

CONTABILIDAD	EL LEASE BACK Y EL LEVERAGED BUY-OUT: MODERNAS TÉCNICAS FINANCIERAS	Núm. 14/2000
---------------------	--	-------------------------

ISABEL CANDELARIO MACÍAS

Doctora en Derecho

Profesora de Derecho Mercantil de la Universidad Carlos III de Madrid, España

JOSÉ LEYVA SAAVEDRA

Profesor de Derecho Comparado en la Universidad Nacional Mayor San Marcos, Lima, Perú

Extracto:

LAS razones por las cuales una empresa recurre al *Lease Back* y LBO son de carácter comercial e impositivo. Por ejemplo: la empresa financiera que compra y luego entrega en *leasing* el inmueble prefiere el *lease back* antes que el préstamo hipotecario, pues obtiene mayor ganancia con los cánones que cobra que con los intereses obtenidos del préstamo hipotecario. Del mismo modo, el LBO tiene en consideración las ventajas fiscales que se derivan de la actuación de su operativa frente a otros modos de financiación. Por ende, las ventajas que brinda tanto el contrato de *lease back* como el LBO deben ser muy bien valoradas y tomadas en cuenta, igualmente que cuando una empresa se encuentra en dificultades financieras. No obstante lo dicho, debemos señalar qué instituciones como las examinadas, de reconocida eficacia en los mercados norteamericano, japonés y algunos europeos, merece una mayor difusión en España, donde no se cuenta con los dispositivos necesarios que permitan operar en el mercado financiero con estos contratos. Además, poco han hecho o hacen algunos operadores financieros para motivar, orientar y difundir las ventajas que éstos brindan a las empresas que necesitan de financiamiento inmediato para seguir en el mercado, de manera eficiente y competitiva, con sus productos o servicios.

Sumario:

- I. Nota introductoria.
 - II. Apuntes históricos del *lease back*.
 - III. Definición de *lease back*.
 - IV. Caracteres del *lease back*.
 1. Estructurales.
 2. Funcionales.
 - V. Naturaleza jurídica del *lease back*.
 - VI. ¿El *lease back* es un tipo o un subtipo de *leasing*?
 - VII. La tesis de la Corte di Cassazione italiana.
 - VIII. El *Leveraged buy-out*: apuntes históricos.
 - IX. Definición del *Leveraged buy-out*.
 - X. Sujetos intervinientes en el LBO.
 - XI. Distinción entre LBO (género) del MBO (especie).
 - XII. Modalidades del *Leveraged buy-out*.
 - XIII. La sociedad idónea para ser objeto de LBO.
 - XIV. La realidad práctica: los obstáculos que hacen inaplicable el LBO.
 - XV. Notas conclusivas.
- Bibliografía.

«Il contratto consiste in una metafora verbale, al giorno d'oggi per lo più sancita in una scrittura, che sprime, comanda o coordina i comportamenti da tenere fra le parti che lo concludono»

Vittorio Frosini

I. NOTA INTRODUCTORIA

Luego de la Segunda Guerra Mundial, el mundo de la Economía y el Derecho se vio inundado por un gran número de nuevas instituciones contractuales, gestadas, muchas de ellas, bajo el calor de la pujante actividad económica de los Estados Unidos de Norteamérica. Este hecho ha llevado a suponer una cierta *americanización del derecho mercantil*, expresión con la que se quiere eludir al fenómeno de traslación del centro de propulsión de esta disciplina jurídica desde la vieja Europa hacia los mercados localizados en la cabecera del continente americano al extremo de convertir la práctica comercial estadounidense en un auténtico motor de creación de instituciones jurídico-mercantiles ¹.

De este racimo de figuras negociales ², llamadas *combinaciones del porvenir* por el viejo Código de comercio español de 1985, cuyo empleo a gran escala se inicia a lo largo de los años sesenta, el *leasing* es probablemente el que mayor difusión y popularidad ha conseguido a lo largo y ancho del mundo. La clave de su éxito radica, principalmente, en la idoneidad y flexibilidad para la satisfacción de las concretas necesidades empresariales, y sobre todo a su estrecha vinculación al

¹ Cfr. GÓMEZ SEGADE, «Algunos problemas actuales del derecho mercantil», en *Estudios de derecho mercantil en homenaje a Rodrigo Uría*, Madrid, 1978, pág. 218 y ss.

² Entre los contratos más conocidos individualmente, podemos citar al *franchising*, al *factoring*, al *underwriting*, al *joint venture*, al *merchandising*, al *swap*, al *catering*, al *trading*, etc. Colectivamente valen citar los contratos de opciones y los contratos a futuro. Cfr. BUONOCORE - FAUCEGLIA - LUMINOSO, *Contratti d'impresa*, Milano, 1993, pág. 20 y ss; COSTA RAN - FONT, *Nuevos instrumentos financieros*, Madrid, 1992, pág. 70 y ss; FABOZZI - MODIGLIANI - FERRI, *Mercados e instituciones financieras*, México, 1996, pág. 525 y ss; FARINA, *Contratos comerciales modernos*, Buenos Aires, 1994, pág. 310 y ss; LEYVA SAAVEDRA, *Contratos de empresa*, en *Tratado de derecho privado*, Lima, 1997, vol. II, t. 1, pág. 265 y ss; LUMINOSO, «I contratti tipici e atipici», en *Trattato Iudica - Zatti*, Milano, 1995, pág. 100 y ss; MARTORELL, *Tratado de los contratos de empresa*, Buenos Aires, 1993, pág. 351 y ss.

principio de libertad de pacto o de empresa, que fundamenta la obligatoriedad de los contratos atípicos al tiempo que actúa la capacidad de adaptación de la obligación, concebida en abstracto o dogmáticamente, a las necesidades reales de cada país ³.

No obstante esta reconocida popularidad del *leasing*, su configuración jurídica todavía está en proceso de elaboración. La doctrina y jurisprudencia comparadas siguen trabajando en ella ⁴. Esta situación se refleja en los diversos subtipos con que opera hoy el *leasing*, particularmente con el *lease back*, que es aceptado por unos y cuestionado por otros. Las líneas que a continuación vienen tienen un doble objetivo: en principio, demostrar que este contrato es un genuino subtipo de *leasing*; y, luego, que es un negocio lícito, útil y eficaz para las empresas que desean obtener liquidez sin recurrir a los tradicionales medios de financiación que ofrece el mercado.

Las operaciones de *lease back* se han concentrado, mayormente, en el sector inmobiliario, tal como lo demuestran las transacciones efectuadas sobre hoteles ⁵, establecimientos industriales en funcionamiento, en la administración pública y en el sector bancario; aunque en estos últimos tiempos se vienen aplicando con particular éxito al campo mobiliario, especialmente a la actividad aeronáutica ⁶.

Por todo lo anterior, se hace necesario un estudio atento del *lease back*. Pero, además, junto a la modalidad contractual señalada, también en el mismo marco de actuación se han dado otras figuras contractuales no menos importantes. Especialmente, para nuestro interés merece el examen del *leveraged-buy out*. Esta figura contractual presenta como principal característica ofrecer una financiación a la sociedad/empresa que no se apoya en la solvencia económica de la entidad adquirente sino en una combinación de la capacidad de generación de circulante y de la protección ofrecida por el valor de los activos de la sociedad adquirida. Esta técnica al igual que sucede con el *lease back* han tenido una gran expansión en el mundo financiero de la empresa; pero esta difusión no ha ido acompañada -en muchos casos- de una meditada reflexión y configuración jurídica. De ahí nuestro intento de aproximarnos a su estudio a los efectos de poder obtener algunas conclusiones en torno a su mejor delimitación conceptual, funcional y práctica.

³ Cfr. ILLESCAS, *Prólogo a Leasing*, de LEYVA SAAVEDRA, Lima, 1998, pág. XIII.

⁴ Un amplio estudio de las tesis que se han construido para explicar la naturaleza jurídica de este contrato, puede verse en: BUONOCORE, «Il contratto di leasing», *Contratti d'impresa*, diretto da BUONOCORE - LUMINOSO, Milano, 1993, t. 2, pág. 1.470 y ss; CABANILLAS, «La naturaleza del leasing o arrendamiento financiero y el control de las cláusulas generales», en *Anuario de derecho civil*, Madrid, 1982, t. XXXV, fasc. I, pág. 58 y ss; LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, en *Tratado de derecho privado*, Lima, 1998, vol. I, págs. 63-118; MANZANO, «Sobre la naturaleza del leasing o arrendamiento financiero», *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1992, núm. 601, pág. 1.798 y ss.

⁵ Según CAMPOS, la utilización de esta operación es bastante común en los Estados Unidos para la compra de hoteles, que hace la empresa financiera a la misma empresa que la opera, la cual de esta forma sigue administrando el hotel, sin ser su propietaria (*Finanzas para la inversión*, Buenos Aires, 1983, pág. 467).

⁶ Del total de contratos de *leasing* de aeronaves que se celebran en Italia y España, una parte importante de ellos adoptan la forma del *lease back*. Cfr. BUONOCORE, «Leasing», en *Novissimo digesto italiano*, Torino, 1984, Appendice IV, pág. 809; MORILLAS, «Algunos aspectos del leasing de aeronaves en España», *Revista de derecho mercantil*, Madrid, 1993, núm. 208, pág. 556.

II. APUNTES HISTÓRICOS DEL *LEASE BACK*

Apartándonos de aquel sector doctrinario que propugna la supresión del tradicional epígrafe de «antecedentes históricos» de los estudios de las instituciones jurídicas, y convencidos que las realidades actuales no pueden concebirse ni comprenderse aisladas de sus precedentes en el devenir histórico; lo nuevo lo es en relación con lo anterior, del que trae causa; ni lo más revolucionario se produce *ex abrupto*, sino en el curso, más o menos agitado, de la vida, en la sucesión en el tiempo de las cosas. El epígrafe «antecedentes históricos», pues, no puede ser el pórtico de mera erudición, sino un enfoque exacto, que sitúe la figura en el tiempo y explique cabalmente su sentido⁷. Vienen bien, en consecuencia, unas pinceladas de historia del contrato de *lease back*, ya que ellas nos ayudarán a comprender mejor su presencia, estructura y función en el campo de la financiación de la empresa.

A diferencia de lo que acontece con el *leasing* en general⁸, la doctrina está de acuerdo que la primera operación de *lease back* fue realizada por la cadena californiana de supermarkets *Safeway Stores Incorporation*, empresa que en 1936 vendió y luego adquirió sus inmuebles a través de esta novel técnica de asistencia financiera. Esta fórmula, inspirada en los procedimientos de financiación conocidos desde 1880 con el nombre de *Equipment trust agreements* o Philadelphia plan, alcanzó pronto un rápido desarrollo en otros Estados, como el de Ohio, por ejemplo⁹, fruto fundamentalmente de la escasez de fuentes de financiación y de una legislación fiscal que le era propicia. Este rápido desarrollo alcanzado en el mercado americano, sin embargo, no se repitió en el de los países europeos, pues en ellos su evolución fue incipiente¹⁰.

⁷ Cfr. OLIVENCIA, «La Convención de las Naciones Unidas sobre los contratos de compraventa internacional de mercaderías: antecedentes históricos y estado actual», en *Revista de derecho mercantil*, Madrid, 1992, núm. 201, pág. 378. En esta misma línea, LÓPEZ DE ZAVALÍA, escribe que es muy importante dar a conocer el pasado para entender el presente y superar el futuro («Importancia de los antecedentes históricos en el estudio del derecho», *Anales de la Academia de Derecho y Ciencias Sociales de Córdoba*, 1996, pág. 151).

⁸ El origen del *leasing* divide a la doctrina; sin embargo, para la mayoría el punto de partida del *leasing* con sus actuales características es 1952, año en el que Dyas P. Boothe Jr. fundó en San Francisco de California la *United States Leasing Corporation* con un capital inicial de 20.000 dólares. Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *El contrato de leasing*, Lima, 1995, pág. 13; Id., *Leasing, cit.*, pág. 14; *Contratos de empresa, cit.*, pág. 267. Dentro de esta mayoría cabe citar a AMORÓS, «El leasing inmobiliario y su inscripción registral», *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1985, núm. 569, pág. 865 y ss; ARIAS SCHREIBER, *Contratos modernos*, Lima, 1999, pág. 92 y ss; VIDAL BLANCO, *El leasing, una innovación en la técnica de la financiación*, Madrid, 1977, pág. 36 y ss.

⁹ GIOVANOLI, *Le crédit-bail (leasing) en Europe: développement et nature juridique*, Paris, 1980, pág. 77. Para algunos autores, el *leasing* empezó a aplicarse a los inmuebles en 1945, cuando la *Allied Stores Corporation* vendió todos sus inmuebles a una fundación universitaria y ésta, después, se los arrendó por un plazo de 30 años, con la opción de renovar el contrato por un número igual de años, pero por un canon menor al inicialmente pactado. Cfr. AMORÓS, *El leasing inmobiliario, cit.*, pág. 876; RICO PÉREZ, *Uso y disfrute de bienes ajenos con opción de compra: la contratación por leasing en España*, Madrid, 1974, pág. 32.

¹⁰ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing, cit.*, pág. 206; COILLOT, *El leasing*, Madrid, 1977, pág. 206; OLIVERA, *El leasing. Análisis de su régimen jurídico*, Montevideo, 1985, pág. 47.

III. DEFINICIÓN DE *LEASE BACK*

Según ANGELONI, «il *lease back* è il contratto con cui un soggetto, solitamente un imprenditore commerciale, vende un proprio bene immobile ad un'impresa di *leasing*, la quale ne diventa propietaria e si obliga a pagarne il corrispettivo, a concedere il bene in locazione finanziaria al venditore verso pagamento di canoni, a consentire al venditore stesso la facoltà di essercitare il riscatto del bene venduto al termine del contratto e al prezzo da questo stabilito»¹¹.

En opinión de LACRUZ BERDEJO, «el *lease back* es aquella especie del *leasing* consistente en el contrato por cuya virtud el propietario de un bien, generalmente inmueble, lo vende a otra persona o entidad (sociedad de *leasing*), la cual, a su vez, y en mismo acto, se lo cede a aquél en arrendamiento, concediéndole además un derecho de opción de compra a ejercitar al cabo de cierto tiempo (final del arrendamiento, u otro)»¹².

Para MONJE, el *lease back* «es el contrato por el cual el propietario de un bien inmueble lo vende a otra persona, la cual se lo cede en arrendamiento el vendedor, concediéndole además un derecho de opción de compra a ejercitar transcurrido determinado período de tiempo»¹³.

En nuestra opinión, el *lease back* es un contrato en virtud del cual una empresa vende un bien de su propiedad, de naturaleza mueble o inmueble, a una empresa de *leasing*, la que, simultáneamente, le concede en *leasing* el uso del mismo bien, contra el pago de un canon periódico, durante un plazo determinado, y al final del cual le otorga la opción de comprar el bien, previo pago del valor residual preestablecido, de prorrogar el contrato o devolver el bien¹⁴.

La definición propuesta pone de manifiesto los elementos subjetivos y objetivos que caracterizan al contrato de *lease back*. En principio, individualiza las dos partes que estipulan el contrato: de un lado, una empresa de *leasing*, que tiene por objeto la intermediación financiera, esto es,

¹¹ «Lease back», en *Dizionario enciclopedico di diritto*, Padova, 1996, vol. I, pág. 883.

¹² *Elementos de derecho civil*, Barcelona, 1995, t. II, vol. 2, pág. 412.

¹³ «Algunas consideraciones en torno al lease back en su conexión con el derecho de superficie urbano», *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1996, núm. 635, pág. 1.396.

¹⁴ Otras definiciones en ABATTI, «Contrato de leasing», *Enciclopedia jurídica omeba*, Buenos Aires, 1982, t. IV, Apéndice, pág. 154; BORDA, *Tratado de derecho civil. Contratos*, Buenos Aires, 1997, t. I, pág. 604; BUSSANI, «Locazione finanziaria», *Rivista di diritto civile*, Padova, 1986, núm. 6, pág. 608; DE NICTOLIS, «Divieto del patto commissorio alienazioni in garanzia e sale lease back», *Rivista di diritto civile*, Padova, 1991, núm. 6, pág. 555; DE NOVA, *Nuovi contratti*, en *I diritto attuale*, Torino, 1990, núm. 10, pág. 233; DI GREGORIO, «Leasing e prassi contrattuali», *Nuova giurisprudenza civile commentata*, Padova, 1991, núm. 5, pág. 427; FARINA, *Contratos comerciales*, cit., pág. 516; KEMELMAJER, «Aproximación al contrato de leasing inmobiliario», en *Homenaje a Raymundo Fernández*, Buenos Aires, 1995, pág. 468; SUESCÚN, *Derecho privado. Estudios de derecho civil y comercial contemporáneo*, Santa Fe de Bogotá, 1996, t. 2, pág. 405; VILLEGAS, *Operaciones bancarias*, Buenos Aires, 1996, t. II, pág. 110.

captar capitales del sector privado para destinarlos a operaciones de *leasing*, y, del otro, una empresa usuaria, dedicada a la actividad industrial, comercial o profesional¹⁵; en segundo lugar, individualiza el objeto del negocio: bienes muebles o inmuebles dedicados al proceso productivo de la empresa.

