

APROXIMACIONES A LA ESTRUCTURACIÓN E IMPLEMENTACIÓN DE OPERACIONES DE *LEVERAGED BUY OUT*

— Juan Luis Hernández* y Diego Carrión** —

Resumen

El objetivo del presente artículo es mostrar y detallar las razones económico-financieras por las cuales las partes en una transacción optarían por celebrar un leveraged buyout (o LBO), así como identificar y desarrollar brevemente cuáles son las estructuras generalmente utilizadas en el mercado para la implementación de un LBO. De igual manera, en este artículo se analizará si las estructuras de LBOs comúnmente utilizadas podrían ser válidamente implementadas en el Perú al amparo de la normativa societaria vigente.

Palabras clave

Asistencia Financiera, Sociedad Objetivo, Adquisición.

Abstract

The purpose of this article is to show and detail the economic-financial reasons why the parties to a transaction would choose to enter into a leveraged buyout (or LBO), as well as to identify and briefly develop which are the structures generally used in the market for the implementation of an LBO. Likewise, this article will analyze whether the commonly used LBO structures could be validly implemented in Peru under the current corporate regulations.

Keywords

Leveraged Buy Out (LBO), Target, Acquisition.

* Profesor de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la PUCP. Máster en Derecho (LL.M.) por Harvard Law School.

** Profesor de Derecho Mercantil de la Facultad de Derecho de la PUCP. Máster en Derecho (LL.M.) por Harvard Law School.

Nota de los autores: Especial agradecimiento a Gloria Zubizarreta Rondón, Máster en Derecho (LL.M.) por la Universidad de Cambridge, y María Alejandra Justo O'Hara, abogada por la PUCP, quienes nos asistieron en la preparación de este artículo.

I. Introducción

Las operaciones de Leveraged Buy Out (“LBO”) han proliferado en el mercado local en los últimos años. Este tipo de operaciones, en nuestra experiencia, desde su estructuración y hasta su materialización, requiere de un complejo análisis previo interdisciplinario, tanto desde la perspectiva económico-financiera como legal. Es así que, en el proceso de implementación de un LBO, es importante que los asesores legales de las partes identifiquen adecuadamente los riesgos asociados a esta operación, los trasladen a su cliente para armar una estrategia de mitigación de riesgos, y busquen implementar las acciones necesarias con el fin de disminuir dichos riesgos en la mayor medida posible.

El presente artículo tiene como finalidad describir el proceso de estructuración e implementación de un LBO, haciendo énfasis en la racionalidad económica detrás de este tipo de operaciones. Asimismo, describiremos conceptualmente la figura del LBO, sus orígenes, características y tipos, para luego desarrollar las estructuras más comunes de LBO en el mercado peruano y describir las principales contingencias que estas pudieran presentar, así como las formas de mitigarlas.

II. Sustento económico-financiero detrás de la adquisición de sociedades

En el mercado financiero y legal peruano, cada vez son más frecuentes las operaciones para la adquisición de sociedades mediante las cuales un comprador adquiere el control¹ de una sociedad (a la que llamaremos “Target”) a través de la compra de un paquete accionario significativo del vendedor. Esta mayor frecuencia ha significado un incremento significativo en la apertura del mercado peruano a agentes internacionales, así como un significativo crecimiento económico².

Sobre el particular, es importante destacar que la decisión de realizar operaciones de adquisición de sociedades se encuentra basada fundamentalmente en un análisis económico-financiero, efectuado antes de cualquier estructuración legal de la opera-

ción, del cual debiera desprenderse que (Romano, 2003, p. 121):

- Desde la perspectiva del vendedor, usualmente la venta de la Target le generará importantes ganancias derivadas del precio que le es pagado por el comprador; y,
- Desde la perspectiva del comprador, este experimentará un retorno positivo al buscar la maximización del valor de la Target luego de su adquisición. Es por ello que el comprador buscará adquirir una Target que sea acorde a su estrategia de creación de riqueza.

En términos generales, lo señalado anteriormente quiere decir que, si la adquisición de la Target incrementa la ganancia económica para ambos actores involucrados, ha ocurrido una sinergia que nos permite concluir que la operación ha sido exitosa (Ketelhöhn y Marín, 2009).

Ahora bien, con el fin de entender en qué consiste este análisis económico-financiero, consideramos oportuno señalar algunos aspectos que, según la doctrina, suelen ser revisados antes de toda operación de adquisición de sociedades para poder determinar su posible éxito (Ketelhöhn y Marín, 2009):

- (i) **Estrategia corporativa.**- Las sociedades no se adquieren o fusionan por el simple hecho de hacerlo, se debe contar con estrategias corporativas para identificar una Target que pueda generar sinergias positivas con el comprador.
- (ii) **Valoración correcta.**- Debe realizarse un análisis del método de valuación que sea el correcto para la Target –evitando errores en la valuación de la Target que incrementen el precio de la misma–, así como identificar los parámetros de valuación que sean adecuados para cada tipo de transacción.
- (iii) **Destreza estratégica.**- La experiencia en operaciones de fusiones y adquisiciones, la cual genera que los actores desarrollen una destreza estratégica que les permite ser más efectivos

1 Para efectos de este artículo, entenderemos el término “control” como la propiedad, directa o indirecta, de más del cincuenta por ciento (50%) de las acciones o participaciones de una sociedad.

