el caso en cuestión, las "calificadoras de riesgo" podrán perfectamente ser llevadas a juicio para que respondan por el daño que pudieran haber producido a los particulares, empresas y aún países por su "mala praxis" profesional". (Kabas de Martorell, Martorell, 2012, p.8)

En consonancia con esto, Cristian del Rosario entiende que:

"...creemos que las calificadoras de riesgo por el rol preeminente de brindar información especializada al mercado, consecuencia de su desarrollo histórico y actual función económica, agregando valor a los títulos negociables que califican, pues emiten una opinión experta de su solvencia, en base a procedimientos regulados registrados y de continuó proceso de revisión, tal rol profesional conlleva un deber por el que deben responder, si de su omisión causan un daño, para ello le son aplicables, sin ninguna duda, las pautas generales de

responsabilidad civil por quienes causen daños a terceros.” (Del Rosario, 2014, p.4).

Es con esto que, conforme entienden los autores aquí referidos, queda clarificada la responsabilidad civil que las calificadoras tienen como consecuencia de los daños que pudieren ocasionarle a terceras personas a partir del ejercicio de su función.

No aplicar con rigurosidad las sanciones debidas conforme lo referido supra solo ocasionaría que se continúen desvirtuando los marcos operativos de los mercados locales e internacionales, con las consecuentes crisis cíclicas que repercuten no solo sobre las empresas o sociedades apalancadas, sino también sobre cada uno de los inversores particulares que destinan sus fondos a un determinado proyecto económico y financiero.

Llegados a este punto podemos decir que, mediante el presente capítulo, se buscó en cierto modo colocar al lector en una posición que le permita no solo determinar conforme su criterio si las compras apalancadas deben tener o no reconocimiento legal dentro de nuestro ordenamiento jurídico, sino también poder comprender los diversos matices que pueden generarse en nuestro campo de actuación a partir de su puesta en ejecución. Sumado a ello, el poder conocer los marcos legales dentro de los cuales deben actuar aquellas personas que tienen a su cargo la conservación y correcto funcionamiento de la empresa es algo que le permitirá atender con solvencia los casos que pudieren presentársele en el ejercicio de su labor profesional.

vi.- Conclusión Parcial

Llegados a este punto, podemos decir que han sido expuestos de manera concisa los elementos dirimientes de las compras apalancadas en todas sus facetas. Entendemos necesario otorgar una mayor profundidad al tema respecto a su debate, lo cual permitirá demarcar los límites que son necesarios para poder reconocer o no la legalidad de nuestro objeto de estudio.

Como bien pudo observarse, los fallos tratados han sido enfocados desde diversos puntos de vista conforme la materia, reconociéndose implícitamente que los mismos conllevan un proceso de compra apalancada. Es con ello que, necesariamente, debemos poner de resalto la importancia de promover un debate que determine la conveniencia de su aplicabilidad, así como su incorporación en un cuerpo normativo que otorgue la certeza jurídica que es necesaria para el tráfico comercial.

Por último, y conforme se expusiera al inicio del presente trabajo, no es intención del autor del presente inclinarse por el reconocimiento o no de legalidad a las compras apalancadas, por cuanto es algo que debe ser estudiado, analizado, meditado y decidido por el lector conforme su propio criterio.

Es por ello que, mediante el presente trabajo, se busca incentivar el tratamiento de nuestro objeto de estudio a los fines de dirimir sobre la conveniencia de su reconocimiento explícito dentro de nuestro ordenamiento jurídico, así como determinar con precisión las repercusiones legales que el mismo puede ocasionar con su puesta en ejecución.

CONCLUSIONES

Tal y como nos planteáramos al inicio del presente trabajo, el objetivo del mismo radicó en lograr no solo que el lector pudiera conocer, comprender y desentrañar el mecanismo de las compras apalancadas, sino también forjar una opinión propia respecto a la conveniencia de otorgar

reconocimiento legal a las mismas dentro de nuestro ordenamiento jurídico, siendo consciente de las consecuencias que potencialmente podrían derivarse de éstas.

Recordemos, entonces, que las preguntas de investigación generales del presente trabajo eran las siguientes: ¿Pueden ser consideradas como legales las compras apalancadas en nuestro país? ¿Existe unicidad de criterios en cuanto a su aplicación? ¿Cuál es el marco de responsabilidad a considerar en caso de que las mismas sean aplicadas?