Igualmente, destaca uno de los rasgos típicos de este contrato: la opción de compra que tiene la usuaria al final del plazo pactado, la cual puede ser ejercida en cualquier momento hasta el vencimiento del plazo contractual, previo pago del valor residual, por lo general inferior al valor real del bien en el mercado.

IV. CARACTERES DEL *LEASE BACK*

El estudio de los caracteres del contrato del *lease back* lo haremos atendiendo a sus dos principales vertientes: el estructural y el funcional. El primero, se desvela de la naturaleza de su composición, del contenido de las prestaciones asumidas por cada una de las partes y de la forma cómo se obtiene el cumplimiento de las mismas; el segundo, a su vez, se deriva del papel que le corresponde desempeñar dentro del campo financiero en que se desarrollan las actividades de la empresa.

1. Caracteres estructurales.

Como inicio al estudio de los caracteres estructurales del *lease back* debemos señalar por de pronto que este contrato es:

¹⁵ Cabe señalar que para un sector minoritario de la doctrina el *leasing* es un contrato trilateral, es decir, un contrato celebrado con la intervención de tres partes: la concedente, la usuaria y la proveedora o vendedora de los bienes. Nosotros no compartimos esa tesis. Así, entre otros, BUONOCORE, «La locazione finanziaria nell'ordinamento italiano», en *Il leasing, profili privatistici e tributari*, Milano, 1975, pág. 72; BUSQUETS, «El leasing español, su situación actual y su futuro», en Boletín ICAM, Madrid, 1991, núm. 6, pág. 27; MIRABELLI, «Il leasing e il diritto italiano», en *Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 1974, pág. 245. Pensamos, por el contrario, que el *leasing* es un contrato bilateral, esto es, un contrato concluido por dos partes: la empresa de *leasing* y la empresa usuaria. Si bien en la operación económica participan normalmente tres sujetos, dada la natural presencia de un tercero proveedor del bien, ello no significa que se altere la estructura bilateral del *leasing*, pues el proveedor tiene la calidad de tercero en la relación contractual. Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 60; *Id.*, *Contratos de empresa*, cit., pág. 293; GIOVANOLI, *Le crédit-bail*, cit., pág. 28; VILLEGAS, *Operaciones bancarias*, cit., pág. 86.

1.1. Típico.

El *lease back*, al igual que en la mayoría de legislaciones internas ¹⁶, es un contrato atípico, es decir, es un negocio que no tiene regulación propia. En muy pocos países, el *leasing*, y particularmente el *lease back*, ha merecido regulación sustantiva; uno de ellos es el Perú que en el Dec. leg. 299, artículo 27, señala: «En todos los casos en que la locadora adquiera de una empresa un bien, para luego entregárselo a ella misma en arrendamiento financiero, dicha transferencia está exonerada del Impuesto General a las Ventas y del Impuesto Selectivo al Consumo en su caso» ¹⁷.

Así, el Código civil peruano, siguiendo la terminología tradicional acogida en los Códigos civiles de Francia (art. 1.107) y de Argentina (art. 1.143), habla de contratos nominados e innominados antes que de contratos típicos y atípicos, como prístinamente lo hace el Código civil italiano de 1942 (art. 1.322) y, a su turno, la más autorizada doctrina ¹⁸.

Por tanto, parece apropiado señalar que estamos ante un «contrato nominado» cuando ofrece un *nomen iuris* conocido para ser identificado, «contrato típico» al que tiene individualidad propia y normativa especial, y «contrato atípico» al que no obstante tener identificación propia no tiene disciplina particular. En suma, tanto los contratos típicos como los atípicos son, por regla general, también contratos nominados ¹⁹.

¹⁶ Por regla general, la atipicidad del *leasing*, que se da en muchos países, ocasiona la atipicidad del *lease back*; sin embargo, esta regla no se cumple en el caso inverso, es decir, que la tipicidad de uno conlleve la del otro. Esto lo podemos observar en algunas leyes nacionales -como la Ley panameña sobre Arrendamiento Financiero, del 10 de julio de 1990, y la Ley argentina de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, Título II, del 19 de enero de 1995-, y en la Convención del Unidroit sobre Leasing Internacional, que regulan el *leasing* pero no el *lease back*. Creemos que, a pesar de esta omisión, nada impide que se celebren contratos de *lease back*, pues éstos son simples subtipos del *leasing*. Cabe recordar que la citada Convención, al igual que la de *factoring* internacional, fue aprobada el 28 de mayo de 1988 en una Conferencia Diplomática convocada en Ottawa por el gobierno de Canadá. En la actualidad, estas Convenciones están en vigencia: la de *leasing* en ocho países (Belorusia, Federación Rusa, Francia, Hungría, Italia, Letonia, Nigeria, Panamá) y la de *factoring* en seis (Alemania, Francia, Hungría, Italia, Letonia y Nigeria). Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 394; MESTRE, «La convención de unidroit sobre factoring internacional», en *Jornadas Unidroit sobre contratos comerciales modernos*, Buenos Aires, 1998, pág. 6; STANFORD, «The unidroit convention on international financial leasing», en *Jornadas Unidroit*, cit., pág. 21. Los textos de estas Convenciones y el estado actual de las firmas, ratificaciones y adhesiones, puede verse en internet: www.unidroit.rome.

¹⁷ Cabe recordar que el *leasing* en el Perú está regulado por el Decreto Legislativo 299, publicado el 29 de julio de 1984 y reglamentado por el D.S. 559-84-EFC de diciembre del mismo año. Igualmente, la ley uruguaya 16.072, sobre el «Contrato de Crédito de Uso», del 9 de octubre de 1989, en su artículo 2, regula el *lease back*, pues dispone que «el contrato podrá recaer: ... b) sobre un bien que, a la fecha del contrato, sea de propiedad del usuario, pactándose simultáneamente su venta a la institución acreditante».

¹⁸ Cfr. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, pág. 6 y ss; LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici*, Milano, 1994, vol. I, pág. 6 y ss; COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, pág. 10 y ss; JORDANO, «Los contratos atípicos», en *Revista general de legislación y jurisprudencia*, Madrid, 1953, t. XVIII, pág. 50 y ss; ARIAS SCHREIBER, *Exégesis del código civil peruano*, Lima, 1987, t. I, pág. 48 y ss; DE LA PUENTE, *El contrato en general*, en *Biblioteca para leer el código civil*, Lima, 1991, vol. XI, t. I, pág. 196 y ss.

¹⁹ Cfr. MESSINEO, *Doctrina general del contrato*, Buenos Aires, 1986, t. I, pág. 378; DE LA PUENTE, *El contrato*, cit., pág. 200; LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 148.

1.2. Consensual.

El derecho moderno, distanciándose del derecho romano, germano e inglés, que se caracterizaban por un riguroso formalismo²⁰, se desarrolla sobre la base del principio consensualista o espiritualista, según el cual «los contratos se perfeccionan por el solo consentimiento de las partes». Ahora, pues, no es la celebración de un acto formal lo que genera la obligación, sino la expresión de un consentimiento con ciertas formalidades, las que además sólo se exigen de manera excepcional, esto es, como requisito o presupuesto de validez del contrato²¹. Es más, hoy en día la forma se considera, por regla general, como una protección suplementaria del consentimiento. La forma, escribe GHESTHIN, «requisite attire l'attention sur l'importance de l'engagement pris et, par la réflexion qu'elle détermine, prévient les vices du consentement ou le déséquilibre lésionnaire des prestations»²².

El contrato de *lease back* no escapa a esta práctica: su consensualidad viene reconocida por la mayor parte de la doctrina y por algunas legislaciones, como la panameña (Ley 7-1990, art. 3); no obstante, debemos reconocer que habitualmente estas operaciones vienen muy documentadas, quizá en atención a su complejidad y magnitud; pero aquí la forma se utiliza con la finalidad de conciliar la simplicidad y la rapidez, necesarias siempre en el tráfico empresarial, con la seguridad jurídica, necesaria siempre en todo ordenamiento legal²³.

1.3. Principal.

El *lease back* es un contrato principal porque cumple *per se* fines contractuales propios y subsistentes, sin relación necesaria con otro u otros contratos²⁴. En otras palabras, el contrato de *lease back* no depende ni lógicamente ni jurídicamente de otro, pues él se presenta y se ejecuta independientemente de cualquier otro.

²⁰ En este sentido, ASTUTI, «Contratto (diritto intermedio)», en *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1961, vol. IX, pág. 765 y ss; PLANITZ, *Principios de derecho germano*, Barcelona, 1957, pág. 206 y ss; LÓPEZ SANTA MARÍA, *Los contratos*, Santiago de Chile, 1986, pág. 58.

²¹ Cfr. PUIG BRUTAU, *Fundamentos de derecho civil*, Barcelona, 1978, t. II, vol. I, pág. 34; TORRES, *Acto jurídico*, Lima, 1998, pág. 247.

²² *Traité de droit civil. Les obligations. Le contrat: formation*, Paris, 1988, t. 2, pág. 291.

²³ La libertad de forma es un elemento importante y coadyuvante de la fluidez del comercio internacional. La Convención de Viena de 1980 sobre compraventa internacional de mercaderías, del 11 de abril de 1980, por ejemplo, reconoce la celebración de contratos oralmente. Cfr. COMOGLIO, «Libertà di forma e libertà di prova nella compravendita internazionale di merci», *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, Milano, 1990, núm. 2, pág. 786 y ss; Para el estudio de la compraventa internacional en general, recomendables son los trabajos de ADAME, *El contrato de compraventa internacional*, México, 1994; BIANCA, *Convenzione di vienna sui contratti di vendita internazionale di beni mobili*, Milano, 1992; GARRO - ZUPPI, *Compraventa internacional de mercaderías*, Buenos Aires, 1990; PERALES VISCASILLAS, *La formación del contrato de compraventa internacional de mercaderías*, Valencia, 1996; SIERRALTA, *La compraventa internacional y el derecho peruano*, Lima, 1997.

²⁴ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *El contrato de leasing*, cit., pág. 134 y ss; *Id.*, *Leasing*, cit., pág. 150; MESSINEO, *Doctrina general*, cit., pág. 435.

1.4. Oneroso.

Los contratos de *lease back* son onerosos porque en ellos «cada parte no está dispuesta a dar si no es a condición de recibir». En efecto, la onerosidad en este contrato, desde el punto de vista positivo, está dada por la contraprestación que sigue a la prestación, por la ventaja que deviene al sacrificio, sin que, pues, se requiera una relación de equilibrio o de equivalencia objetiva entre ambos extremos. Sacrificio y ventaja están ordinariamente en relación de equivalencia o de equilibrio contractual, siendo, por ende, suficiente que la equivalencia sea subjetiva ²⁵.

1.5. Conmutativo.

El *lease back* es un contrato conmutativo o *certi* porque la estimación del respectivo sacrificio o ventaja, esto es, del riesgo, puede hacerse en el momento mismo de la celebración del contrato. Según esto, tanto la empresa de *leasing* como la usuaria conocen con antelación cuál es el valor económico que tiene para ellos el contrato. Los contratos conmutativos, pues, aseguran a cada parte contractual un beneficio determinado, el cual es susceptible de una inmediata apreciación, con independencia de las fluctuaciones económicas o los riesgos referidos al objeto del contrato ²⁶.

1.6. De duración.

La mayoría de los contratos de empresa, y dentro de ellos el *lease back*, son *di durata*, es decir, contratos en los cuales las prestaciones se van escalonando en el tiempo, durante un lapso prolongado. El *dilatar* o prolongar la ejecución de las prestaciones en el tiempo, es condición para que estos contratos produzcan el efecto querido por las partes y se satisfagan, al mismo tiempo, las necesidades que los indujo a contratar. Además, el beneficio que las partes desean alcanzar u obtener con estos negocios, está en función a la duración de la relación obligacional. La duración, en efecto, no resulta tolerada por las partes contratantes, sino querida por ellas ²⁷.

²⁵ Cfr. MESSINEO, «Contratto (diritto privato)», en *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1961, vol. X, pág. 918; *Id.*, *Doctrina general*, cit., pág. 416. Cuando se habla de «equivalencia», explica BETTI, no se quiere aludir a una equivalencia matemática, sino a una paridad de posición y proporcionalidad de ventajas y cargas correlativas, es decir, apreciación de conveniencia de la proporción entre la carga que se acepta y la ventaja que, asumiendo la carga, se puede conseguir (*Teoría general de las obligaciones*, Madrid, 1970, t. II, pág. 81).

²⁶ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 159. GHESTIN estima que un contrato «est conmutatif lorque chacune des parties s'engage à donner ou à faire une chose qui est regardée comme l'équivalent de ce qu'on lui donne, ou de ce qu'on fait pour elle». En otras palabras, «le contrat commutatif est celui dans lequel chacune des parties connaît dès la conclusion du contrat, l'importance des prestations réciproques, tenues pour équivalentes», concluye el citado maestro francés (*Traité*, cit., pág. 14). Los contratos conmutativos, acota TRIMARCHI, no implican la asunción de riesgos en *Trattato di diritto privato*, Milano, 1991, pág. 296.

²⁷ Cfr. OPPO, «I contratti di durata», en *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, Padova, 1943, núm 1/2, pág. 135; TRIMARCHI, *Trattato di diritto*, cit., pág. 297.

1.7. De prestaciones recíprocas.

Los contratos con prestaciones recíprocas, que según unos serían una suerte de reencarnación de la figura de los contratos bilaterales, se caracterizan por el hecho que cada una de las partes está obligada a una prestación, es decir, hay una prestación y, respectivamente, una contraprestación. Entre éstos se establece un nexo especial, llamado de reciprocidad, que consiste en su interdependencia o causalidad recíproca, por la que cada parte no está obligada a la ejecución de su propia prestación, sin que sea debida o ejecutada la prestación de la otra. La una es el presupuesto indeclinable de la otra²⁸.

El *lease back*, no cabe duda, es un contrato con prestaciones recíprocas, donde la empresa de *leasing* es acreedora de los cánones e, inversamente, deudora de los bienes; por su parte, la usuaria es acreedora de los bienes y deudora de los cánones.

1.8. A cláusulas generales.

Muchos de los autores estiman que los contratos de empresa, por ser tales, son necesariamente por adhesión, es decir, contratos en los cuales una de las partes establece un contenido para todos los contratos de un determinado tipo que en el ejercicio de la empresa se realice. En éstos el destinatario no tiene derecho alguno de modificar los términos de la oferta; sólo le resta aceptarla o rechazarla en su totalidad. En la adhesión, entonces, más que una negociación hay una imposición de una de las partes a la otra del contenido del contrato²⁹.

Nosotros no compartimos tal criterio; antes bien, creemos que los contratos de *lease back* se caracterizan por ser celebrados a través de cláusulas generales³⁰, las que abarcan solamente determinados aspectos del contrato, dejando a las partes en libertad de negociar los elementos propios o,

²⁸ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 164. En estos contratos la prestación es correspectiva a la contraprestación. La relación entre éstas se llama *synallagma*, apunta TRIMARCHI, *Trattato di diritto*, cit., pág. 295. El Código civil francés, en su artículo 1102, considera que «le contrat est synallagmatique ou bilatéral lorsque les contractans s'obligent réciproquement les uns envers les autres». Como vemos, el citado Código habla de contratos sinalagmáticos y de obligaciones recíprocas, antes que de contratos con prestaciones recíprocas, como lo recomienda la mejor legislación y doctrina comparadas.

²⁹ Cfr. MESSINEO, *Il contratto in genere*, en *Trattato di diritto civile commerciale*, diretto DA CICU - MESSINEO, Milano, 1968, vol. XXI, t. I, pág. 5 y ss; REZZÓNICO, *Contratos con cláusulas predispuestas*, Buenos Aires, 1987, pág. 269 y ss; ALFARO, *Las condiciones generales de la contratación*, Madrid, 1991, pág. 38 y ss; LEYVA SAAVEDRA, *El contrato de leasing*, cit., pág. 259; Id., *Contratos de empresa*, cit., pág. 87 y ss.