2 Al respecto, revisar: Gestión. (2018) M&A en el Perú: el valor de las operaciones se triplicó en el primer trimestre; y, Payet Puccio, J.A. “Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor”. En *Ius Et Veritas* N° 39. Lima, 2009. pp. 66-100.

al seleccionar, evaluar, adquirir e integrar una Target, logrando operaciones con mejores resultados.

- (iv) **Planificar el proceso de integración.**- El plan no debe ser solo para la adquisición de la Target. Se debe contar con un análisis y un plan para la etapa posterior a la adquisición con el fin de facilitar el proceso de integración de la Target.
- (v) **Desempeño financiero previo.**- La Target debe cumplir con ciertas condiciones que demuestren que se van a cumplir con los niveles de rentabilidad esperados por el comprador.

Respecto a los fondos utilizados para la adquisición de la Target, un comprador puede adquirir la Target utilizando fondos propios provenientes de capital, fondos que se deriven de asumir deudas o una mezcla de ambos.

Por un lado, la adquisición mediante capital implica que el comprador recurra a fondos propios o generados dentro de la misma empresa adquirente (por ejemplo, fondos obtenidos como capital a consecuencia de la emisión de nuevas acciones o utilidades retenidas de la empresa) para la compra de la Target.

De otro lado, la adquisición mediante deuda implica que el comprador recurre a fuentes de financiamiento externas para llevar a cabo la adquisición, tales como, la emisión de instrumentos representativos de deuda (como bonos o papeles comerciales), la obtención de préstamos de entidades bancarias o financieras, préstamos comerciales, entre otros. Las razones para elegir una u otra opción de financiamiento dependerán de las características de cada comprador y del nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir, así como de las características de la propia Target.

Para efectos de determinar cuál es el esquema de financiamiento adecuado para una operación, se deberá realizar una evaluación de cuánto capital o deuda puede la empresa adquirente obtener, ya sea para la adquisición de una Target u otros fines. Esta evaluación se puede obtener de varias formas, una de las cuales es la medición de ratios financieros, por ejemplo, mediante la medición del ratio de apalancamiento financiero, que indica cuál es la relación entre el capital y la deuda de una sociedad. A su vez, el nivel de apalancamiento financiero de una empresa podrá analizarse en función de distintas consideraciones (Ferran, 1999), tales como:

- Flexibilidad financiera de la empresa adquirente.
- Búsqueda de asegurar la supervivencia a largo plazo de la empresa adquirente y de la Target.
- Posibilidad de mantener fuentes de financiamiento diferentes a la deuda.
- Maximizar el precio de las acciones.
- Mantener una buena clasificación de deuda, entre otras.

De igual manera, se deberá considerar que el financiamiento vía capital puede conllevar menores riesgos para la empresa adquirente derivados de un potencial incumplimiento de sus obligaciones frente a terceros acreedores, pero, a su vez, puede resultar insuficiente y/o no idóneo para la adquisición de una Target. Por ello, usualmente el comprador buscará obtener una combinación entre ambos tipos de financiamiento (esto es, mediante capital y deuda), logrando así diversificar el riesgo asociado a su inversión y conseguir niveles deseados de rentabilidad.

III. *Leveraged buyouts*

En la presente sección del artículo, mencionaremos cuáles son los orígenes de las operaciones de LBO y analizaremos brevemente el concepto de LBO, sus características, proceso de implementación, tipos y validez de acuerdo con las normas societarias peruanas.

1. Origen de las operaciones de LBO

Como se mencionó anteriormente, las operaciones de LBO son relativamente recientes en el Perú, debido a la llegada de fondos de inversión internacionales especializados en private equity y a las operaciones de fondos de inversión locales dedicados a private equity (Hernandez y Escribens, 2007). Sin embargo, lo cierto es que las operaciones de LBO han sido desarrolladas en otras partes del mundo desde hace varias décadas.

Sobre el particular, la doctrina reconoce que las operaciones de LBO se empezaron a desarrollar en Estados Unidos desde la década de los 60's, con un *boom* de conglomerados. Dicho fenómeno se explica en tanto que grandes corporaciones adquirieron diversas compañías en distintos sectores no necesariamente relacionados a su negocio principal, debido en parte a las bajas tasas de interés ofrecidas en el mercado. Ello conllevó a que existieran compañías ineficientes o con activos infravalorados, situación que dio pie al LBO como lo conocemos hoy en día, pues surgieron firmas como Kohlberg Kravis

Roberts & Co. (en adelante, “KKR”) que identificaron oportunidades de ganancia en la compra de estas compañías para venderlas por partes (Center for Private Equity and Entrepreneurship, s.f).

En esa línea, se estima que entre los años 1979 y 1989 se llevaron a cabo más de dos mil (2,000) operaciones de LBO con un valor total de US\$250,000’000,000.00 (Opler y Titman, 1993). Esta ola de operaciones de LBO alcanzó su punto más famoso cuando, en 1988, KKR adquirió la compañía RJR Nabisco Inc., dedicada a la venta de tabaco y alimentos, por un monto total de US\$25,000’000,000.00, compuesto por fondos en efectivo e instrumentos financieros a ser otorgados a los accionistas de la compañía objetivo. Cabe resaltar que, el control de RJR Nabisco fue transferido a KKR por una inversión en *equity* de tan solo US\$1,500’000,000.00, de los cuales KKR únicamente proporcionó el 1% (De Mott, 1989).