En base a ello, y tomando en consideración la faz económica y financiera de la operación, en primer lugar, llegamos a la conclusión de que necesariamente para que exista una compra apalancada se deben dar dos elementos cruciales, siendo los mismos el alto nivel de endeudamiento utilizado en la operación, y la asunción por parte de la target company o sociedad apalancada del mismo. Como bien expresáramos, la ausencia de uno de estos componentes conllevará que no estemos en presencia de un leveraged buyout en el caso concreto.

Determinado esto, pudimos comprender la relevancia que poseen el endeudamiento y apalancamiento dentro de este mecanismo, teniendo en cuenta que gran parte de su estructura de capital se encuentre compuesta por financiamiento externo. A su vez, entendimos no menos importante resaltar que la composición de la estructura que adopte la operación es algo que debe estar determinado en cada caso, tomando en consideración no solo la situación de la sociedad apalancada, sino también las condiciones macroeconómicas del lugar donde se llevará a cabo.

Destacamos que toda esa información debe estar necesariamente expuesta en el due diligence que se elabore a los fines de concertar la operación, ya que para la empresa de leveraged buyout y los financiadores ello resulta de suma importancia. Si bien, conforme se expusiera, es necesario determinar a partir del mismo con suma precisión todos los aspectos relevantes de la target company que sean de interés para las partes supra referidas, destacamos conveniente por sobre todas las cosas efectuar una real valuación de la misma.

Esta última variante nos permitirá conocer con exactitud el lugar en el cual se encuentra ubicada la sociedad adquirida, así como la composición específica de su patrimonio. A estos fines, creemos conveniente concluir en este punto que será el propio lector el que deberá juzgar cuál de los métodos de valuación y ratios financieros expuestos resultará mejor para estudiar la situación económica financiera de la empresa en el caso concreto.

Entender a partir de todo esto que el análisis económico financiero cumplió un rol central dentro de este trabajo es lo que en cierta medida buscamos lograr con la primera parte del mismo, razón por la cual se expusieron necesariamente las principales variables que debían ser analizadas al momento de ejecutar la operación.

Por otro lado, e ingresando en la segunda parte de este epílogo, debemos decir que, en cuanto a análisis legal de la compra apalancada refiere, podemos extraer dos conclusiones claras. La primera de ellas radica, tal y como se expresara inicialmente, en que las compras apalancadas no se encuentran reguladas en nuestra legislación local, situación ésta que ha llevado a que tanto la doctrina como la jurisprudencia de nuestro país no lograsen un consenso en torno a su reconocimiento legal.

En segundo término, entendimos que la función que tienen los encargados no solo de tomar decisiones y/o representar a la misma, velando por su conservación y desarrollo económico y productivo, sino también de quienes ejercen una labor de control o revisión sobre sus estados contables y/o emisiones de deuda, resulta de vital importancia para su funcionamiento.

Tal es así que, en caso de incumplir con las obligaciones que les asisten, deberán responder por las consecuencias jurídicas que se deriven de su accionar. Siempre la prioridad en el ejercicio de sus funciones deberá ser el procurar la correcta marcha de la empresa y/o sociedad de la cual formen parte, entendiendo que la misma resulta parte necesaria en todo engranaje económico y comercial.

Es a partir de todo lo expuesto que podemos decir que el mecanismo de las compras apalancadas o leveraged buyout implica un sistema operacional que tiene plena vigencia en la realidad de muchos países y, ante todo, en el nuestro. Poder asimilar como personas del derecho la existencia de esta operatoria conlleva implícitamente que debamos efectuar un tratamiento que sea acorde a la misma. Desentendernos de esto ocasionará que se continúen generando vacíos legales que afectarán no solo al desenvolvimiento de la actividad comercial y empresarial, sino también al funcionamiento de la justicia.

De esta forma, pretendemos abrir el camino que permita colocar a las compras apalancadas o leveraged buyout en el centro de la escena de nuestro país, ya que analizar este mecanismo no solo se convierte en una imperiosa necesidad conforme todo lo expuesto, sino también en una obligación por el rol que cumplimos como abogados en la sociedad.