³⁰ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 173. Según el artículo 1.392 del Código civil peruano, «las cláusulas generales de contratación son aquellas redactadas previa y unilateralmente por una persona o entidad, en forma general y abstracta, con el objeto de fijar el contenido normativo de una serie indefinida de futuros contratos particulares, con elementos propios de ellos». La enunciada definición es bastante completa, toda vez que pone de manifiesto las características esenciales de estas cláusulas, a saber: predisposición, generalidad, abstracción e inmutabilidad. Cfr. DE LA PUENTE, *El contrato*, cit., 1993, t. III, pág. 78 y ss.

mejor, típicos de cada contrato ³¹. Esto lo observamos, por ejemplo, cuando las partes contratantes negocian el monto de los cánones, el plazo del contrato y los intereses a pagar por el financiamiento de la operación. Si el *lease back* fuera un contrato celebrado por adhesión, las cláusulas que conforman el contenido contractual no admitirían negociación alguna, es decir, se impondrían sin más a la otra parte contratante; sin embargo, esto no sucede en el caso del citado contrato.

No debemos olvidar que el contrato de adhesión hace referencia a una realidad indivisible, donde la negociación es imposible; en tanto que con el concepto de cláusulas generales se hace referencia a una realidad divisible, donde la negociación es posible ³².

1.9. De empresa.

Apartándonos del calificativo de contrato mercantil que habitualmente utiliza la doctrina ³³, jurisprudencia y legislación, pensamos que el *lease back* es un contrato de empresa ³⁴, es decir, un contrato estipulado ordinariamente por empresas: la empresa de *leasing* y la empresa usuaria.

En doctrina con frecuencia se distingue entre contratos «exclusivamente» y contratos «naturalmente» de empresa, según que ésta sea o no elemento esencial en la específica relación contractual ³⁵. Así, contratos exclusivos de la empresa son aquellos en los que la empresa es el presupuesto técnico del acto negocial, *verbi gratia*, los contratos bancarios, de financiamiento, de seguros, de depósito en almacenes generales, etc.; naturales a la empresa son aquellos que tienen sentido sólo si son estipulados por una empresa dedicada a estas actividades, por ejemplo, los contratos de suministro, de transporte, de distribución, etc. En general, creemos que la disciplina del contrato de empresa reclama *tout court* la presencia de una empresa en la relación contractual sin distinguir entre las dos hipótesis apuntadas ³⁶.

³¹ Habitualmente, se dice que los contratos por adhesión y los celebrados a cláusulas generales de contratación constituyen dos visiones de un fenómeno único, siendo llamada de la primera manera por la doctrina francesa y de la otra por la doctrina alemana, seguida por la italiana y parte de la española; sin embargo, esto no es verdad, como bien lo explica DE LA PUENTE, *El contrato*, cit., pág. 113.

³² Este paralelismo, estima VATTIER, se puede mantener porque las condiciones generales y los contratos de adhesión se implican mutuamente; mientras las primeras predeterminan unilateralmente el contenido de los futuros contratos de adhesión, éstos concretan las condiciones generales en las singulares relaciones entabladas entre la empresa y los adherentes («Las cláusulas abusivas en los contratos de adhesión», *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1995, núm. 630, pág. 1.527).

³³ En este sentido, DE LA CUESTA, «Jurisprudencia sobre el leasing», *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1987, núm. 27, pág. 660; LAVALLE - PINTO, *Leasing mobiliario*, Buenos Aires, 1982, pág. 83; MORILLAS, *Algunos aspectos del leasing*, cit., pág. 493; OLIVERA, *Leasing*, cit., pág. 63; SÁNCHEZ PARODI, *Leasing financiero mobiliario*, Madrid, 1989, pág. 161; VILLEGAS, *Operaciones bancarias*, cit., pág. 91.

³⁴ Son de este parecer también, GALGANO, *Diritto privato*, Padova, 1997, pág. 527; BONEO - BARREIRA, *Contratos bancarios modernos*, Buenos Aires, 1984, pág. 94; FANAN, «Lease back», en *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da GALGANO, Torino, 1995, t. I, pág. 779; ARIAS SCHREIBER, *Contratos modernos*, cit., pág. 105.

³⁵ Cfr. OPPO, «Note sulla contrattazione d'impresa», en *Rivista di diritto civile*, Padova, 1995, núm. 5, pág. 630.

³⁶ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 169.

2. Caracteres funcionales.

2.1. De financiación.

Un significativo número de contratos de empresa han sido concebidos, gestados y desarrollados para responder a las nuevas exigencias crediticias de la actividad empresarial. Las empresas, si querían ser competitivas y, en efecto, permanecer en el mercado, tenían que afrontar de inmediato nuevos retos de inversión, lo que hacía necesario, entonces, buscar formas de financiamiento alternativas a los tradicionales «capital de riesgo» y «capital de crédito»³⁷.

Como bien sabemos, en sentido genérico, financiación es la consecución de dinero para la empresa. Ese dinero, esos fondos que necesita la empresa para el desarrollo de su actividad pueden ser proporcionados por sus propios socios o accionistas, o por personas ajenas a ella, como entidades bancarias, financieras o inversionistas institucionales. Según esto, la empresa puede recurrir para cubrir sus necesidades de fondos a sus propios recursos (autofinanciación), a recursos de sus titulares o socios (aportaciones o acciones) y a recursos de otras personas o empresas (préstamos, créditos, etc.).

La praxis empresarial de estas últimas décadas enseña que el financiamiento de las empresas, en la mayoría de casos, es realizado por otras empresas, especialmente por las pertenecientes al sistema parabancario. Cabe, en esta sede, recordar que la actividad parabancaria surge para responder a las nuevas exigencias de la clientela y a los requerimientos de servicios y de instrumentos financieros diversos de aquellos tradicionales. De allí que se hable, con propiedad, de una verdadera revolución de contenidos de la actividad bancaria y de la aparición de una nueva concepción profesional, en los cuales más importante que el «producto» es el «servicio» que se brinda a los clientes o consumidores³⁸.

Las empresas bancarias desarrollan actividad parabancaria de dos formas: una directa y otra indirecta, es decir, a través de la participación en otras empresas extrañas al sector crediticio o financiando la actividad de éstas. Ejemplos tenemos por doquier; basta observar un momento la propaganda publicitaria de las entidades de crédito: Santander, BCH, que ofrecen nuevos servicios e instrumentos, como *leasing*, *factoring*, fondos mutuos de inversión, etc. Junto al sector bancario han aparecido un conjunto de empresas que desarrollan, de alguna manera, intermediación financiera, aun cuando no son bancos ni instituciones de crédito, *verbi gratia*, Santander Leasing, Factoring Total, etc.

La actividad parabancaria ha tenido una notable afirmación en los países de la Comunidad Europea, donde existe actividades muy especializadas que son desconocidas todavía en nuestro mercado financiero o de crédito, como, por ejemplo, los *check traders* de Gran Bretaña: negociadores

³⁷ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 174.

³⁸ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Contratos de empresa*, cit., pág. 123.

de cheques que realizan una función muy cercana a las empresas de *factoring*. A pesar de ello, se carece de una normativa comunitaria parabancaria. Algunas intervenciones comunitarias sirven como sustento regulatorio de esta actividad, a saber: derecho de establecimiento y a la libre prestación de servicios; coordinación de las legislaciones bancarias; reacondicionamiento de las legislaciones relativas al crédito de consumo; armonización de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas de los bancos y de los otros institutos financieros; instauración de vigilancia sobre base consolidada para los entes crediticios y financieros ³⁹.

Bien puede decirse, finalmente, que el *lease back* es un auténtico contrato de financiamiento ⁴⁰, pues a través de él una empresa de *leasing* financia, con medios diferentes a los tradicionales, la actividad de otra empresa dedicada sea a la producción de bienes o a la prestación de servicios. En otras palabras, la actividad de las empresas de *leasing* encuentra su razón de ser en el financiamiento de la actividad de las empresas productivas o de servicios.

V. NATURALEZA JURÍDICA DEL LEASE BACK

Como hemos apuntado, el estudio de la naturaleza jurídica del *leasing* es una de las facetas más polémicas ⁴¹; esto también lo observamos con el *lease back* en particular. Tanto en la doctrina como en la jurisprudencia comparadas no han faltado posiciones que cuestionan la naturaleza jurídica, la conveniencia y validez de este peculiar contrato de *leasing*. En cuanto al primer tema, algunos autores han asimilado el *lease back* a la compraventa con pacto de rescate o retracto y, en menor proporción, al mutuo y al reporto. Sin pretender ingresar a estudiar estas tesis, nacidas en países que carecen de legislación sobre este negocio, creemos que el *lease back* es un contrato que goza de todas las características del *leasing*, es decir, es un contrato complejo, unitario con causa única. Por ende, no es reconducible a ningún contrato contenido en otras leyes o códigos provenientes del *civil law* ⁴².

³⁹ Cfr. CLAROTTI, «La disciplina delle attività parabancarie nei paesi della comunità europea», en *L'attività parabancaria. Esperienze e prospettive*, a cura di RESTUCCIA, Milano, 1987, pág. 37 y ss.

⁴⁰ Cfr. AMORÓS, «El leasing inmobiliario», *cit.*, pág. 867; ANGELONI, «Lease back», *cit.*, pág. 883; GASTALDI, *¿Qué es el leasing?*, Buenos Aires, 1995, pág. 42; GALGANO, *Diritto privato*, *cit.*, pág. 527; LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, *cit.*, pág. 174; MONTOYA, *Derecho comercial*, Lima, 1998, t. I, pág. 337; VILLEGAS, *Operaciones bancarias*, *cit.*, pág. 92; URÍA, *Derecho mercantil*, Madrid, 1987, pág. 640.

⁴¹ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, *cit.*, pág. 64.

⁴² Por esta tesis se inclina la mayor parte de la doctrina. Cfr. DE NACTOLIS, «Divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 557; DE NOVA, *Nuovi contratti*, *cit.*, pág. 234; GITTI, «Divieto del patto commissorio, frode alla legge, sale and lease back», *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, Milano, 1993, núm. 2, pág. 487; PURCARO, «I problemi di struttura del leasing», *Rivista italiana del leasing e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1997, núm. 3, pág. 545; RAGUSA MAGGIORE, *Scritti di diritto commerciale e fallimentare*, Padova, 1997, vol. II, pág. 1.309; FANAN, «Lease back», *cit.*, pág. 806; SÁNCHEZ, «El contrato de lease back», *Gaceta jurídica*, Lima, 1997, tomo 45, pág. 121-A.

Respecto al segundo, un sector ha sostenido que el *lease back* constituye una deformación del *leasing*, ya que desnaturaliza el fin financiero que reviste el contrato de *leasing* como contribución al equipamiento empresarial, pues la empresa usuaria no incrementa su capacidad productiva, sino que recibe fondos que reintegra como arriendo y pierde de su activo la propiedad de esos bienes ⁴³; otros, en cambio, estiman que el *lease back* es una operación inconveniente para la empresa de *leasing*, toda vez que no se evidencia síntomas de pujanza y crecimiento de parte de la empresa usuaria, sino, antes bien, una situación de dificultad financiera.

VI. ¿EL LEASE BACK ES UN TIPO O UN SUBTIPO DE LEASING?

Desde el punto de vista económico, el contrato de *lease back* es para la empresa usuaria una operación de movilización de capitales inmovilizados, es decir, una operación de liquidez que le permite a la usuaria mantener el uso y la facultad de readquirir el bien al final del plazo contractual inicial. La operación ofrece, pues, numerosas ventajas, como la liquidación de inversiones inoportunas, el financiamiento de conjuntos empresariales de alto coste o el financiamiento del plan de reestructuración de la empresa cuando, previa declaración de insolvencia, la Junta de acreedores así lo haya decidido ⁴⁴.

Desde el plano estructural, se puede discutir si el *lease back* sea producto de un *collegamento* negocial entre dos contratos, compraventa y *leasing*, o una operación unitaria con causa compleja. La mejor doctrina se orienta en esta última dirección, encontrando en la compraventa una fase puramente prodrómica del *lease back*. Desde el plano funcional, la doctrina económica y jurídica y la jurisprudencia comparada, no dudan que el contrato de *lease back* tenga una típica causa de financiamiento, aun más acentuada y evidente que el propio *leasing* ⁴⁵.

Ahora bien, comparado con el tipo genérico de *leasing*, no cabe duda que en el *lease back* falta la natural trilateralidad de sujetos intervinientes en la relación contractual, pero no falta algo que es importante en ella: el presupuesto esencial que el bien es adquirido por la empresa de *leasing*, precisamente, para ser entregado en *leasing*. En efecto, el *lease back* es un real contrato de *leasing*,

⁴³ En este sentido, LINARES BRETÓN, «El contrato de locación financiera (leasing)», *Revista Felaban*, Bogotá, 1978, núm. 31, pág. 36; BARREIRA, *Leasing, aspectos jurídicos, contables, impositivos y operativos*, Buenos Aires, 1978, pág. 56; HIGHTON, «El leasing en el common law y traslación de la noción al derecho argentino», *Revista de derecho privado y comunitario*, Santa Fe, 1994, núm. 3, pág. 270; KEMELMAJER, «Una aproximación al contrato», *cit.*, pág. 471; CÁRDENAS, «Algunas consideraciones acerca del denominado contrato de arrendamiento financiero», *Revista peruana de derecho de la empresa*, Lima, 1986, núm. 21, pág. 48; BRAVO, *Contratos modernos empresariales*, Lima, 1998, pág. 133.

⁴⁴ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, *cit.*, pág. 207.

⁴⁵ Cfr. DE NICTOLIS, «Divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 555; FANAN, «Lease back», *cit.*, pág. 781; PURCARO, «I problemi di struttura del leasing», *cit.*, pág. 543; BONTEMPI, «Divieto di patto commissorio e lease back», *Nuova giurisprudenza civile commentata*, Padova, 1995, núm. 5, pág. 909; MONJE, «Algunas consideraciones en torno al lease back», *cit.*, pág. 1.401; RAGUSA MAGGIORE, *Scritti di diritto*, *cit.*, pág. 1.299.

ya que comparte con él no sólo la disciplina y la función, sino también, aunque en parte, la estructura, toda vez que el bien es adquirido por la empresa de *leasing* no ya de un tercero, sino directamente de la usuaria⁴⁶. Si intentáramos algunas diferencias entre ellos, creemos que éstas no pueden ser más de dos: la coincidencia en el *lease back* de las calidades de vendedora y luego usuaria en la misma empresa, y la eliminación de la fase previa de elección del bien y su adquisición de un tercero⁴⁷.

VII. LA TESIS DE LA CORTE DI CASSAZIONE ITALIANA

En relación a su validez, o mejor, su licitud o ilicitud del *lease back*, la doctrina y con ella la jurisprudencia italiana se ha dividido. Una parte defiende la licitud de esta operación en atención a la general validez de las transferencias con fines de garantía que no están bajo condición, sea suspensiva o resolutoria, como el *lease back*⁴⁸; la otra, en cambio, sostiene la ilicitud de la operación partiendo de la premisa que, en general, las transferencias con fines de garantía son nulas por violación del pacto comisorio previsto en el artículo 2.744 del Código civil italiano. El instrumento utilizado por esta doctrina para decretar la invalidez es, pues, el fraude a la Ley⁴⁹.

⁴⁶ Cfr. GITTI, «Divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 485 y ss.

⁴⁷ Según BONTEMPI, la «única differenza rispetto al *leasing* finanziario tradizionale è che, essendo il *lease back* caratterizzato da un rapporto bilaterale e non trilaterale, l'importo del finanziamento viene erogato direttamente all'utilizzatore e non ad un terzo fornitore del bene» («Divieto di patto commissorio», *cit.*, pág. 909). De este parecer son también, DE NOVA, «Appunti sul *lease back* e il divieto del patto commissorio», *Rivista italiana del leasing e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1985, núm. 2, pág. 307 y ss; BUSSANI, «Locazione finanziaria», *cit.*, pág. 608; KEMELMAJER, «Aproximación al contrato», *cit.*, pág. 469; SÁNCHEZ, «El contrato de *lease back*», *cit.*, pág. 120-A.