A partir de esta operación, el LBO se volvió una figura financiera ampliamente reconocida en las operaciones de adquisiciones en el mundo. Ejemplos de ello son la adquisición de Energy Future Holding por un consorcio formado por KKR, TPG Capital y Goldman Sachs en el año 2007, por un valor total de US\$45,000’000,000.00, y la adquisición de First Data Corporation por KKR en el año 2007, por un valor de US\$29,000’000,000.00, entre otros.

2. Concepto y características de un LBO

Para aproximarnos al concepto de los LBO, debemos resaltar que, como ya se ha mencionado, el financiamiento vía capital propio o *equity* no es el único medio mediante el cual un comprador podría obtener fondos para adquirir una Target. Por ello, en algunos casos el comprador buscará obtener una combinación entre ambos tipos de financiamiento (esto es, mediante capital y deuda) para lograr así diversificar el riesgo asociado a su inversión y conseguir niveles deseados de rentabilidad.

Uno de los mecanismos mediante los cuales se logra aquella deseada combinación de financiamiento mediante capital y mediante deuda es el LBO. Es común que las estructuras utilizadas en un LBO presenten un grado importante de deuda (y capital propio en menor medida), por lo que, con el fin de reducir el margen de riesgo de la inversión, estas estructuras contemplan que la deuda sea pagada con los propios recursos de la Target (Hernandez y Escribens, 2007).

Es así que, en un LBO se presentan las siguientes características desde una perspectiva de negocio (López, 2004):

- (i) **Toma de control de la Target.**- Debe existir en un LBO la intención de adquirir el control en la Target y no solo una pequeña parte del accionariado.
- (ii) **Financiamiento principalmente con deuda.**- Si bien en un LBO concurre el financiamiento mediante capital y deuda, una parte importante de los fondos para la adquisición deben provenir de deuda para ser considerado como un LBO. La deuda puede estar compuesta por diferentes instrumentos y, usualmente, es asumida en dos niveles: (a) deuda *senior* o deuda principal; y, (b) deuda *mezzanine* (compuesta por instrumentos de deuda más bajos y de menor categoría). Sin embargo, estos tipos de deuda son ejemplos identificados por la doctrina, pudiendo existir otros tipos de deuda adicionales a los que el adquirente podría acudir como parte de un LBO (European Central Bank, 2007).
- (iii) **Amortización de deuda por la Target.**- El repago de la deuda asumida para la adquisición de la Target debe necesariamente efectuarse con flujos provenientes, directa o indirectamente, de la propia Target. Es decir, el endeudamiento en el que incurrió inicialmente el adquirente, es soportado por la propia sociedad adquirida.

En este punto, es preciso resaltar que no toda Target es pasible de ser adquirida vía un LBO, pues ello responde a ciertas características operativas y financieras que permiten poder aplicar esta forma de adquisición. Así, la doctrina identifica las siguientes características que un comprador buscará –en la medida de lo posible– en una Target, para que pueda ser adquirida a través de una estructura de LBO (Canella, 2015):

- (i) Empresas que se encuentran infravaloradas en relación con sus pares.
- (ii) Empresas que presentan un rendimiento inferior al de sus homólogas.
- (iii) Empresas que se encuentran a la espera de un catalizador para promover la expansión.
- (iv) Empresas que se encuentren poco apalancadas en relación con el flujo de caja.
- (v) Empresas que mantengan elevados saldos de caja.

- (vi) Empresas de sectores con altas barreras de entrada y/o que presenten ventajas competitivas sostenibles.
- (vii) Empresas con flujos de caja operativos estables o fuertes.
- (viii) Empresas con activos líquidos, es decir, que tengan la posibilidad de vender activos para obtener liquidez con el fin de atender la deuda generada por la operación de LBO.
- (ix) Empresas con necesidades moderadas de inversiones de capital (CapEx) e investigación y desarrollo.
- (x) Empresas que tengan un sólido equipo de gestión.
- (xi) Empresas estabilizadas o que presenten un crecimiento moderado que permita repagar la deuda generada por la operación de LBO.
- (xii) Empresas en las que exista la posibilidad de reducir costos como consecuencia de las sinergias derivadas de la operación de LBO, sin perjudicar el posicionamiento de los negocios de la Target.

Tal y como se aprecia, las características identificadas por la doctrina para que una Target sea adquirida a través de un LBO se basan netamente en razones económicas, financieras y operativas, y no en razones legales ni tributarias.

3. Implementación de un LBO

La implementación de una operación de LBO parte de un análisis o planificación preliminar que ocurre mucho antes de su ejecución. De igual manera, cabe resaltar que, al tratarse de una operación con objetivos principalmente financieros, el LBO es estructurado inicialmente mediante una valoración realizada por los asesores financieros y/o por el equipo financiero del adquirente.

Como mencionamos previamente, un LBO permite que el adquirente pueda llevar a cabo una operación de adquisición apoyándose mayoritariamente en deuda y utilizando una porción de su capital, dependiendo de las características de la operación en cada caso concreto. Desde un punto de vista financiero, el uso de deuda aumenta los rendimientos previstos del adquirente (Center Pri-

vate Equity and Entrepreneurship, s.f.), quien al poner la menor cantidad posible de *equity*, tiene el potencial de obtener una mayor rentabilidad sobre el capital (*return on equity - ROE*) y una tasa interna de rentabilidad positiva (*internal rate of return - IRR*)³.

Así, la evaluación financiera de un LBO suele presentar las siguientes etapas⁴:

1. Construir un pronóstico de la situación financiera de la Target.
2. Revisar los estados financieros y calcular el flujo de caja libre de la empresa adquirente.
3. Verificar calendarios de intereses y deudas de la empresa adquirente y Target.
4. Averiguar cuánto apalancamiento puede soportar la transacción.
5. Calcular el flujo de caja libre de las partes para repago de deudas.
6. Determinar la tasa interna de rendimiento (*IRR*).
7. Realizar un análisis de sensibilidad financiero.