⁴⁸ Defienden esta tesis, entre otros, BUONOCORE, «Il contratto di leasing», *cit.*, pág. 1.455 y ss; *Id.*, «Cassazione e leasing: riflessioni sulla giurisprudenza dell'ultimo quinquennio», *Contratto e impresa*, Padova, 1994, núm. 3, pág. 558 y ss; BIANCA, «Il divieto del patto commissorio: un passo indietro della cassazione», *Rivista di diritto civile*, Padova, 1987, núm. 1, pág. 121 y ss; BUSSANI, «Il contratto di *lease back*», *Contratto e impresa*, Padova, 1986, núm. 2, pág. 558 y ss; CLARIZIA, «Lease back e operazioni inesistenti», *Rivista italiana del leasing e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1989, núm. 2, pág. 521 y ss; DE NOVA, «Appunti sul sale and lease back», *cit.*, pág. 307 y ss; *Id.*, *Nuovi contratti*, *cit.*, pág. 234 y ss; *Il contratto di leasing*, Milano, 1995, pág. 68 y ss; DE NICTOLIS, «Divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 560 y ss; FALABELLA, «Divieto di patto commissorio e *lease back*», *Giustizia civile*, Milano, 1993, parte I, pág. 89 y ss; FANAN, «Lease back», *cit.*, pág. 806; LUMINOSO, «I contratti», *cit.*, pág. 422 y ss; MUNARI, «Validità e nullità del sale and lease back in relazione al divieto del patto commissorio», *Rivista italiana del leasing e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1986, núm. 1, pág. 172 y ss; Purcaro, «Sulla liceità del sale and lease back», *Rivista italiana del leasing e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1986, núm. 3, pág. 587 y ss; RAGUSA MAGGIORE, *Studi di diritto*, *cit.*, pág. 1.308 y ss.

⁴⁹ Según FERRARINI, «l'operazione del *sale and lease back*, nel suo complesso, presenta una stretta fungibilità con un mutuo assistito da garanzia reale (...) Nella normalità di casi la vendita a scopo di *lease back* è nulla siccome in frode al divieto del patto commissorio». (*La locazione finanziaria*, Milano, 1977, pág. 121 y ss). Participan de esta tesis también, MONTICELLI, *Il leasing*, en *Contratti atipici*, Torino, 1991, vol. 1, pág. 139 y ss; MARTORELL, *Tratado de los contratos*, *cit.*, t. I, pág. 375; KEMELMAJER, «Aproximación al contrato», *cit.*, pág. 471.

Siguiendo este parecer, en la jurisprudencia italiana se han emitido algunas decisiones que niegan validez al *lease back*, por aplicación del artículo 2.744 del Código civil que prohíbe el pacto comisorio. En este sentido se ha pronunciado el tribunal de Milano, en su sentencia de 19 de junio de 1986, que dice: «Nel contratto di *sale and lease back*, la natura finanziaria del contratto di *leasing* la funzione oggettivamente di garanzia della vendita, sono indice insuperabili della frode alla legge che vieta il patto commissorio, senza che sia necessario provare lo scopo di garanzia nel caso singolo (...) Il *sale and lease back* configura un mezzo per eludere il divieto del patto commissorio; di conseguenza è nullo sia il contratto di vendita, sia il successivo e collegato contratto di locazione finanziaria».

Esta interpretación del tribunal de Milano también se advierte en otros Tribunales de la región. Por ejemplo, el Tribunal de Verona, en su sentencia de 15 de diciembre de 1988 señala que «il contratto di *sale and lease back* è nullo perchè è contrario al divieto del patto commissorio ed è caratterizzato da una non equa distribuzione i pesi e vantaggi contrattuali a scapito del venditore utilizzatore, che lo rende non meritevole di tutele secondo l'ordinamento giuridico». A su turno, el tribunal de Vicenza, en susentencia de 12 de julio de 1988, considera «nulo il *lease back* qualora la funzione di scambio assuma un ruolo succedaneo e strumentale rispetto alla funzione di garanzia, finendo por consolidarsi solo a seguito dell'inadempimento del debitore, senza che sia in alcuno modo assicurata la proporzionalità delle prestazioni»⁵⁰.

Una interpretación diversa ha sido dada por este Tribunal en la sentencia de 3 de marzo de 1988, al considerar que: «il *lease back* consiste in un'unione funzionali di più obbligazioni tutte imprescindibili per la realizzazioni dello scopo giuridico del contratto; queste sono legate tra loro da una causa autonoma e composita che non può concidere completamente con quella della vendita con patto di riscato, senza operare uno snaturamento dell'essenza socio-giuridica del negozio (...) In quanto il trasferimento della proprietà del bene è solo una componente del più vasto insieme negoziale atípico caratterizzato dalla natura finanziaria dell'operazione, che non richiede il trasferimento del bene, ma la continuazione della sua utilizzazione da parte dell'imprenditore»⁵¹.

El mérito de esta sentencia reside en el examen que se hace de las características funcionales y estructurales del *lease back*, que «consiste en una unión funcional de obligaciones sinalagmáticas todas imprescindibles para la realización del fin común del contrato». El *lease back* es un contrato nacido para satisfacer necesidades específicas de un sector de la vida económica; de allí que resulta inútil tratar de encontrar en él una mera conexión o unión de negocios en parte típicos (compra-

⁵⁰ Cfr. BUSSANI, «Locazione finanziaria», *cit.*, pág. 609 y ss; DI GREGORIO, «Leasing», *cit.*, pág. 429 y ss. Mantiene esta tesis los tribunales de Roma, sentencia del 7 de mayo de 1990, y de Genova, sentencia del 30 de enero de 1992. Este último, por ejemplo, estima que el contrato de *sale and lease back* es un negocio que se celebra con fraude a la ley, pues viola la prohibición del pacto comisorio y, como tal, nulo a tenor de los artículos 1.344 y 2.744 del c.c. Cfr. BONTEMPI, «Divieto di patto commissorio», *cit.*, pág. 913; RONCO, «Osservazioni a trib. Genova, 30/1/1992, in tema di *sale and lease back*», *Giurisprudenza commerciale*, Milano, 1993, t. XX, pág. 430.

⁵¹ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, *cit.*, pág. 211 y ss.

venta) y en parte atípicos (*leasing*)⁵². En realidad nos dice que el *lease back* es una operación unitaria y compleja, muy distinta de la compraventa con pacto de rescate o retracto que regula el artículo 1.500 del Código civil italiano⁵³.

En nuestra opinión, las objeciones planteadas por aquel sector minoritario de la doctrina no son, en rigor, válidas. En primer lugar, porque el *lease back* no implica una desnaturalización del *leasing*; por el contrario, él es un típico contrato de *leasing*, y ello debido a que en el *lease back* se mantiene la estructura contractual básica, siendo, por ende, irrelevante que se trate de un bien usado y que el mismo haya sido, originalmente, de propiedad de la usuaria. En segundo lugar, porque él no traduce necesariamente una situación de inestabilidad financiera, pues la práctica comercial nos enseña que, con frecuencia, las empresas obtienen financiamiento en el mercado crediticio, constituyendo ya sea prenda sin desplazamiento o hipoteca sobre sus bienes de activo fijo. El *lease back*, no olvidemos, es una modalidad más, o adicional, a la cual pueden recurrir las empresas cuando están necesitadas de recursos financieros para realizar nuevas inversiones⁵⁴.

Tampoco consideramos atendibles los fundamentos de aquella jurisprudencia que niega validez al *lease back* por violación del pacto comisorio, pues creemos que este contrato, a diferencia de cuanto sucede con el pacto comisorio, no hay un crédito preexistente que garantizar entre la empresa vendedora-usuaria y la compradora-concedente. Es más, la compraventa que precede al *lease back* no es un contrato accesorio, con fines de garantía; es un presupuesto necesario para que el bien pueda ser concedido en *leasing*. Se puede decir, pues, que la citada compraventa no viene celebrada con fines de garantía, sino con fines de *leasing*, como ya hemos apuntado⁵⁵. Esto se puede corroborar con el hecho que la compradora-concedente en el *lease back* es libre de disponer del bien, lo que no sucedería si la compraventa fuese hecha con fines de garantía.

Igualmente, en el *lease back* la compraventa es pura y simple, es decir, no está supeditada a condición alguna; el mismo pacto de opción, que permite a la usuaria readquirir la propiedad del bien vendido, es una cláusula propia del contrato de *leasing*, no de la compraventa en garantía con pacto de retroventa⁵⁶.

⁵² Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 212 y ss.

⁵³ Con anterioridad a la citada sentencia, se han pronunciado por la licitud del contrato de *lease back* los tribunales de Roma, sentencia del 22 de marzo de 1979; de Milano, sentencias del 3 de mayo de 1983 y del 13 de junio de 1985; de Bologna, sentencia de 23 de junio de 1986. Con posterioridad, los tribunales de Pavia, sentencia del 1 de abril de 1988; de Palermo, sentencia del 20 de enero de 1990; y de Napoli, sentencia del 11 de diciembre de 1991. Cfr. BONTEMPI, «Divieto di patto commissorio», cit., pág. 913.

⁵⁴ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 212.

⁵⁵ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, cit., pág. 213. Pretender una interpretación prohibitiva, apunta VILLEGAS, importaría una irrazonable restricción a la operatoria para las entidades financieras que tienen en esta modalidad de *leasing* una vía de financiamiento de gran utilidad y aplicación, y respecto de las empresas implicaría una restricción a las posibilidades de financiamiento que muchas veces están limitadas al inmueble sobre el que asientan su establecimiento comercial o industrial (*Operaciones bancarias*, cit., pág. 111).

⁵⁶ Cfr. DE NOVA, «Appunti sul sale and lease back», cit., pág. 307 y ss; Id., *Nuovi contratti*, cit., pág. 235 y ss; BONFANTI, *Contratos bancarios*, cit., pág. 291; BONTEMPI, «Divieto di patto commissorio», cit., pág. 910; GIETTI, «Divieto del patto commissorio», cit., pág. 485 y ss; MUNARI, «Validità e nullità del sale and lease back», cit., pág. 177. En opinión de

A lo dicho podemos agregar que la adquisición de la propiedad del bien, por parte de la empresa de *leasing*, en un contrato de *lease back*, representa *tout court* un momento de su usual actividad empresarial; de igual modo, la concesión en *leasing* de un bien, aunque sea adquirido a la misma usuaria, se inserta sin más en el normal ejercicio negocial de una empresa de *leasing*, esto es, financiar el uso y, a su turno, la adquisición de bienes en *leasing*. Por ello, creemos que con el *lease back* no se trata de perseguir finalidades ilícitas a través de operaciones anómalas o indirectas, sino que estamos ante un típico contrato de empresa, pensado para satisfacer una necesidad de liquidez temporal, merecedor de tutela jurídica ⁵⁷.

VIII. EL LEVERAGED BUY-OUT: APUNTES HISTÓRICOS

En la práctica de EE.UU., hace tiempo (años 70) ⁵⁸ surgió una técnica denominada «*Leveraged Buyout*» (en adelante LBO) ⁵⁹. Esta técnica fue utilizada fundamentalmente por los grandes grupos de empresas que evolucionaban hacia la concentración privada, y que tenía como objetivo absorber empresas que presentaban dificultades financieras ⁶⁰. En efecto, la operación se producía de la siguiente manera: se pretende adquirir una empresa en dificultades y para ello se crea una nueva empresa con un capital social comúnmente inferior al valor de aquélla, esta nueva empresa creada solicita un

BIANCA, no basta para excluir la aplicación de la norma del pacto comisorio, afirmar que «nel sale and lease back non c'è un credito preesistente da garantire tra il venditore-utilizzatore e il compratore-concedente» («Il divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 124).

⁵⁷ Cfr. BUSSANI, «Locazione finanziaria», *cit.*, pág. 610; DE NACTOLIS, «Divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 556; GITTI, «Divieto del patto commissorio», *cit.*, pág. 487; PURCARO, «Sulla liceità del sale and lease back», *cit.*, pág. 588. Dentro de esta óptica, FELIÚ REY opina que la finalidad del *lease back* es reparar los fallos financieros de programas anteriores que no han resultado como se había planificado. El *lease back* es una figura que facilita la expansión de la economía, permitiendo a ciertas empresas efectuar nuevas inversiones, sin perder por ello la disposición de sus medios de producción existentes, concluye el citado autor («Estado de la cuestión de la nueva figura del contrato de lease back o leasing de retorno», en *Actualidad civil*, Madrid, 1994, núm. 23, pág. 430).

⁵⁸ El contexto económico en el que se desarrolla esta operativa se traduce en el mayor impulso de la economía de crear grandes formaciones de capital, dispuestos a emplearse en operaciones de mayor riesgo y mayor rentabilidad, a saber: inflación, la aparición de fuertes discrepancias entre el valor contable y de mercado y la consiguiente aparición de reservas ocultas se convirtieron en altamente atractivas para los financieros como garantía; tasa impositiva sobre plusvalías de capital a largo plazo reducidas; liberalización de los tipos de interés pasivo, lo que forzó a los bancos a buscar préstamos de más alta rentabilidad.

Por su parte, CALVELLO, Stefania, «Leveraged buy-out», en *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, t. I, trattato diretto da Francesco GALGANO, Utet, Torino, 1995, pág.349: «il LBO nasce in America attorno agli anni sessanta con caratteristiche parzialmente diverse rispetto alle più recenti applicazioni (...)».

⁵⁹ FRIGNANI, Aldo, *Factoring, Leasing, Franchising, Venture Capital, Leveraged buy-out, hardship clause, countertrade, cash and carry, merchandising*, Giappichell editore, Torino, 1991, pág. 381.

⁶⁰ Para una mayor información, *cfr.*, CANDELARIO MACÍAS I. y RODRÍGUEZ GRILLO, L., *La empresa en crisis-Derecho Actual*, ediciones ciudad argentina, Buenos Aires, 1998, pág.61 y ss. También, CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, «El LBO. como medio de salvación de la empresa», *Cuadernos de Derecho y Comercio*, septiembre, 1997, núm.23, pág.302 y ss. Las mismas autoras en *Dir. Fall.*, Padova, marzo-abril, 1998, núm.2, pág. 201 y ss.

crédito al Banco y ofrece como garantía las acciones de la sociedad a adquirir. Luego, esta técnica societaria consiste en la adquisición de una sociedad sin soportar el costo que ello conlleva. Una vez perfeccionada la adquisición se produce la fusión entre ambas entidades ⁶¹.

Por consiguiente, el resultado de todo LBO es el traslado sobre el patrimonio de la sociedad adquirida el coste de su adquisición. Podemos decir, por tanto, que la peculiaridad de la operación consiste precisamente en que el coste de adquisición de la sociedad en dificultades será saldada en gran medida con los propios recursos patrimoniales de ésta. El resultado que persigue la operación es hacer recaer sobre la sociedad adquirida la deuda que se contrajo para comprarla. La propia sociedad objeto de adquisición financia gran parte de la operación ⁶².

Como se constata, esta técnica será utilizada y extendida en las economías capitalistas de todo el mundo ⁶³. En España ⁶⁴, en concreto, baste citar algunas de las empresas que -con éxito- utilizaron esta operativa: Laboratorios Autex, Tintes Viscolan, Movirecord, Oscar Mayer, entre otros.

IX. DEFINICIÓN DEL *LEVERAGED BUY-OUT*

El *Leveraged buy-out* (LBO) hace referencia a la financiación ⁶⁵. *Leveraged* es un vocablo inglés que significa apalancamiento ⁶⁶. Por ello las adquisiciones realizadas a través de LBOs se

⁶¹ Véase, FAZZALARI, D y CALISSE, R., «Leveraged Buyout e Ristrutturazione Aziendale: Novità operative ed analisi economico-finanziarie», Dir.Fall., Padova, 1995, núm.3, págs. 578-587.

⁶² CHIEFI, «Il Leveraged buy-out nell'ordinamento italiano», *Giurisprudenza Commerciale*, Anno XIX, 1992, pág. 993.

⁶³ FRIGNANI, Aldo, *cit.*, pág.389.

⁶⁴ En España, baste recordar los factores que dieron lugar a su aplicación. Primero, la disolución total o parcial de conglomerados industriales, tales como RUMASA, ERT que por distintos motivos reestructuraron muchas de las empresas componentes. Segundo, la crisis industrial que ha afectado a determinados sectores privados y sus subsectores satélites y que permiten después de un largo período de reestructuración abrir la posibilidad de recuperar partes ya suficientemente saneadas.

⁶⁵ CALVELLO, Stefania, «Leveraged buy-out», *cit.*, pág. 349, dice: «es una particular técnica financiera ordenada a la adquisición de una sociedad o de bienes del patrimonio, mediante la utilización de una ingente cuota de capital que proveen los terceros; tal capital, según la peculiaridad de la operación, debe estar reembolsado a través de los productos de la misma sociedad o la cesión de algunos bienes adquiridos. Dicha técnica financiera representa un fenómeno extremadamente complejo, que comporta numerosas implicaciones de carácter financiero y jurídico; desde otro punto de vista, puede articularse en una gran variedad de formas (...) la tipificación ordinaria consiste en la operación que se realiza a través de la adquisición de acciones cuotas de una sociedad (considerada *stock acquisition* o *merger*), o bien a través de la adquisición de activos (considerada *assets sale transactions* o *assets acquisition*). La primera modalidad se concreta, generalmente, en la adquisición o constitución de una sociedad *holding* en la terminología inglesa, denominada *newco*) destinada a convertirse en adquirente de una sociedad operativa (en la terminología inglesa denominada *target*); es decir, mediante la utilización de medios sean propios o que proveen los terceros (que pueden configurarse como financiación con concesión de crédito o con intervención sobre el capital).

⁶⁶ En coincidencia con CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, «El LBO.», *cit.*, pág. 204, «vayan por delante nuestras dudas sobre la necesidad de introducir estos términos en nuestro ordenamiento. No es preciso dar un nombre a todo. Y menos extranjero. (No procede ahora comentar el tema del *leasing* y los problemas que sus solapamientos

denominan en español «adquisiciones apalancadas»⁶⁷. El verbo inglés *buy-out*, -literalmente comprar fuera-, significa comprar la participación de una persona en una sociedad.

Hemos de señalar siguiendo a CANDELARIO Y FERNÁNDEZ⁶⁸, la dificultad de definir esta operativa por la gran variedad de formas que adopta. Un LBO es una modalidad de adquisición de empresas articulable de formas distintas⁶⁹. El primer dato destacable es la poliedricidad⁷⁰ del fenómeno aun con una unicidad de resultados económicos sustantivos a los que conduce todas sus variedades. El resultado de todo LBO es el traslado sobre el patrimonio de la sociedad adquirida el coste de su adquisición, tal y como adelantábamos.

Es importante precisar, no obstante, la gran confusión existente en torno al sentido de las siglas LBO y otras muy relacionadas como MBO, LMO, LEBO, MBI, LCO, etc. No toda la bibliografía que circula al respecto es lo suficientemente clara⁷¹, por tanto, una idea que ayuda a distinguir más claramente entre las distintas variantes del fenómeno es que sólo puede hablarse de LBO en la medida en que los compromisos de pago contraídos frente a terceros -por los compradores- para materializar la adquisición sean trasladados a la sociedad adquirida y entren a formar parte de su pasivo exigible⁷².

con las compra-ventas a plazos de bienes muebles están creando en las Audiencias, ante las incesantemente repetidas tercerías de dominio que las compañías de *leasing* interponen contra los embargos de la Tesorería General de la Seguridad Social). Pero, sí es imprescindible destacar que es realmente rara una absorción de sociedad que no esté fundada total o parcialmente en los bienes de la *target*. Es más, es habitual que las absorciones tengan por objeto sociedades con bienes libres suficientes para fundar parte del coste de adquisición. Si no tiene sentido absorberlas, en un 90% de los casos». *Id.*, FERRAR, *Takeovers, institutional investors and the modernization of corporate laws*, Oxford, 1993, pág. 271.

⁶⁷ MULLERAT, «Management and Leveraged buy-outs (adquisiciones de sociedades por sus propios directivos. Aspectos Jurídicos)», *RJC*, 1991, núm.2., pág. 337.

⁶⁸ CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, «El LBO. como mecanismo de salvación», *Dir. Fall.*, *cit.*, pág. 202 y 203.

⁶⁹ CHIEFFI, «Il Leveraged buy-out nell'ordinamento italiano», *cit.*, pág. 993.

⁷⁰ MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991, señala la poliedricidad del fenómeno, unicidad de resultados económicos sustantivos a que conduce, y el traslado sobre el patrimonio de la sociedad adquirida del coste de su adquisición. Por su parte, PARDOLESI, «Leveraged buy-out: una novità a tinte forti (o fosche?)», *Giur. Comm.*, t.III, 1989, pág. 403.

⁷¹ GARCÍA FERNÁNDEZ, «Management buy-out», *Dirección y Progreso*, Madrid, 1987, núm., 93, pág. 51 a 54.

⁷² Sobre este particular, *cfr.*, AURIOLES MARTÍN, «Los Leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas», en *Estudios en Homenaje a BROSETA*, 1995, pág. 237 a 264. También publicado en la *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 1993, pág. 641. En el mismo sentido, se pronuncia SANDRI, «Il Leveraged buy-out negli Stati Uniti», *Il Risparmio*, 1987, núm.4, pág. 688, argumenta que se podría subrayar que no todas las adquisiciones financiadas a través de deuda dan origen a un LBO. La mayor parte de las adquisiciones de empresas por parte de otras empresas pagadas al contado en lugar de por intercambio de acciones, son financiadas por deuda asumida y garantizada por la empresa adquirente. En sentido estricto un LBO existe sólo cuando la deuda contraída para la adquisición es asumida por la empresa adquirida, en el sentido de que entra a formar parte de su pasivo, y no en el de la empresa adquirente. En muchos casos esta última ni siquiera existe como entidad económica, y constituye tan sólo una estructura jurídica que se usa para dar forma a la transacción. La empresa que adquiere tiene dimensiones netamente inferiores a las de la adquirida y en consecuencia no puede hacer frente directamente al costo de la adquisición, ni puede garantizar con su capacidad de deuda la financiación necesaria. En estas situaciones el LBO se configura como un instrumento apro-

En síntesis, el LBO consiste en la adquisición de una compañía a través de la financiación de una parte significativa de su precio mediante el uso de un crédito garantizado con el valor de los activos de la empresa adquirida y no sólo por la capacidad crediticia del comprador. De tal manera que después de la adquisición, la ratio de endeudamiento o apalancamiento suele alcanzar un valor comprendido normalmente entre 4 y 12 o incluso mayor ⁷³. La inversión del comprador en el capital es pequeña en relación al precio de compra y la mayor parte del precio se financia mediante préstamos de uno o más prestamistas externos que se basan exclusivamente en el crédito de la sociedad adquirida. Por ende, la principal característica del LBO consiste en que la posibilidad de obtener financiación no se apoya en la solvencia económica de la entidad adquirente, sino en una combinación de la capacidad de generación de circulante y de la protección ofrecida por el valor de los activos de la sociedad adquirida como ya anticipábamos. Así, las siglas LBO responden a una figura claramente diferenciada, con identidad y autonomía propias ⁷⁴.

X. SUJETOS INTERVINIENTES EN EL LBO

El LBO afecta a varios sujetos, cuyos intereses son divergentes ⁷⁵, a saber: el vendedor o grupo de vendedores, los compradores que quieren adquirir la empresa, el financiador y, por último, los accionistas minoritarios que aparecen tanto en el supuesto de que el vendedor de acciones no detente la totalidad de las mismas como en el supuesto de que una sociedad venda sus activos ⁷⁶. De hecho, cada parte busca realizar sus objetivos de forma ventajosa, y básicamente lo que cada parte pretende es obtener importantes ventajas fiscales ⁷⁷.

piado, a través de la capacidad de endeudamiento de la empresa adquirida, para acelerar de manera importante el crecimiento de la empresa adquirente. Igualmente, SARACHO, «Management buy-out: aspectos financieros», Dirección y Progreso, Madrid, 1987, núm. 9, pág. 56 señala que el LBO es una invención americana, que está resultando popular fuera de los EE.UU. Los LBOs se aplican genéricamente a aquellos casos en los que el endeudamiento postadquisición adquiere niveles espectaculares y en los que se utilizan los activos de la empresa comprada para garantizar los recursos empleados en la adquisición.

⁷³ MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, «La Compra con apalancamiento (leveraged buy-out)», *Actualidad Financiera*, 1989, semana 27 de marzo-2 de abril, núm. 13, pág. 919.

⁷⁴ El supuesto más típico de LBO consiste en que la sociedad «a» (sociedad adquirente, *holding de reprise*, *shell company* si absorbe después, o *newco*) intenta adquirir la sociedad «b» (llamada target, o cible o sociedad diana). No teniendo todo el dinero preciso lo toma prestado de «c» (es el financiador), al que promete dar en garantía, una vez efectuada la adquisición, las acciones o patrimonio de «b». Después de la adquisición «a» se fusiona con «b». Ésta es la hipótesis más clásica de LBO, si bien hay otras posibilidades.

⁷⁵ CALVELLO, Stefania, *cit.*, pág. 352 apunta que «el grado de complejidad de una operación de LBO hace que en ésta pueden participar numerosos sujetos. A título ejemplificativo: *grossi gruppi industriali; imprenditori privati; società de venture capital; managers interni o esterni alla società oggetto della acquisizione; investment banks e società finanziarie; banche commerciali (...)*».

⁷⁶ Al respecto, véase, CALVELLO, Stefania, «Leveraged buy-out», *Contratto e impresa*, 1990, núm. 3, pág. 1.270 a 1.273, donde pone de manifiesto la protección de los accionistas minoritarios.

⁷⁷ SHIPPER, Smith, «Effects of management buy-outs on corporate interest and depreciation tax deductions», *Journal of Law & Economics*, octubre, 1991, vol. XXXIV, págs. 295 a 341.

El vendedor pretende evitar pagar impuestos por las eventuales plusvalías que hará aparecer la cesión. Los habituales vendedores son empresas familiares, empresas diversificadas o grupos interesados en desinvertir divisiones, y empresas que cotizan en Bolsa y tienen una propiedad difusa ⁷⁸. Los vendedores son los accionistas de la *target*, en los casos de LBO por compra de acciones. Incluso en LBOs hostiles recibirán un premio sobre el valor de sus acciones ⁷⁹.

Los compradores intentan deducir los intereses de las sumas prestadas para realizar la operación, asegurarse de que lo esencial de su beneficio se realizará bajo la forma de plusvalías no imponibles, y si es posible poder deducir la pérdida en caso de fracaso de su inversión ⁸⁰. Dentro de los posibles adquirentes podemos diferenciar los directivos de otros inversores. Los motivos que llevan a los directivos a impulsar un MBO son de naturaleza económica, y un fuerte deseo de convertirse en empresarios. Desde este punto de vista el LBO es un instrumento particularmente útil para que personas sin recursos puedan adquirir una empresa, pero siempre con la capacidad y experiencia necesarias ⁸¹. El otro grupo de compradores, los fondos de LBOs, y de *venture capital*, o de seguros, fondos de pensiones, inversores privados, intervienen por las ganancias; aunque en la mayoría de las ocasiones intervienen para liquidar cuanto antes su inversión.

Por su parte, el financiador intenta también verse sometido al tratamiento fiscal más favorable tanto para los intereses o dividendos recibidos como para las plusvalías que pueda realizar ⁸². Los financiadores coinciden en la práctica con el grupo de potenciales adquirentes referidos en el párrafo anterior.

XI. DISTINCIÓN ENTRE LBO (GÉNERO) DEL MBO (ESPECIE)

El LBO es la adquisición de una empresa por parte de inversores privados o de un grupo formado por inversores privados, banca de negocios e inversores institucionales, financiado en su mayor parte por un paquete de deuda que será reembolsada usando el flujo de caja producido por la misma empresa adquirida, cuya actividad o acciones funcionan como garantías colaterales ⁸³.

⁷⁸ SANDRI, «Il leveraged buy-out negli Stati Uniti», il risparmio, 1987, núm.4, pág. 713.

⁷⁹ HERZEL & SHEPRO, *Bidders & Targets-Mergers and acquisitions in the US*, Massachusetts Oxford, editorial Basil Blackell, 1990, pág. 110.

⁸⁰ TILQUIN & PRIOUX, «MBO et Leveraged MBO: Considérations de Droit des Sociétés en de Droit Fiscal (I)», *Revue de la Banque*, París, 1990, núm.3, pág. 196.

⁸¹ SANDRI, *cit.*, pág. 714.

⁸² TILQUIN & PRIOUX, *cit.*, pág. 197.

⁸³ SANDRI, *cit.*, pág. 688.

Usualmente, una parte de los altos directivos de la *target* (empresa compradora) participan en la operación y se convierten por tanto en copropietarios. En estos casos se habla de MBO (la M corresponde a «management»). En un MBO el equipo directivo de la compañía toma una participación en el grupo inversor constituido para acceder al control de la misma ⁸⁴.

La adquisición de una empresa financiada por deuda que ésta garantiza y la adquisición de una empresa por sus directivos, son transacciones diversas pero que en algunas ocasiones puede llevarse a cabo conjuntamente ⁸⁵. Cuando se habla de LBO se da más énfasis al aspecto de modalidad de financiación, pero también en los casos en los que los *managers* participan se habla de LBO, se confunden, por tanto, ambos términos. Los operadores del mercado consideran la participación de los directivos un factor decisivo para el éxito de la operación, pero no todos los LBOs se llevan a cabo con su intervención. Algunas veces no intervienen, otras lo hacen de forma limitada, no mayoritaria. Otras veces, se utilizan los MBOs para financiar con la deuda la adquisición de pequeñas porciones de la empresa, utilizando para realizar estas operaciones sociedades de *venture capital*.

En Europa ambos aspectos -participación de directivos y apalancamiento- van casi siempre juntos. En todo caso, la presencia de los directivos es considerada más importante que la vía de financiación, y la transacción casi siempre se indica con el término MBO aunque sea financiada por deuda ⁸⁶. La mayor parte de los estudios en Gran Bretaña los dedican a MBOs por ser las operaciones que plantean los conflictos más interesantes ⁸⁷. Sucede en ocasiones que los propios administradores de la sociedad en dificultad venden los activos de ésta a un precio inferior al que correspondería al valor del mercado, actuando de esta manera en contra de los intereses que deberían representar. Esto lo hacen con el propósito de adquirir ellos mismos las acciones y, de hecho, poder convertirse en los nuevos directivos ⁸⁸.

En efecto, se presenta un potencial conflicto de intereses entre el equipo del *buy-out* (adquirente) y los accionistas de la diana (empresa en dificultades). Los primeros intentarán minimizar, los segundos maximizar el precio.

A nadie escapa pues, que la independencia del Consejo de Administración se convierte de este modo en un aspecto crucial de la operación de LBO. Los accionistas a menudo comprensiblemente sospechan de los motivos del equipo. Si los directivos tienen suficiente confianza en la futura via-

⁸⁴ LOIZAGA VIGURI, «Introducción al buy-out», *Dirección y Progreso*, Madrid, 1988, núm. 102, pág. 59. CANDELARIO MACÍAS y RODRÍGUEZ GRILLO, *La empresa en crisis*, cit., pág. 67.

⁸⁵ SARACHO, cit., pág. 56.

⁸⁶ Cfr., para mayor información MULLERAT, cit., pág. 32 al señalar que la mayoría de MBOs (adquisiciones por propios directivos) son también LBOs, y en la pág. 34, la financiación constituye el elemento crucial de los MBOs obteniéndose mayormente en base o con la garantía de los propios activos de la sociedad.

⁸⁷ Sobre este particular W & BLANK, *Takeovers&Mergers*, London, 1993, pág. 2.073-2.081.

⁸⁸ Cfr., HERZEL & SHERPO, *Bidders&Targets-Megers and acquisitions in the US*, cit. También CANDELARIO MACÍAS y RODRÍGUEZ GRILLO, *La empresa....*, cit., pág. 69.

bilidad de los negocios, como para respaldarlo en parte por sus propios medios, los accionistas se preguntarán por qué los directivos no dedican sus esfuerzos a desarrollar los negocios en beneficio de los actuales accionistas. Por eso, los accionistas institucionales no están dispuestos a soportar MBOs si no existe una fuerte presencia de administradores independientes en el Consejo de administración. Además, la actitud de los accionistas institucionales puede ser crítica con el resultado de los propósitos ⁸⁹. A la vista de lo dicho, se ha de apuntar que cuando se emplea el término LMBO nos referimos a la adquisición de una empresa por sus directivos y financiada por terceros ⁹⁰.

Otra variante de este tipo de operaciones es la que se designa con el nombre de «*Management Buy-In*» (MBI) o LBI, que es la adquisición en la que el control de la sociedad es obtenido por un equipo directivo externo a la misma. Es el caso en el que el equipo directivo inicialmente existente en la compañía objetivo es sustituido por otro que junto con el grupo inversor toma participación en la operación. El MBI surge debido a que los prestamistas preferirán a un nuevo equipo directivo que responda a sus intereses. De hecho, dichas entidades se dedican a buscar grupos de ejecutivos que puedan levantar determinadas empresas mal gestionadas. El MBI aventaja al MBO porque las instituciones financieras suelen conocer y confiar más en un nuevo equipo directivo con el que ya han colaborado en operaciones similares. Sin embargo, el MBI se enfrenta a una falta de conocimiento en torno a la situación real de la empresa y de su funcionamiento, puesto que para ellos es totalmente nueva ⁹¹.

Por último, tenemos que si la empresa es adquirida por sus propios empleados se habla de LEBO (*Leveraged Employee Buy-out*). Estas operaciones suelen estar fuertemente favorecidas por el legislador a través de beneficios fiscales ⁹².

XII. MODALIDADES DEL LEVERAGED BUY-OUT

La realidad económico-financiera ha creado una serie de vertientes ⁹³ en torno a la operativa de LBO; veamos a continuación qué combinaciones son posibles:

⁸⁹ STEDMAN, *Takeovers*, Great Britain, 1993, pág. 547.