Sin perjuicio de lo anterior, debemos mencionar que una operación de LBO se encuentra también sujeta a riesgos financieros. En ese sentido, acontecimientos imprevistos como una recesión económica, cambios en la ley respecto a intereses, así como una gestión deficiente en la dirección de la Target o en el proceso de integración de la misma a la entidad adquirente pueden suponer una amenaza al éxito de la operación (Center Private Equity and Entrepreneurship, s/f). En esa línea, el fracaso de una operación de LBO puede poner en peligro la supervivencia de la Target, en la medida que, si esta no puede hacer frente a los niveles de deuda asumidos como consecuencia del LBO, es posible que sea sometida a un procedimiento de insolvencia o quiebra por incumplimiento en el pago a sus acreedores⁵.

4. Tipos de LBO

Existen diversas maneras de implementar un LBO y cada una se justifica en una evaluación particular de la situación económica y financiera de las partes involucradas. Sin embargo, podemos identificar

3 Corporate Finance Institute. *What is leveraged buyout (LBO)?* Disponible en: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/leveraged-buyout-lbo/>

4 Ídem.

5 Este es el caso, por ejemplo, del LBO de Energy Future Holdings. Para mayor referencia revisar: McNulty, Thomas. "Learning from Energy Future's Mistakes". Disponible en: <https://www.jurispro.com/files/documents/doc-1066207468-article-2367.pdf>

tres (3) maneras de estructurar un LBO que son utilizadas en mayor medida: a) LBO mediante transferencia de fondos; b) LBO mediante liquidación; y, c) LBO mediante fusión López, 2004, p. 254-256).

a) LBO mediante transferencia de fondos

El adquirente constituye una sociedad de propósito exclusivo a través de la cual llevará a cabo la adquisición (en adelante, la “Newco”); luego, la Newco y los acreedores celebran un contrato de préstamo, el cual tendrá como garantía el patrimonio de la Target; posteriormente, la Newco adquiere las acciones de la Target, convirtiéndose en su accionista controlador, y manteniendo al adquirente como controlador indirecto; y, finalmente, la Target obtiene un segundo préstamo por igual monto al obtenido por la Newco y traslada a favor de esta última los fondos para que amortice el préstamo inicial en su totalidad.

b) LBO mediante liquidación

En el LBO mediante liquidación se siguen los mismos pasos iniciales descritos en el literal a) anterior. Sin embargo, luego de que la Newco adquiera las acciones en la Target, en su calidad de accionista controlador, adopta las decisiones societarias correspondientes para disolver y liquidar a la Target. Luego, el patrimonio remanente de la liquidación pasa a la Newco como accionista y con esos fondos se amortiza el financiamiento.

c) LBO mediante fusión

En el LBO mediante fusión se siguen los mismos pasos iniciales que en los otros dos tipos de LBO, pero luego de que la Newco adquiere las acciones de la Target, se aprueba realizar una fusión por absorción. Esta fusión puede realizarse mediante la absorción de la Target por la Newco (*forward merger LBO*) o mediante la absorción de la Newco por la Target (*reverse merger LBO*).

En un *forward merger LBO*, la sociedad resultante de la fusión (la Newco) sigue regis-

trando un pasivo frente al adquirente, pero gracias a la fusión, cuenta con el respaldo patrimonial de la Target. Por otro lado, en el *reverse merger LBO*, la Target es la que, al absorber a la Newco, registrará el pasivo frente a los acreedores, el cual será pagado con su patrimonio. En ambos casos, el patrimonio de la Target y la deuda adquirida por la Newco se fusionan en una misma sociedad.

5. Implementación de un LBO en el Perú

De acuerdo con la normativa societaria peruana, algunos autores consideran que los LBO están sujetos a las restricciones legales en materia de asistencia financiera prohibida del artículo 106° de la Ley General de Sociedades, Ley No. 26887 (en adelante, la “LGS”)⁶, pues dependiendo de la estructura de cada operación, podría encontrarse incurso en alguno de los supuestos prohibidos por el referido artículo, que son los siguientes:

- (i) El otorgamiento de préstamos por la Target con la garantía de sus propias acciones.
- (ii) El otorgamiento de garantías por la Target respaldadas por una garantía sobre sus propias acciones.
- (iii) El otorgamiento de préstamos por la Target que tengan por objeto respaldar la compra de sus propias acciones, con o sin garantía de estas últimas.
- (iv) El otorgamiento de garantías por la Target que tengan por objeto respaldar la compra de sus acciones, con o sin garantía de estas últimas.

Si bien pareciera que el artículo 106° de la LGS prohibiría –de modo absoluto– los LBOs en Perú, consideramos que ello no es correcto, atendiendo a la racionalidad detrás de la asistencia financiera prohibida. A nuestro parecer, y tal como lo sostuvieron Hernández y Escribens en el 2007⁷, el artículo 106° de la LGS, al regular la asistencia financiera prohibida, tendría como objetivo proteger los intereses de accionistas minoritarios y los intereses de acreedores de la Target, no generando una prohibición absoluta a los LBO en el Perú, si se atienden los intereses de esos grupos.

6 “Artículo 106 de la Ley General de Sociedades.- Préstamos con garantía de las propias acciones

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

7 Hernández, J. y Escribens, J. Op. Cit.

Un LBO podría significar afectaciones materiales a los accionistas minoritarios y a los acreedores, provenientes de decisiones del accionista mayoritario y la integridad del mercado (López, 2004, pp. 261-264), en tanto que el patrimonio de la Target estaría respaldando una operación para beneficio exclusivo del accionista mayoritario –adquirente y ejecutante del LBO–, y un eventual incumplimiento del financiamiento afectaría a todos los accionistas por igual, así como podría perjudicar la posibilidad de repago de los acreedores de la Target. A su vez, dependiendo del tipo de operación que se trate, podría existir una reducción de capital encubierta en favor del accionista mayoritario, sin haber cumplido con las formalidades de la LGS en protección de los accionistas minoritarios y de los acreedores de la Target, e incluso una eventual dilución de los accionistas minoritarios (Hernandez y Escribens, 2007, pp. 288-289).

Sin embargo, a nuestro criterio, es preciso considerar que, sin perjuicio de los potenciales riesgos que supone un LBO a los intereses de los accionistas minoritarios y a los acreedores, a fin de que opere la asistencia financiera prohibida contenida en el artículo 106° de la LGS, debe existir un claro perjuicio a los intereses de ambos grupos.

En efecto, desde la perspectiva de los accionistas minoritarios, si el LBO se concreta respecto del 100% del accionariado de la Target, entonces no resulta factible que exista un interés lesionado respecto de accionistas minoritarios, pues en este supuesto, no existirían tales minoritarios. De otro lado, si existieran en efecto en los accionistas minoritarios en la operación, y estos prestasen su consentimiento expreso para la celebración y ejecución del LBO –por consideraciones comerciales o financieras propias a cada operación–, a través de una junta general de accionistas de la Target, por ejemplo, somos de la opinión que no cabría aducir que existe perjuicio alguno por parte de este grupo, que es precisamente parte de la racionalidad de la norma antes citada.

En relación con los acreedores, también consideramos que se deberá analizar cada caso en concreto. De no existir acreedores en una Target, no cabría aducir que el LBO genera un perjuicio en dicho supuesto. De otro lado, si en efecto existiesen acreedores de la Target, el perjuicio que la norma antes citada busca evitar se vería eliminado si tales acreedores brindasen su consentimiento expreso para la realización del LBO, o si se considerase que el LBO no representa un perjuicio material para la

posibilidad de cobro de los acreedores de la Target (Hernandez y Escribens, 2007, pp. 290-291).

En conclusión, consideramos que una operación de LBO, será válida en el Perú en la medida que previamente a la ejecución del LBO, los accionistas minoritarios y los acreedores de la Target, de existir, hubiesen brindado su consentimiento a dicha operación o, alternativamente, se considere que estos no resultarán afectados por el LBO en concreto.

IV. Esquemas de LBO más utilizados en el Perú

Luego de analizar el sustento económico –financiero y el concepto legal– económico de un LBO, así como ciertos aspectos relacionados a su origen, tipos e implementación, procederemos a desarrollar –mediante el planteamiento de dos ejemplos prácticos– las estructuras que, según nuestra práctica, hemos identificado como las más utilizadas para llevar a cabo operaciones de LBO en el Perú. Dichos ejemplos y estructuras serán analizadas al amparo de las normas societarias vigentes a la fecha en el Perú.

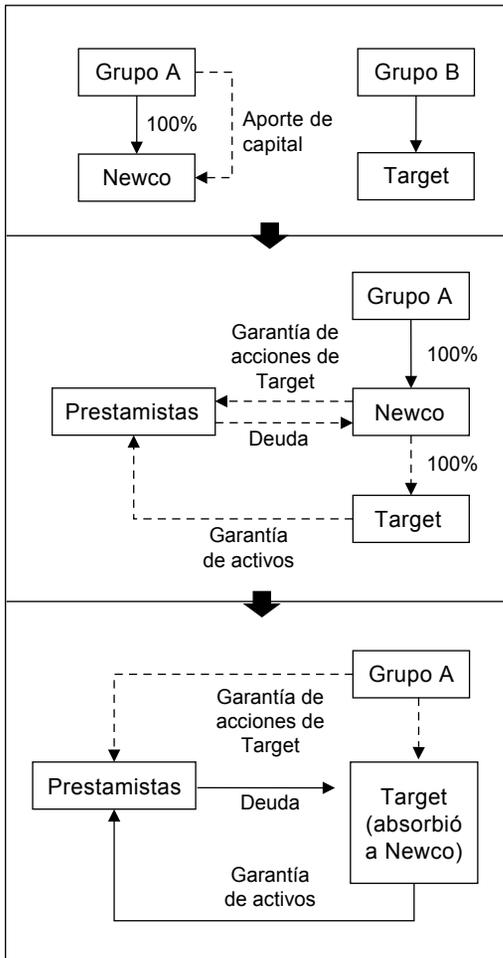
• Ejemplo No. 1

Uno de los esquemas más comunes de LBO en el Perú es aquel en el que existe un Grupo A que desea adquirir una Target que pertenece a un Grupo B, para lo cual, Grupo A constituye una Newco (sociedad de propósito especial) local a través del cual adquirirá un paquete mayoritario de acciones de la Target, para posteriormente realizar una fusión inversa (*reverse merger LBO*) entre la Target y la Newco.