⁹⁰ TILQUIN & PRIoux, «MBO et leveraged MBO: considération de droit des sociétés en de Droit Fiscal (I)», *cit.*, pág. 202.

En la Doctrina francesa se prefiere hablar de LMBO siempre que exista apalancamiento. Así, DUPLAT, «Le leveraged management buy-out en Belgique», *Gestion* 2000, 1989, núm.5, pág. 16 y 17.

⁹¹ MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, *cit.*, pág. 923.

⁹² Así lo pone de manifiesto, TILQUIN & PRIoux, «Managements buy-outs et leveraged buy-outs. Incidences de la réforme fiscal du 22 décembre 1989, spécialement en matière de fusion», *Revue de la Banque*, París, 1990, núm. 6, págs. 257-268. También DUMAS y LE MOULLAC, «Le rachat d'entreprises par les salariés. Le point de vue d'un banquier», *Revue de la Banque*, París, septiembre, 1985, núm. 453, pág. 805 a 810.

⁹³ FRIGNANI, A., «Il leveraged buy-out nel diritto italiano», *Giur., Comm.*, Milano, 1989, pág. 419. MICHEL-SHAKED, *The complete guide to a successful Leveraged buy-out*, Illinois, 1988, pág. 297 y ss.

- Si no existe todavía se forma por un grupo de inversores sólo la intención de llevar a cabo el LBO, la *shell company*.
- Los compradores pueden ser dirigentes de la sociedad (hablaremos entonces de MBOs).
- Puede adquirirse sólo un paquete mayoritario en la sociedad diana.
- La garantía pueden ser acciones u otro tipo de bienes.
- Normalmente la sociedad se absorbe una por otra, pero también es posible crear una nueva.
- Puede adquirirse el patrimonio de la *target* en lugar de las acciones.
- Puede no haber fusión, permaneciendo la *shell company* como *holding* ⁹⁴.
- La garantía puede darse después de la adquisición o bien antes, en el momento del préstamo ⁹⁵.

A continuación examinaremos detenidamente las principales posibilidades ⁹⁶:

1. Vertiente de LBO según el objeto de la adquisición: adquisición de acciones/ adquisición de activos.

Desde un punto de vista técnico un LBO se puede realizar de dos formas: adquiriendo las acciones de la empresa en dificultades (*target*) o adquiriendo sus activos. La decisión depende en muchos casos de razones de naturaleza fiscal. Si la *target* se beneficia de ventajas fiscales, por ejemplo, por pérdidas acumuladas, la adquisición de sus acciones consiente a los adquirentes la conservación de las mismas.

⁹⁴ CHIEFFI, «Il leveraged buy-out...», *cit.*, pág. 996 precisa como modalidades de LBO por fusión: «1. El grupo adquirente obtiene financiación de terceros, sin conceder particulares garantías, para la adquisición de las acciones de la *target*. Inmediatamente después de la adquisición se acuerda la fusión entre la *newco* y la *target*. 2. Fusión mediante incorporación de la *target* en la *newco*, de la *newco* en la *target*, o creando una nueva sociedad. Cualquiera que sea el esquema adoptado el resultado es el mismo. Se grava con la deuda asumida para comprar las acciones el patrimonio de la sociedad».

⁹⁵ LUMSDEN, «Financial assistance problems in managements buy-outs», *Journal of Business Law*, 1987, pág. 111 a 121, indica que tres son las posibles formas de asistencia financiera para llevar a cabo un LBO:

- a) la *target* da garantía por el préstamo al comprador;
- b) un préstamo directo de la *target* misma a la compradora;
- c) una venta de bienes de la *target* a la compradora o a una parte conexas para asistir a la compra.

⁹⁶ SÁNCHEZ CALERO, «Conveniencia de limitar la presentación de ciertas OPAS», *RDBB*, Madrid, 1989, núm.34, pág. 425.

En los supuestos en los que el precio de adquisición sea superior al valor contable de los activos, la adquisición de éstos es más conveniente, ya que es más fácil revalorizarlos y como consecuencia beneficiarse de mayores amortizaciones. Si por el contrario el precio es inferior, la adquisición de las acciones aparece como más conveniente, ya que se tiene la posibilidad de seguir amortizando los activos según el valor contable aunque se hayan vendido por un precio inferior.

En general, se prefiere adquirir los activos, porque hace posible seleccionar o discriminar a la hora de adquirir. En un LBO así realizado los compradores pueden aceptar quedarse con sólo una parte de la empresa en función de sus objetivos. Esto no es posible cuando se adquieren acciones.

Si se adquiere una división completa de una empresa la adquisición de activos es la única solución posible, mientras que la adquisición de las acciones es vía necesaria cuando la *target* cotiza en Bolsa y la transmisión de la propiedad se produce a través de una oferta pública de adquisición.

Con todo, cuando se adquieren activos la transacción tiende a ser más simple y está más estandarizada. También se constituye una nueva sociedad que acuerda con los accionistas de la *target* adquirir en su totalidad o en parte el activo y pasivo de la sociedad. Un grupo de financiadores concede un préstamo a la nueva empresa garantizado con los activos de la *target*. El acuerdo de adquisición y el de financiación deben ser hechos a la vez para poder constituir la garantía. Una vez realizado este acuerdo, el préstamo se emplea para liquidar a los accionistas de la *target*. Liquidados los viejos accionistas la nueva empresa cambia su nombre con el de la *target*, que por tanto continúa existiendo con un nuevo propietario ⁹⁷.

Por otra parte, cuando el objeto de la transacción es un paquete de acciones, la estructura de la operación tiende a ser compleja y asume diversas formas, a través de las cuales vendedores, financiadores y compradores intentan conseguir sus objetivos. La forma que la operación adopta no es irrelevante, pues son distintas las responsabilidades fiscales y jurídicas, y además porque no es fácil conseguir el objetivo del LBO de forma inmediata: obtener un préstamo para adquirir una empresa ofreciendo como garantía única la misma empresa. El posible financiador aceptará o no serlo en función de la forma con que la operación se conforma.

Luego, si lo que se adquieren son acciones la modalidad más frecuente de LBO se desarrolla de la siguiente forma: los financiadores hacen un préstamo a una empresa constituida con la finalidad de adquirir las acciones de la *target*. Después el préstamo se emplea para adquirir esas acciones. Inmediatamente después de la adquisición la sociedad *holding* se fusiona con la *target*. Así, la nueva empresa constituye una garantía real sobre sus activos a favor de los financiadores. En este momento la operación concluye. El préstamo es asumido por la empresa adquirida, que en la práctica con la intermediación de los financiadores ha provisto los recursos para su adquisición.

⁹⁷ SANDRI, *cit.*, pág. 690.

Si los financiadores no quieren acogerse a este esquema y prefieren prestar directamente a la *target* se puede utilizar una modalidad distinta. La *holding* adquiere las acciones a cambio de una promesa de pago, los financiadores conceden un préstamo a la *target*, y ésta hace a su vez un préstamo o un pago de dividendos a la *holding* para que ésta pueda hacer frente a su promesa de pago. Este segundo esquema es muchas veces preferido para evitar las implicaciones jurídicas que podrían surgir en los casos en los que el receptor inicial del préstamo no coincide con el destinatario final.

2. Vertiente de LBO según su forma de financiación: la estructura financiera del LBO.

El aspecto esencial de este tipo de adquisiciones lo constituye su financiación ⁹⁸. Una mala planificación en la capacidad de generar recursos por la empresa, una estructura de endeudamiento excesivamente gravosa o una insuficiencia de recursos propios la puede hacer fracasar. En un LBO la mayor parte de los recursos necesarios para la adquisición de la empresa se consiguen a través del endeudamiento. Sólo una pequeña parte del precio de adquisición es provista por el grupo de los adquirentes como capital neto.

Existen dos tipos de financiación:

1. Garantizada (*secured LBO*). Los activos de la sociedad adquirida son utilizados para garantizar el pago de la financiación que precisa el grupo inversor. La diferencia entre el importe del endeudamiento asegurado y el precio de compra se cubre mediante aumentos de capital y financiación del grupo inversor. Los acreedores disponen de una garantía real sobre los activos de la *target*. Facilita la conclusión de la operación y hace posible el uso de niveles de endeudamiento superiores a los normalmente aceptados.
2. No garantizada (*unsecured LBO*). Los préstamos no garantizados se conceden en base al flujo de caja que se estima la *target* y que podrá producir en los años siguientes a la cesión.

En la práctica, todos los LBOs utilizan una combinación de los dos tipos. Las proporciones entre las fuentes de financiación son cambiantes, aunque la cuota de capital neto es siempre marginal. La pluralidad es necesaria por factores técnicos, muchos LBOs se negocian a un precio superior al del mercado de los activos que componen la empresa. Los préstamos garantizados tienden a no cubrir el valor entero del activo, sino sólo un porcentaje prudencial. Por ello es preciso acudir a los préstamos no garantizados. Una operación sin financiación no garantizada se aleja de los presupuestos del LBO, salvo que el precio de adquisición no comprenda el premio por el patrimonio, o mejor, la transferencia de la actividad se efectúe a un valor inferior al de mercado ⁹⁹.

⁹⁸ SARACHO, *cit.*, pág. 57.

⁹⁹ SANDRI, *cit.*, pág. 693.

Un LBO también se caracteriza por la presencia de formas de financiación híbridas ¹⁰⁰ que según el punto de vista pueden considerarse deuda o capital neto. Son los préstamos subordinados o las acciones privilegiadas que constituyen fuentes de financiación intermedias. Conservan el derecho a una remuneración cierta, inferior sin embargo a la exigida por otras fuentes de financiación. A veces pueden convertirse en capital neto. El rendimiento que obtienen los inversores en este tipo de operaciones es un interés o un dividendo privilegiado, o una garantía de capital a obtener en una eventual reventa de la empresa.

Los medios concretos de financiación suelen ser variados y sofisticados con variadas formas, algunas poco utilizadas en el mercado español ¹⁰¹. Las siguientes formas de financiación se utilizan de forma combinada:

- a) Financiación crediticia (*senior debt*), que es la financiación más segura y garantizada, especialmente cuando los intereses de los préstamos gozan de la condición de deducibles de impuestos. Los préstamos suelen garantizarse con: i) acciones y con ii) bienes del activo de la *target* y de sus filiales. Normalmente la *senior debt* suele cubrir aproximadamente la mitad del precio con una duración de 5 a 10 años y, por ello, se produce una combinación de una línea de crédito (*revolving credit*) y un préstamo a plazo.
- b) Financiación (*junior debt*), es la parte de la financiación que se encuentra entre la *senior debt* y la *equity* y por ello se denomina «de entresuelo». Es una forma de financiación que comporta mayor riesgo y beneficio que la anterior. Está caracterizada por un alto interés fijo o flotante (1 al 3% superior al Libor). Los denominados bonos basura ¹⁰² (*junk bonds*) constituyen tipos de financiación «de entresuelo», de carácter subordinado, falta de garantía y alto rendimiento para compensar el riesgo. A fin de compensar el alto riesgo asumido, además de un alto interés, el prestamista de financiación «de entresuelo» suele pedir acciones convertibles en preferentes o *warrants* para adquirir acciones ordinarias de la sociedad afectada. Constituye deuda y no capital social, de manera que el acreedor tiene derecho a recuperar su dinero con los intereses y solicitar la quiebra en caso contrario. Crea problemas jurídicos el determinar si la subordinación abarca sólo el capital o también los intereses y su situación en caso de quiebra ¹⁰³.
- c) Capital (*equity*) cuyas aportaciones son las que asumen mayor riesgo y aspiran a obtener el mayor resultado ¹⁰⁴.

¹⁰⁰ CALVELLO, Stefania, *cit.*, pág. 375, «lo schema applicativo del LBO (...) può essere attuato anche in altri tipi di operazioni, dirette ad all'acquisizione di un'impresa. Alcuni dei casi più comuni e più diffusi (...)».

¹⁰¹ MULLERAT, *cit.*, pág. 39.

¹⁰² MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, *cit.*, pág. 919.

¹⁰³ MULLERAT, *cit.*, pág. 37. CANDELARIO MACÍAS y RODRÍGUEZ GRILLO, *cit.*, pág. 70.

¹⁰⁴ CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *cit.*, pág. 213.

d) Otros tipos de financiación, tales como la venta y *lease back* de bienes inmuebles, el *factoring* de los créditos comerciales, etc. En el mercado europeo actual es relativamente fácil obtener financiación por aportación de capital que financiación crediticia.

Aplicando las distintas modalidades de financiación que se acaban de exponer, como en la mayor parte de los LBOs se acude a la combinación de varias; la estructura del pasivo de la sociedad postadquisición suele quedar subdivida en tres niveles, cada uno de los cuales representa una clase genérica de financiación.

Primer nivel: Deuda Principal. La parte de menos riesgo y con primera cobertura de los activos (con garantía) o *cash flow* (sin garantía). Dado que éstos no participan en el capital, su interés se centra en obtener la armonización de sus préstamos vía *cash flow* o liquidación de activos. Las fuentes más lógicas de esta financiación son bancos, las financieras y las compañías de *leasing*. Como cabe esperar los bancos comerciales siguen siendo los participantes más conservadores, lo que es lógico dado el mandato que éstos tienen cara a sus depositantes y accionistas, y la gran especialización que el montaje de estas operaciones requiere.

Los préstamos concedidos oscilan entre tres y cinco años. Para su participación los bancos deben quedar convencidos de que existe suficiente capital soportando la operación. En contraposición, los bancos ofrecen el coste más competitivo de financiación. Las financieras y compañías de *leasing* obtienen la garantía o la propiedad de distintos activos con preferencia sobre aquellos más líquidos (papel comercial, equipos, activos inmobiliarios, por este orden).

Segundo nivel: Deuda Subordinada ¹⁰⁵. Denominada, también, financiación «de entresuelo» por la posición que ocupa en la estructura de pasivo de la sociedad adquirida. Se articula a través de títulos de deuda generalmente subordinada con características híbridas de recursos ajenos y recursos propios. En general esta financiación alcanza más plazo y más bajos tipos de interés que la deuda principal y por tanto contienen un componente de riesgo mayor. Esta financiación incorpora características de capital que permiten al inversor beneficiarse de los resultados de la compañía para limitar sus riesgos a la baja. La forma más común es la de facilitar acciones de saldo u opciones para adquirir las mismas a precios predeterminados en un plazo concreto. En algunos casos la deuda subordinada es convertible en acciones de la compañía. En transacciones complejas y de gran tamaño esta deuda subordinada se obtiene de distintas fuentes, cada cual con unos criterios de rentabilidad riesgo distintos, por lo que a su vez puede estructurarse en distintos subniveles. Los participantes típicos de esta financiación son compañías y fondos de capital riesgo, compañías de seguros y en un futuro fondos de pensiones, porquien pueden participar cada vez de forma más directa en los mercados de capitales, saltándose los circuitos bancarios y realizando colocaciones privadas de sus fondos. Los financiadores «de entresuelo» evalúan una propuesta en MBO en base a la capacidad de

¹⁰⁵ Al respecto, BROSETA PONT, M., «El régimen de los préstamos participativos», *RDBB*, Madrid, 1984, núm. 14, págs. 247 a 290.

generar suficiente *free cash flow*, como para servir la deuda y generar una compensación adecuada al riesgo incurrido y a la falta de liquidez. La rentabilidad que persiguen es al menos un 50% superior a la que obtendrían en inversiones de mercado de capitales.

Tercer nivel: Capital. De los tres niveles este es el de mayor riesgo y el más rentable ¹⁰⁶. La distinción entre deuda subordinada y capital puede llegar a ser confusa y de hecho es normal encontrar a una misma institución en los tres niveles. En general para atraer este tipo de inversión es necesario generar una rentabilidad mínima del 25% anual capitalizado en un período de cinco a siete años. Esta rentabilidad se obtiene por vía de plusvalías cuando la empresa es vendida o cotizada en Bolsa. Dadas las necesidades del servicio de la deuda y de proporcionar un nivel adecuado de financiación circulante es poco usual que los MBOs repartan dividendos. En la mayoría de las operaciones los financiados exigen al equipo directivo adquirente participar en el capital. Esto no significa que dicha inversión sea grande en niveles absolutos, pero ciertamente representa una parte proporcionalmente importante del patrimonio de los directivos. El objetivo es asegurar el compromiso continuado de la dirección si es que ésta se considera clave para el buen fin de la operación.

Un paso necesario para el desarrollo de estas operaciones es la formación de fondos de capital riesgo, específicamente dedicados a MBOs donde distintos inversores compartan una misma experiencia y recursos para efectuar estas operaciones, negociarlas y diseñarlas ¹⁰⁷.

3. LBOs amistosos/LBOs hostiles.

Un LBO es amistoso cuando la operación se realiza exclusivamente a nivel privado con el acuerdo de la propiedad de la sociedad cedida.