Para efectos de este ejemplo, habría que considerar que la Target es una sociedad que cuenta con una o más de las características financieras, económicas y operativas idóneas para ser adquirida a través de un LBO, tales como, encontrarse poco apalancada y contar con elevados flujos de caja, entre otros.

Asimismo, para llevar a cabo la adquisición descrita en este ejemplo, la Newco debiera recibir fondos de sus accionistas –el Grupo A– mediante aportes de capital y, en mayor medida, préstamos de terceros (tales como, pero no limitándose a, entidades bancarias). Para garantizar el financiamiento obtenido para la adquisición, la Newco –en el momento de la adquisición– ha otorgado garantías sobre sus acciones en la Target, y esta ha otorgado garantías sobre sus propios activos a favor de los nuevos acreedores.

El Ejemplo 1 puede ser graficado de la siguiente manera:



A continuación, procederemos a analizar la estructura planteada, haciendo énfasis en ciertos aspectos que los asesores legales en un LBO debemos tomar especialmente en cuenta:

- Primera parte de la operación de LBO: Estructuración

Respecto a la primera parte de la operación, el área financiera o los asesores financieros del Grupo A analizarán, sobre la base de la información financiera de la Target entregada por el Grupo B, las características económico-financieras de dicha Target, a fin de determinar la mejor estructura financiera para adquirir la Target.

En el presente ejemplo, considerando las características económico-financieras de la Target, el Grupo A concluyó preliminarmente que podría aplicar una estructura de adquisición vía LBO respecto de dicha Target. Luego de ello, Grupo A confirma con sus asesores legales los riesgos y contingencias lega-

les, de existir, que podrían aplicar a esta estructura preliminar.

Una vez que los asesores legales han analizado la estructura de adquisición vía LBO, se comunica a los funcionarios del Grupo A que están a cargo de la negociación con el Grupo B las consideraciones legales para no afectar derechos de accionistas minoritarios y acreedores principales. Con ello, se procede a constituir la Newco.

A su vez, el Grupo A solicitará cotizaciones a distintas entidades financieras a fin de determinar con mayor detalle el costo financiero del préstamo que será otorgado en favor de la Newco para la adquisición de la Target. Elegida la entidad financiera que otorgará el préstamo, la Newco firmará con dicha entidad financiera un Term Sheet de la operación de LBO.

La negociación de los documentos del préstamo (contrato de préstamo y otorgamiento de las garantías por parte de la Newco y de la Target) será realizada en paralelo a la negociación entre Grupo A/la Newco y Grupo B para la adquisición del paquete accionario mayoritario de la Target.

- Segunda parte de la operación de LBO: Adquisición

En esta segunda parte de la operación, que es la adquisición en sí misma (es decir, la compra por la Newco de un paquete mayoritario de acciones de la Target), es usual que el Contrato de Compra-venta de Acciones (conocido en inglés como *Share Purchase Agreement*) por el cual la Newco adquiere las acciones de la Target, se negocie y se celebre de forma simultánea a los contratos de financiamiento bajo los cuales la Newco recibirá los fondos necesarios para pagar el precio de compra de las acciones.

En esa línea, como mencionamos anteriormente, es usual también que las garantías para respaldar el financiamiento obtenido por la Newco sean otorgadas por la Target en el momento de la adquisición, inmediatamente después de que la Newco se convierte en accionista mayoritario de la Target.

Sobre lo anterior, debemos resaltar que este esquema podría contemplar ciertos cuestionamientos por las siguientes razones. El otorgamiento de garantías por la Target para respaldar el financiamiento utilizado por su nuevo accionista mayoritario podría considerarse una afectación a los accionistas minoritarios de la Target (si los hubiere), pues la Target habría asumido un pasivo contingente –la

garantía sobre sus activos— únicamente para fines de que esta sociedad sea adquirida por la Newco, beneficiando sólo a los accionistas de la Newco (el Grupo A).

Al respecto, recordemos que el artículo 139° de la LGS establece que pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos adoptados por la junta general de accionistas que lesionen, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad⁸. Sobre este punto, si bien creemos que es discutible que el otorgamiento de garantías por la Target sobre sus activos con el fin de que sea adquirida por la Newco lesione los intereses de la sociedad, pues se entiende es una consecuencia natural de la razonabilidad económica financiera para llevar a cabo un LBO (esto es, que el Grupo A adquiere la Target con la finalidad de mejorar su valor), siempre está abierta la posibilidad que accionistas minoritarios disconformes con el LBO lo cuestionen, poniendo en riesgo la permanencia del esquema de garantías acordado para el financiamiento del LBO.

Esto es particularmente importante, pues la declaración de nulidad de una garantía usualmente implica que el deudor incurra en un evento de incumplimiento bajo el contrato de financiamiento, y, por lo tanto, se aceleren las cuotas de dicho préstamo. En nuestro ejemplo, ello finalmente perjudicaría a la Target pues, luego de la fusión inversa (que desarrollamos como tercer paso), asumiría directamente la deuda del financiamiento y se vería obligada a cumplir con el repago del préstamo de forma acelerada, lo que podría poner en riesgo su propia solvencia y continuidad en el mercado, así como la inversión realizada por el Grupo A para su adquisición.

De igual manera, como se mencionó anteriormente, de acuerdo con el artículo 106° de la LGS que regula los supuestos de asistencia financiera prohibida, se establece una prohibición de que una sociedad otorgue garantías para la adquisición de sus propias acciones. En el ejemplo que hemos planteado, la Target habría otorgado ga-

rantías sobre sus activos para garantizar un financiamiento recibido por la Newco, obtenido con la finalidad de comprar un paquete mayoritario de acciones de la Target. Es decir, el ejemplo planteado está expresamente prohibido por el artículo antes citado.

Ahora bien, como mencionamos en el anterior apartado de este artículo, en nuestra opinión, el hecho de que la estructura planteada encaje en un supuesto de asistencia financiera prohibida, no implica que no pueda llevarse a cabo en la práctica bajo ciertas circunstancias.

En esa línea, consideramos que la manera más idónea de neutralizar cualquier riesgo de cuestionamiento es, en primer lugar, identificar si es que existen accionistas minoritarios y acreedores de la Target que puedan verse perjudicados por el otorgamiento de garantías por parte de la Target para asegurar el financiamiento recibido por la Newco para la adquisición.

En el supuesto que sí existan accionistas minoritarios potencialmente perjudicados por la transacción, sugerimos que en la medida que ello fuese posible, en la junta general de accionistas de la Target en la que se acuerde participar en el financiamiento obtenido por el Grupo A para su adquisición, mediante el otorgamiento de garantías sobre sus propios activos, se obtenga la participación de la totalidad de accionistas de la Target y que estos voten unánimemente a favor de que la Target participe en los contratos de financiamiento para llevar a cabo el LBO y que otorgue garantías sobre sus activos en respaldo de dicho financiamiento. Si no fuese posible obtener la participación y votación favorable de estos accionistas minoritarios en junta, se podría ver la forma de conseguir sus consentimientos por escrito fuera de ella.

Alternativamente, en caso estuviésemos ante una Target donde por motivos diversos no es posible conseguir el consentimiento de cada uno de los accionistas (p.e. el accionariado es difundido), se

8 *Artículo 139° de la Ley General de Sociedades.- Acuerdos impugnables*

Pueden ser impugnados judicialmente los acuerdos de la junta general cuyo contenido sea contrario a esta ley, se oponga al estatuto o al pacto social o lesione, en beneficio directo o indirecto de uno o varios accionistas, los intereses de la sociedad.

Los acuerdos que incurran en causal de anulabilidad prevista en la Ley o en el Código Civil, también serán impugnables en los plazos y formas que señala la ley.

No procede la impugnación cuando el acuerdo haya sido revocado, o sustituido por otro adoptado conforme a ley, al pacto social o al estatuto.

El Juez mandará tener por concluido el proceso y dispondrá el archivo de los autos, cualquiera que sea su estado, si la sociedad acredita que el acuerdo ha sido revocado o sustituido conforme a lo prescrito en el párrafo precedente.

En los casos previstos en los dos párrafos anteriores, no se perjudica el derecho adquirido por el tercero de buena fe."

podrá estructurar el LBO de modo que se pueda proceder con esta operación sin contar con el consentimiento previo y por escrito del 100% de accionistas. En estos casos, una forma de proteger y compensar los intereses de los accionistas minoritarios es mediante el otorgamiento de compensaciones económicas complementarias y/o rebalances accionarios y/o cualquier otra medida similar que busque el mismo efecto, esto es, no afectar económicamente al accionista minoritario.

Por otro lado, en caso existan acreedores de la Target que puedan verse eventualmente perjudicados por el otorgamiento de las garantías, primero será necesario hacer una revisión de los contratos y/o documentos celebrados por la Target con dichos acreedores con el fin de verificar si existe alguna limitación o restricción para el otorgamiento de estas garantías. De ser así, se deberán cumplir con las notificaciones, autorizaciones previas u otras condiciones establecidas en dichos contratos antes del otorgamiento de las garantías en beneficio de la Newco. Asimismo, sugerimos que respecto a los principales acreedores de la Target (incluso aquellos cuyos contratos no establezcan restricciones o limitaciones, pero sí cuya acreencia resulte material respecto de la Target), se obtengan consentimientos previos y expresos al otorgamiento de garantías en beneficio del Newco. Si ello no fuese posible debido al alto número y/o dispersión de los acreedores, se puede verificar y decidir de manera unilateral la no afectación o, alternativamente, estructurar e implementar actos que cauteleen de igual modo los intereses de los acreedores, siendo que finalmente lo que se busca cautelar en un LBO es que accionistas minoritarios y acreedores no se vean económicamente perjudicados. Así, un modo de proceder primario es verificar si se perjudica a los acreedores principales en términos reales, pues podría ser el caso que no y no se requiriese medida especial alguna; o en caso exista un perjuicio –y frente a la imposibilidad de obtener consentimientos y/o dispensas previas– constituir de modo unilateral una garantía y/o una cuenta escrow y/o un fideicomiso y/o cualquier estructura similar que proteja los intereses de los acreedores.

Una vez que se haya verificado la no afectación o cauteleado los intereses de accionistas minoritarios y de los acreedores de la Target, el Grupo A y el Grupo B podrán celebrar simultáneamente el contrato de financiamiento (incluyendo sus garantías) y el Contrato de Compraventa de Acciones, adquiriendo así la Newco un paquete mayoritario de acciones de la Target. Es desde este momento que existe

un cambio de control en la Target, la cual pasa a ser controlada por el Grupo A indirectamente (a través de la Newco).

- Tercera parte de la operación de LBO: Fusión

En una operación de LBO, luego de haberse llevado a cabo la adquisición del paquete mayoritario de acciones de la Target por el Grupo A (a través de la Newco) –y siendo el Grupo A ahora controlador de la Target–, es común que se proceda con llevar a cabo una segunda parte de la operación, que es la fusión inversa entre la Target y su accionista mayoritario, la Newco (*reverse merger LBO*).