En cambio, el LBO es hostil si no todos los accionistas intentan alienar su cuota. Casi siempre se realiza a través de un oferta pública de adquisición, en la que el grupo de compradores, a veces después de haberse apropiado de una pequeña cuota de acciones, anuncia que quiere comprar las

¹⁰⁶ CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, «El LBO», *cit.*, pág. 215.

¹⁰⁷ SARACHO, «Management buy-out, aspectos financieros», *cit.*, pág. 59 señala que «en Inglaterra, que empezó más tarde con estos fondos, recientemente se ha creado el *Electra Candover Direct Investment Plan*, que ha reunido fondos por un importe de 260 millones de libras. Este fondo y otros reúnen munición financiera de cerca de 3.000 millones de libras sin incluir un gran número de instituciones más pequeñas tales como empresas de capital riesgo que dedican ya más de un 40% de sus fondos a operaciones de MBO. Curiosamente la limitación principal a este entusiasmo desatado es la inexistencia de operaciones variables, al menos en cuantía y número suficiente para absorber todo este dinero. La disponibilidad de estos fondos ha producido en la mayoría de los propietarios de empresas candidatas para MBO un incremento en los precios demandados que automáticamente convierten las operaciones en inviables. La estructura financiera de alto endeudamiento de un MBO responde bien al dicho *nada es verdad, nada es mentira, todo depende del color con que se mira*, en especial refiriéndonos al elemento de deuda subordinada que es difícil separar en muchos casos de la parte estrictamente bancaria del capital. El endeudamiento no es necesariamente una función a medir sólo en el balance, sino una función a medir sobre la generación de *cash flow*, con todas las incertidumbres que esto trae consigo. El *cash flow* asimismo y contrario a la teoría popular, depende en gran manera de la calidad del equipo directivo».

restantes a un determinado precio. En las sociedades cotizadas en Bolsa un LBO es hostil cuando los adquirentes intentan comprar la empresa contra la voluntad del equipo directivo ¹⁰⁸. En estos casos el equipo directivo, que evidentemente no forma parte del grupo adquirente, intenta proteger su posición influenciando a la masa de accionistas manteniendo que el precio que se les ofrece por las acciones es inferior al valor real de la empresa. En la práctica, ante un LBO hostil los *managers* suelen responder con una contraoferta/propuesta, un MBO ¹⁰⁹.

XIII. LA SOCIEDAD IDÓNEA PARA SER OBJETO DE LBO ¹¹⁰

El criterio de referencia para realizar un eficaz LBO radica en la diferencia existente entre el valor de mercado de la empresa y su valor real (calculado a través de la actualización de sus flujos de caja esperados) ¹¹¹. De modo que el usuario del LBO cree que puede explotar dicha diferencia ofreciendo a los accionistas una prima sustancial sobre el valor del mercado.

Habitualmente, las empresas adquiridas con ayuda de un sistema LBO suele caracterizarse por unos beneficios consistentes y estables, por unas líneas de productos bien establecidas, por tener una buena cuota de mercado y por tener una buena gerencia ¹¹². Todo lo cual proporciona una buena base para asegurar los préstamos sobre los activos o estabilizar los ingresos de cara a préstamos subordinados. Por el contrario, las empresas que poseen activos fijos (las de servicios por ejemplo) no se ajustan a este modelo, lo mismo que les ocurre a las que se encuentran en fase de crecimiento debido a la imperiosa necesidad de reinvertir sus flujos de caja. En las páginas siguientes se estudian estas condiciones con mayor detalle:

¹⁰⁸ CARTELIER, «Propriété e contrôle: introduction (économique) à un débat», *Revue Internationale de Droit Economique*, 1990, núm. 3, págs. 257 a 260.

¹⁰⁹ SANDRI, *cit.*, págs. 709-710.

¹¹⁰ Al respecto, véase, SANDRI, *cit.*, pág. 703 y ss. También MULLERAT, *cit.*, pág. 33 señala: «circunstancias favorables para que una sociedad pueda ser objeto de un MBO: a) un *cash flow* constante y estable que permita atender a las propias necesidades de inversión y a satisfacer la deuda contraída para la adquisición. b) un activo formado por bienes tangibles y no gravados. La empresa ideal la constituye una industria estable con activos sobrantes que pueden ser fácilmente vendidos para satisfacer las obligaciones financieras. c) un pasivo exigible bajo, aunque si no lo es puede convertirse en capital social. d) una administración fuerte y emprendedora. En un MBO los directivos son los sujetos y promotores de la adquisición y la clave del éxito del MBO. e) un sistema jurídico y fiscal que permita a las sociedades utilizar sus activos para financiar su adquisición y deducir el coste de los intereses de sus beneficios».

¹¹¹ MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, *cit.*, pág. 921.

¹¹² CALVELLO, Stefania, *cit.*, pág. 354, expresa «è necessario, perchè l'operazione di LBO risulta vantaggiosa, che la società da acquisire di queste è rappresentata da una solida struttura finanziaria. A tal proposito, è importante che la società oggetto dell'acquisizione abbia avuto un passate particolarmente florido con una stabile produzione di utili e flussi di cassa».

1. Características económico-financieras.

Se pone el énfasis en el concepto de estabilidad de la sociedad a adquirir. No importa tanto la entidad absoluta de los bienes como el hecho de que esa entidad pueda mantenerse en el tiempo. En principio sólo las sociedades prósperas y con un futuro halagüeño son elegidas para este tipo de adquisiciones. Las sociedades que reciben ayudas públicas normalmente no son convenientes. Todo se apoya pues en la situación financiera de la sociedad diana, que contribuye de forma indirecta a aligerar la deuda en que incurre la sociedad adquirente ¹¹³. Una empresa candidata a un LBO debe encontrarse con una relevante capacidad de endeudamiento infrautilizado, que tiene en consecuencia la posibilidad de movilizar los recursos financieros necesarios no para su desarrollo sino para su adquisición. En estos términos, sólo una empresa con una estructura financiera prudente, un flujo de caja a utilizar para cubrir las nuevas deudas, y con reducidas necesidades de inversiones a corto plazo puede ser objeto de un LBO exitoso ¹¹⁴.

La sociedad diana tras el LBO queda fuertemente endeudada. ¿Cómo saber cuál es el endeudamiento que una empresa determinada podrá soportar? Siguiendo a DE BERNARDY ¹¹⁵ para conocer el nivel de endeudamiento que la *target* podrá soportar hay que tener en consideración tres parámetros:

1. El plazo dentro del cual las previsiones de explotación y tesorería son razonables con una cierta precisión dentro de un margen de dos años. En este plazo el análisis debe mostrar que la tesorería se mantiene equilibrada y si es posible que la empresa pueda constituir márgenes de seguridad, facilitados por la constitución de préstamos con un período diferido de amortización.
2. Entre dos y cinco años ya no se puede hablar de previsión. Más bien de simulación. Ésta permitirá montar balances provisionales de la *target* y de la sociedad madre. Estos últimos deben mostrar un equilibrio del balance (relación entre deudas y fondos propios) hacia el tercer o a lo más el cuarto año.
3. Más allá del cuarto año las previsiones y simulaciones no son útiles y lo que cuenta es solamente el análisis de la posición estratégica de la empresa. Calidad de los productos, posición en el mercado, calidad del equipo, capacidad de adaptación a la evolución del medio.

¹¹³ CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, «El LBO», *cit.*, pág. 217.

¹¹⁴ DE BERNARDY, «Le LBO en fin possible en France: comment acheter à crédit une société?», *L'Actualité Fiduciaire*, septiembre, 1985, pág. 35: «por lo general las *target* tendrán una posición fuerte en un mercado relativamente estable, una rentabilidad elevada y una situación financiera confortable, y necesidades de inversiones pequeñas a corto plazo».

¹¹⁵ DE BERNARDY, *cit.*, pág. 35.

En general, las empresas que necesitan un saneamiento son evitadas para no sumar al riesgo financiero típico del LBO un riesgo operativo. Después del LBO los recursos financieros deben emplearse en la medida en que sea posible satisfacer las deudas y los esfuerzos de los administradores deben concentrarse en acciones que hagan posible conseguir ese objetivo. Cuando el objetivo primario es la recapitalización de una empresa demasiado endeudada no queda espacio para otras acciones dirigidas, por ejemplo, a la renovación de empleados, lanzamiento de nuevos productos o captación de nuevos mercados.

2. Características del sector.

Las empresas de servicios aunque sean financieramente sólidas y estables no se prestan a un LBO. No se puede hipotecar el talento de una persona ¹¹⁶. Igualmente, los sectores cíclicos se ven normalmente olvidados ¹¹⁷. Se da particular importancia a que la empresa juegue en una rama del mercado protegida de la competencia.

Idealmente, la compañía objetivo de un *buy-out* debería moverse en un sector con productos maduros en su ciclo de vida ¹¹⁸ y a poder ser que ocupen un «nicho» en su mercado y sector, y que sea resistente a la recesión. Es importante que el negocio no sea de capital intensivo y que no exija un desarrollo tecnológico de punta ¹¹⁹. La preferencia por sectores maduros, -como indicábamos-, y empresas en desarrollo deriva de la necesidad de evitar las tremendas inversiones en capital fijo y circulante que de otro modo serían necesarias. Por tanto sería una compañía donde la contribución de la gestión a su cuenta de resultados prevalece sobre la de la inversión. Recuérdese que, en puridad y en particular, en un LBO la compañía debe ser capaz de generar un *cash flow* constante y estable que atiende a sus propias necesidades de inversión y al servicio de la deuda contraída para adquirirla.

3. Características del equipo directivo.

La escasa capacidad del equipo directivo suele ser la causa más frecuente de fracaso de un LBO ¹²⁰. Los riesgos característicos de un LBO se superan gracias a la motivación que la nueva posi-

¹¹⁶ En opinión de CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *cit.*, pág. 218.

¹¹⁷ DE BERNARDY, *cit.*, pág. 37, dice que «el LBO está desaconsejado si la *target* es una empresa mediocremente rentable, en fuerte crecimiento o es una empresa de una actividad cíclica».

¹¹⁸ LOIZAGA VIGURI, *cit.*, pág. 60.

¹¹⁹ SANDRI, *cit.*, pág. 740 comenta que «en el ámbito del sector manufacturero las empresas que utilizan tecnología moderna no se prestan a un LBO, ya sea por el excesivo riesgo de fracaso, ya sea por las ingentes inversiones que serían necesarias en caso de éxito».

¹²⁰ SANDRI, *cit.*, pág. 705: «el perfil de manager es importante. El LBO de hecho es un instrumento para financiar el nacimiento de nuevos empresarios, aunque no se trate de nuevas empresas. El factor humano puede ser por tanto identificado como elemento esencial para el éxito de un LBO».

ción de copropietario insufla a los administradores. Un LBO comporta siempre inversiones de capital superiores al disponible de los *managers* y los intermediarios financieros que se ven envueltos justifican unánimemente su decisión sobre la base de una atenta valoración profesional y de los motivos de los dirigentes interesados en la transacción. El contexto económico y cultural influye sobre la disponibilidad del equipo directivo para participar en un LBO. Las cualidades mayormente buscadas en los directivos por los financiadores son la capacidad de motivación a los trabajadores y la de negociar con las distintas contrapartes del equipo directivo.

En el caso de MBO la calidad del equipo de dirección existente es vital y normalmente debe ser éste el promotor de la operación. Ellos conocen el valor intrínseco y posibilidades de la compañía mejor que los accionistas y banqueros que financian la operación. Los directivos pueden pensar que el precio de sus acciones en Bolsa no refleja su verdadero valor y eso hace a la sociedad vulnerable, posible objeto de una oferta hostil, y ello es un motivo importante que puede llevarles a promover un *buy-out*.

Sea como fuere, es dudoso que, un buen equipo de dirección externo o interno pueda tener éxito en toda circunstancia ¹²¹. Si la tecnología y el producto son obsoletos y sin sustitución inmediata, el balance absolutamente desequilibrado, parece que no será fácil el éxito.

Por otro lado, no hay que olvidar que muchos directivos tienen experiencia como empleados en un sector particular pero carecen de espíritu empresarial o si se quiere de capacidad de tomar riesgos. Si es un experto en marketing o producción no significa tener la experiencia justa para afrontar los problemas conectados a la gestión global de una empresa con dimensiones y capacidad económica menor ¹²². No faltan autores que se preguntan cuáles son las razones que pueden provocar que los mismos directivos funcionen mejor después del LBO. Las causas o razones por las que el mismo equipo preexistente puede conseguir el cambio son, por ejemplo, la disciplina rigurosa que impone el alto nivel de endeudamiento o el incentivo económico ligado de forma importante al éxito de la operación o el incremento de su independencia. El equipo cambia su ritmo habitual por su alto grado de motivación. Es capaz de mejorar lo previsto, incluso en períodos de recesión. En general, el equipo que se incorpora al proyecto se siente atraído por el riesgo y la eficacia.

4. Características de los vendedores.

Las sociedades ideales para ser vendidas a través de un LBO son sobre todo las siguientes:

¹²¹ LOIZAGA VIGURI, *cit.*, pág. 60.

¹²² SANDRI, *cit.*, pág. 705.

- i) las familiares con problemas de sucesión o cambio generacional ya que suelen constituir empresas sólidas con políticas de dividendo prudente y activos importantes ¹²³.
- ii) las que se hallan en suspensión de pagos o en dificultades ¹²⁴.
- iii) las filiales que no son rentables o que no encajan en los planes estratégicos del grupo y en especial las filiales de multinacionales que son objeto de desinversión ¹²⁵. En Gran Bretaña muchos MBOs han recaído sobre filiales de sociedades americanas.
- iv) las empresas públicas que se privatizan o empresas que salen de la Bolsa ¹²⁶. La privatización de empresas públicas es otra fuente de operaciones, aun cuando las dificultades inherentes al profundo cambio de cultura que forzosamente debe producirse en la empresa son un factor que ha de considerarse a la hora de realizar la operación. Por otra parte, no debemos olvidar que el tipo de vendedor condiciona el balance ¹²⁷.

5. La presencia de activos reales.

Las empresas con gran intensidad de capital fijo son preferidas por una razón esencialmente técnica. A más activos reales más posibilidades de obtener una financiación apoyada en los bienes ¹²⁸. La presencia de activos reales con un valor de mercado superior a su valor contable

¹²³ LOIZAGA, *cit.*, pág. 60 dice que «la compañía familiar con problemas de sucesión o cambio generacional presentan el perfil más interesante. Son normalmente sólidas, ya que tradicionalmente este tipo de compañías han llevado una política de dividendo prudente. Además, sus activos suelen estar infravalorados en balance con objeto de minimizar el impacto del impuesto sobre el patrimonio. Todos estos factores facilitan en gran medida el montaje financiero de la operación».

¹²⁴ MULLERAT, *cit.*, pág. 33. BOGDANOFF, «The purchase and sale of assets in reorganization cases. Of interest and principal, of principales and interest», *Business Lawyer*, agosto, 1994, vol. 47, págs. 1.369 a 1.459. En la sentencia *US versus Tabor Court Realty Corp. 803, F2d. 1288 (3d. Cir. 1986)*, se concluye en que al emplear un LBO en un empresa en suspensión de pagos hay que tener un cuidado muy especial. Es posible que la sociedad llegue a la quiebra, y los tribunales americanos en alguna ocasión de quiebra de la *target* han tratado un LBO como transferencia fraudulenta, invalidando los préstamos o subordinando/posponiendo las demandas, a las de otros acreedores. CANDELARIO MACÍAS y RODRÍGUEZ GRILLO, *cit.*, pág. 70 y 71.

¹²⁵ LOIZAGA, *cit.*, pág. 60 precisa que «las desinversiones de multinacionales son también prometedoras ya que en contra de lo que se puede pensar a menudo tiene su origen en su simple cambio de estrategia o geográfica».

¹²⁶ DE ANGELO y RICE, «Going private: minority freezouts and stockholder wealth», *Journal of Law & Economics*, 1984, núm. 27, pág. 367 a 401.

¹²⁷ LOIZAGA, *cit.*, pág. 60: «además las empresas privatizadas tendrán un ratio de recursos propios o endeudamiento muy deteriorado, aspecto que en ocasiones también se da en las filiales de multinacionales, donde el ROA (*return on assets*) cobra una importante máxima. Piénsese que normalmente la tesorería suele estar fuertemente centralizada, forzando en ocasiones el endeudamiento en moneda local».

¹²⁸ MACAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, *cit.*, pág. 920 explica que «también existen otros LBOs que en vez de apoyarse en los flujos de caja, dependen de la venta de activos de la empresa para hacer el trato factible. Ello ocurrirá cuando la liquidez que los negocios de la empresa puedan proporcionar sea insuficiente para hacer frente al endeudamiento que todo LBO implica».

hace emerger plusvalías que pueden llevar a los propietarios a ceder la empresa. Desde el punto de vista de los compradores la manifestación de la plusvalía, aunque aumenta el precio de adquisición, puede conllevar beneficios colaterales ya que permite efectuar mayores amortizaciones, pagar menos impuestos y, en consecuencia, aumentar el flujo de caja ¹²⁹.

Los aumentos reales son una fuente importante de financiación colateral. En los años inmediatamente sucesivos a la transacción pueden de hecho ser parcialmente cedidos para reducir la entidad de la deuda. La desinversión, que en algunos casos afecta no sólo a activos singulares sino a divisiones enteras, es una política que muchos compradores de empresas a través de LBOs utilizan intensamente para reducir la tensión financiera y disminuir el período de tiempo necesario para conseguir una estructura ordinaria del pasivo. Tras un LBO es normal un desmembramiento de la empresa. A veces la desinversión se lleva a cabo a través de ulteriores LBOs sobre divisiones particulares, que siempre implican a los directivos que no están interesados en la propiedad de la empresa entera sino de aquella parte en la que operan y gestionan directamente.

6. La dimensión de la empresa.

La preferencia por empresas de pequeñas dimensiones se justifica por la necesidad de limitar el riesgo financiero a través de un límite del valor de la transacción y por el mayor impacto favorable que un equipo directivo copropietario puede tener en una pequeña empresa. Otras consideraciones son habitualmente hechas sobre la desinversión de divisiones de grandes empresas diversificadas y la privatización de grandes empresas que cotizan en Bolsa. En estos casos el LBO interesa porque el valor de las transacciones ha aumentado claramente.

7. La consecución de la financiación necesaria requisito imprescindible.

Sólo hay una forma hoy día de llevar a cabo estas operaciones y es convencer a los bancos y entidades financiadoras de que el negocio tiene los recursos necesarios para ser un éxito, especialmente cuando en la mayoría de los casos se requieren de tres a cinco años para obtener beneficios de consideración.

No se nos escapa que lo más importante es demostrar que el negocio generará *cash flows* positivos suficientes para repagar el endeudamiento inicial. Una hipótesis que abunda entre los directivos de las empresas candidatas a un MBO es que la rentabilidad del negocio se incrementará una

¹²⁹ SANDRI, *cit.*, pág. 706, «la cesión de activos a precio superior a su valor contable es una característica del mercado estadounidense. En Gran Bretaña se produce justamente lo contrario. Muchas de las transacciones se realizan a un descuento, lo que indica una tendencia a la desinversión o a la redefinición de actividades».

vez que éste se libere de las limitaciones que le impone su actual estructura accionarial. Éste requerirá proyecciones exhaustivas y análisis de sensibilidad incluso hasta límites extraordinariamente conservadores, pues es necesario no sólo demostrar la viabilidad, sino la posibilidad de obtener rentabilidades adecuadas del riesgo a cada nivel. Se deben revisar aspectos como el mercado, el personal directivo, los activos fijos, las relaciones de aprovisionamiento, las ventas y la distribución, un plan financiero, una buena determinación de las necesidades de circulante ¹³⁰.

8. ¿Son posibles LBOs sobre empresas que no cumplen con los requisitos mencionados?

El problema de las compañías que cumplen todos los requisitos es que a la hora de la venta son más caras ¹³¹. Los equipos directivos en estas compañías se encuentran en una posición dominante y pueden actuar como promotores, ya que su continuidad es básica para hacer la operación atractiva a los inversores externos. Pero en la realidad algunos factores de los enumerados pueden faltar. Por eso, en algunos supuestos es interesante analizar un segundo nivel de empresas, compañías que no tiene uno o varios de los condicionantes anteriores. Si la industria es cíclica hay inconsistencia en los beneficios o *cash flows*, la cuota de mercado es baja o no existen productos propios. Muchas de estas deficiencias pueden corregirse con el tiempo y por lo tanto requieren la existencia o aportación de un equipo directivo capaz de imprimir ese giro. Consiguientemente, los precios de estas operaciones están más cercanos al valor en los libros y generalmente requieren la participación de la parte vendedora en la financiación. Los directores están en una situación débil para influir quién es el comprador ¹³². En estos casos la posibilidad de concluir un LBO depende del deseo real de las partes de concluir la operación y sobre todo del precio de adquisición acordado.

En el pasado, los LBOs solían producirse sólo sobre las empresas que cumplían los requisitos mencionados, pero el relevante éxito de muchos LBOs, la andanza favorable de muchos mercados accionarios y el notable aumento de fusiones y adquisiciones han estimulado operaciones sobre empresas que se alejaban de forma clara del modelo propuesto ¹³³. Operaciones en las que destacan aspectos especulativos, aumentando considerablemente el riesgo.

En estos momentos, se puede destacar -como en el pasado- la importancia una vez concluida la operación de la relación entre el flujo de caja y los intereses de la deuda. La voluntad de contar con un significativo margen de seguridad excluía en la primera época de los LBOs las operaciones

¹³⁰ Dice SARACHO, *cit.*, pág. 59, «una regla aproximada que viene siendo utilizada y que relaciona el PER de adquisición con los importes necesarios para amortizar la deuda es la regla 10/10. Si el PER de adquisición es 10 veces beneficios antes de impuestos eso quiere decir que sólo te puede permitir pagar hasta un 10 por 100 del precio de adquisición en intereses».

¹³¹ Según SANDRI, *cit.*, pág. 59.

¹³² SARACHO, *cit.*, pág. 57, «en aquellos casos como desinversiones de ciertas empresas por parte de grupos, el equipo directivo puede ser considerado parte del problema».

¹³³ CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *cit.*, pág. 223.

que tuviesen un valor en la relación inferior a 1,8 a 2¹³⁴. En efecto, hoy en muchos casos las empresas después de un LBO disponen de un flujo de caja apenas suficiente para cubrir la deuda. En estos casos un pequeño cambio de coyuntura sea interna, sea externa, puede hacer particularmente problemático el éxito de la operación. Tendencias similares influyen sobre la solidez de las empresas objeto de LBOs y provocan las reservas de los operadores y de los órganos de control del mercado financiero.

La intensificación de la competencia entre fondos de inversión especializados en LBOs, algunos de los cuales se han creado en tiempos recientes bajo el estímulo de las fuertes ganancias potenciales de las operaciones, está produciendo algunos cambios en las características prevalentes de la operación. Las posibilidades para los nuevos participantes de obtener las mismas ganancias que los que entraron primero reside en la capacidad de individualizar nuevos segmentos de activos y nuevos objetos de transacciones. Se trata, por ejemplo, de LBOs sobre empresas que actúan en sectores de alta tecnología, tendencia que ya se ha manifestado en algunos países europeos. En estos casos la presencia de un elevado riesgo operativo viene acompañado de un menor riesgo financiero que en los LBOs tradicionales. En una empresa de alta tecnología de hecho los financiadores exigen una relación entre flujo de caja y los intereses de la deuda mayor que en los LBOs tradicionales. Así, la parte recibida a través de préstamos subordinados y capital neto deberá ser mayor, a causa sobre todo de la menor presencia en este tipo de empresas de activos reales sobre los que conceder préstamos garantizados.

La mayor presencia de capital de pleno riesgo requiere una implicación aún más relevante de fondos de *venture capital*. Ahora, se puede destacar que son raros los casos en los que un LBO se convierte en una operación de saneamiento de la empresa gracias a la adquisición de los activos a un precio descontado y al nuevo estímulo que suponen los directivos que se han convertido en copropietarios.

9. ¿Y sobre empresas con problemas?

Problemas que vienen traducidos en pérdidas actuales o futuras, son la antítesis de MBO. El endeudamiento ya suele existir y en muchos casos su devolución está en peligro. Son los prestamistas los que tienen la voz cantante ya que de ellos depende el funcionamiento de la empresa. En estos casos la posibilidad de organizar un grupo promotor con probada experiencia operativa abre oportunidades para obtener condiciones beneficiosas en la adquisición en gran parte mediante la conversión de deuda en capital y es seguro que parte del equipo directivo será inmediatamente sustituido.

¹³⁴ SANDRI, *cit.* pág. 708.

XIV. LA REALIDAD PRÁCTICA: LOS OBSTÁCULOS QUE HACEN INAPLICABLE EL LBO

Algunos factores que impiden el desarrollo de los MBOs son los altos intereses de los préstamos, la falta de soporte de las entidades financieras, la poca actividad de los mercados bursátiles y la complejidad o dureza del sistema fiscal, especialmente en el trato de las plusvalías y de los intereses de la financiación externa. En España la abundancia de empresas medianas y pequeñas administradas por su propios dueños y, a su vez, con un alto nivel de endeudamiento y balances débiles obstaculiza la práctica de LBOs. El tratamiento fiscal y laboral de las adquisiciones de empresas tiene una gran importancia y resulta decisivo en este tipo de operaciones. A menudo, la normativa fiscal obliga a adoptar una estructura jurídica determinada en un MBO. El objetivo principal consiste en lograr que los intereses derivados del endeudamiento contraído puedan ser deducibles de los beneficios de la sociedad adquirente o de la adquirida.

Nos resta decir que, en la práctica, es especialmente importante el tratamiento fiscal¹³⁵ que recibe el LBO en un determinado sistema: la transmisión de acciones o de activos sociales, los intereses de los préstamos, la posible consolidación de balances, los incrementos de valor de patrimonio de los vendedores al disponer de las acciones o de los activos.

XV. NOTAS CONCLUSIVAS

Como *cenit* de este breve recorrido, debemos señalar que instituciones como las examinadas, de reconocida eficacia en los mercados norteamericano, japonés y algunos europeos, merece una mayor difusión en otros países. En España, por ejemplo, no se cuenta con los dispositivos necesarios que permitan operar en el mercado financiero con estos contratos, además, poco han hecho o hacen algunos operadores financieros para motivar, orientar y difundir las ventajas que éstos brindan a las empresas que necesitan de financiamiento inmediato para seguir en el mercado, de manera eficiente y competitiva, con sus productos o servicios¹³⁶.

¹³⁵ Así lo pone de manifiesto CALVELLO, Stefania, *cit.*, pág. 363: «en el ámbito de la operación de LBO mediante adquisición de acciones o cuotas de la sociedad, los momentos más significativos, desde un punto de vista fiscal, están representados por la venta de las acciones o cuotas en la fase final de la fusión». CANDELARIO MACÍAS y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, *cit.*, pág. 225.

¹³⁶ Del conjunto de ventajas, por ejemplo, que se le asignan al *lease back*, la doctrina converge respecto de aquella que permite a la empresa poner en movimiento sus activos fijos inmovilizados, sin interrumpir la función que éstos cumplen en la explotación de su unidad de producción. *Cfr.* COILLOT, *El leasing*, *cit.*, pág. 186; ESCOBAR, *El contrato de leasing financiero*, Bogotá, 1984, pág. 23; OLIVERA, *El leasing*, *cit.*, pág. 48; RICO PÉREZ, *Uso y disfrute de bienes*, *cit.*, pág. 41; RODRÍGUEZ AZUERO, *Contratos bancarios: su significación en América Latina*, Bogotá, 1979, pág. 50; VILLEGAS, *Operaciones bancarias*, *cit.*, pág. 110.

Las razones por las cuales una empresa recurre a estos esquemas contractuales son de carácter comercial e impositivo. Por ejemplo: la empresa financiera que compra y luego entrega en *leasing* el inmueble prefiere el *lease back* antes que el préstamo hipotecario, pues obtiene mayor ganancia con los cánones que cobra que con los intereses obtenidos del préstamo hipotecario. Además, la ganancia que percibe con el cobro de los cánones no se encuentra limitada por las leyes de usura que limitan la tasa de interés que puede percibir si hubiera concedido un préstamo hipotecario. También puede deducir los gastos de depreciación del inmueble de los impuestos que tiene que pagar sobre el monto de los cánones que percibe. La empresa vendedora-usuaria, por su parte, además de obtener una ganancia con la venta del inmueble y seguir en la explotación del mismo, con la posibilidad de adquirirlo nuevamente, puede deducir de la base imponible el monto total de los cánones que paga, mientras que si hubiera financiado su inversión con un préstamo hipotecario sólo hubiera podido deducir lo que paga en concepto de intereses de dicho préstamo ¹³⁷. Del mismo modo, el LBO tiene en consideración las ventajas fiscales que se derivan de la actuación de su operativa frente a otros modos de financiación.

Las ventajas que brinda tanto el contrato de *lease back* como el LBO deben ser muy bien valoradas y tomadas en cuenta, igualmente que cuando una empresa se encuentra en dificultades financieras. En efecto, si se decide la reestructuración económica financiera, encontrarán en el *lease back* y en el *leveraged buy-out* ¹³⁸ valiosos instrumentos para obtener el capital fresco necesario y, de este modo, financiar un acuerdo (convenio) acompañado de un plan de reestructuración de la empresa ¹³⁹.

En fin, para concluir este epígrafe interesa señalar que estas técnicas de carácter jurídico-financiero constituyen elementos nuevos que abren perspectivas interesantes tanto para una mejor administración de la empresa, como para la solución de su crisis económica.

¹³⁷ Cfr. BRUCE, *Real state finance in a nutshell*, 1979, pág. 54; citado por GARRO, «El leasing inmobiliario: algunos aspectos jurídicos que se plantean en el derecho argentino», *Revista notarial*, La Plata, 1986, núm. 888, pág. 956.

¹³⁸ Al respecto CANDELARIO MACÍAS, I. y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, C. «El LBO. Como medio de salvación». Op. ult. cit. pág. 224.

¹³⁹ Así sucede en el Derecho francés de quiebras tal y como lo pone de manifiesto SAINT-ALARY-HOUIN, Corinne. «La réforme des plans de redressement». N.º 110. Les Petites Affiches, 14 de septiembre de 1994, pág. 107 y ss. Por demás, y para una mayor información, cfr., los artículos 18 a 25 y 140 a 145. Junto a ello, vid., *Trb. comm. París, 13 de abril 1970. Gaz. Pal. 1970, 1, pág. 287; CA. Rouen, 5 de marzo 1987. D. 1987, pág. 410; CA. París, 30 de julio 1987. Rev. Proc. coll. 1987, pág. 78; CA. Lille, 16 de noviembre 1987. Rev. Proc. Coll. 1988, pág. 66; CA. París, 14 de octubre de 1988. RD. bancaire et bourse 1989, pág. 74; CA. Douai, 6 de julio 1993. Rev. Proc. Coll. 1993, pág. 473.*

Igualmente, en el Derecho alemán en su parte descriptiva (*darstellender Teil*) que contiene las medidas económicas establecidas. En efecto, aquí se contienen todos aquellos datos relacionados con los fundamentos y los efectos del plan que tienen trascendencia para la decisión de los acreedores sobre la aprobación del plan y para la homologación judicial (art. 220.2). La Ley no indica en qué datos está pensando. Imprescindibles son, por ejemplo, la descripción de los siguientes extremos: la forma organizativa de la empresa, la situación patrimonial y financiera, el modo de la utilización o del saneamiento de la empresa (utilización del *lease back* o un LBO), las modificaciones de la empresa, medidas personales y organizativas (MBO) y un cálculo comparativo que indique las perspectivas de los acreedores oponiendo la situación prevista por el plan a diferencia de la situación que se presentaría si no existiese el mismo. Como apunta BORK, Reinhard. «Der Insolvenzplan», *Zeitschrift für Zivilprozeß* Bd. 109, 1996. pág. 473 y ss. OBERMÜLLER, Hess. *Insolvenzordnung*. Heidelberg, 1995, págs. 66 a 77.

BIBLIOGRAFÍA

Además de la bibliografía expresamente referenciada a través de las notas a pie de página, los autores han consultado:

CHIEFI, «Il Leveraged buy-out nell'ordinamento italiano», *Giurisprudenza Commerciale*, Anno XIX, 1992, pág. 993 y ss.

DE BERNARDY, «Le LBO en fin posible en France: comment acheter à crédit una société?», *L'Actualité Fiduciaire*, septiembre, 1985, pág. 35 y ss.

DE LA CUESTA, «Jurisprudencia sobre el leasing», *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1987, núm. 27, pág. 660 y ss.

DUPLAT, «Le leveraged management buy-out en Belgique», *Gestion 2000*, 1989, núm. 5, págs. 16 y 17.

MONJE, «Algunas consideraciones en torno al lease back en su conexión con el derecho de superficie urbano», *Revista crítica de derecho inmobiliario*, Madrid, 1996, núm. 635, pág. 1.396 y ss.

MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991.

W & BLANK, *Takeovers & Mergers*, London, 1993.