Como hemos mencionado anteriormente, mediante la fusión inversa, la Target absorberá en bloque y a título universal el patrimonio de la Newco, la cual se extinguirá como consecuencia de la fusión. Asimismo, el Grupo A –que era el único accionista de la Newco– recibirá acciones en la Target producto de la fusión.

Sobre esta parte de la estructura de un LBO, debemos resaltar ciertos aspectos económicos que resultan relevantes en el análisis que deben hacer los asesores legales de la operación.

Por un lado, debemos tener en cuenta que, el patrimonio de la Newco que será absorbido por la Target usualmente incluirá –como único activo– las acciones propias de la Target, y –como único pasivo– las cuentas por pagar derivadas del financiamiento obtenido para llevar a cabo la adquisición.

En esa línea, lo cierto es que, producto de la fusión inversa, la Target no podrá aumentar su capital social, pues lo único que estaría recibiendo como activo de la Newco son sus acciones de propia emisión. Incluso, por la fusión inversa, la Target estaría recibiendo como pasivo la cuenta por pagar de la Newco derivada del financiamiento obtenido para llevar a cabo la adquisición.

Similarmente a lo mencionado en la segunda parte del análisis, teniendo en cuenta que podría haber casos donde existen accionistas minoritarios que nunca tomaron conocimiento de esta propuesta de fusión, no pudieron ser contactados, no participaron de este acuerdo o que, habiendo participado, votaron en contra de esta fusión inversa, la normativa societaria contiene ciertos remedios a su favor y de los acreedores que deberán ser respetados por las partes del LBO. Por el lado de los accionistas minoritarios, ellos podrán ejercer su derecho de

separación⁹ en caso de no estar de acuerdo con la fusión; o, alternativamente, como parte del proyecto de fusión se les podrá otorgar compensaciones complementarias. Efectivamente, el artículo 347° de la LGS¹⁰ prevé que, en el marco de la fusión, las partes pueden acordar otorgar compensaciones complementarias a los accionistas minoritarios, de considerarlo necesario. Estas compensaciones complementarias tendrían como finalidad compensar a los accionistas minoritarios por el hecho de que la Target ha asumido un pasivo que beneficia al accionista controlador, y podría servir, asimismo, de incentivo para que los accionistas minoritarios accedan a participar en la junta general de accionistas en la que se discuta el proyecto de fusión y voten a favor del mismo.

Respecto a los acreedores de la Target, que pudiesen sentir que el repago oportuno de sus créditos se vería afectados por esta fusión, podrán ejercer su derecho de oposición¹¹. Sin embargo, consideramos que si se llega al convencimiento de que no se perjudicarían sus intereses o, alternativamente, se cubre correctamente sus intereses (bajo una o más de las alternativas mencionadas más arriba en este artículo) se desincentivaría a los acreedores para que ejerzan este derecho de oposición.

Ahora bien, cabe preguntarnos, ¿por qué la necesidad de llevar a cabo una fusión inversa posterior

a la adquisición de las acciones de la Target por la Newco, si esta pareciera ser perjudicial para los intereses de la Target? La respuesta a esta pregunta se deriva de la razonabilidad económica que es intrínseca a las operaciones de LBO. Nos explicamos.

Como hemos señalado en el capítulo 2 del presente artículo, una de las características esenciales de una operación de LBO es que el repago de la deuda asumida por el Newco para la adquisición de la Target sea efectuado por la propia Target. En esa línea, la fusión inversa realizada entre la Target y la Newco encuentra su finalidad en razones económicas, pues se realiza principalmente para trasladar a la Target –dentro del patrimonio absorbido de la Newco– la deuda asumida para llevar a cabo su propia adquisición.

• **Ejemplo No. 2**

Otro esquema de LBO que consideramos es común en el mercado local, es aquel similar al del Esquema No. 1, pero con la diferencia de que Target no otorga garantías para asegurar el financiamiento obtenido por la Newco para la adquisición. A pesar de que a simple vista esta diferencia parece ser no muy relevante, lo cierto es que es una distinción que genera ciertas consideraciones significativas en la estructuración de la operación que consideramos importante mencionar.

9 "Artículo 356° de la Ley General de Sociedades.- Derecho de separación

El acuerdo de fusión da a los socios y accionistas de las sociedades que se fusionan el derecho de separación regulado por el artículo 200. El ejercicio del derecho de separación no libera al socio de la responsabilidad personal que le corresponda por las obligaciones sociales contraídas antes de la fusión."

10 "Artículo 347° de la Ley General de Sociedades.- Contenido del proyecto de fusión

El proyecto de fusión contiene:

1. La denominación, domicilio, capital y los datos de inscripción en el Registro de las sociedades participantes;

2. La forma de la fusión;

3. La explicación del proyecto de fusión, sus principales aspectos jurídicos y económicos y los criterios de valorización empleados para la determinación de la relación de canje entre las respectivas acciones o participaciones de las sociedades participantes en la fusión;

4. El número y clase de las acciones o participaciones que la sociedad incorporante o absorbente debe emitir o entregar y, en su caso, la variación del monto del capital de esta última;

5. Las compensaciones complementarias, si fuera necesario;

6. El procedimiento para el canje de títulos, si fuera el caso;

7. La fecha prevista para su entrada en vigencia;

8. Los derechos de los títulos emitidos por las sociedades participantes que no sean acciones o participaciones;

9. Los informes legales, económicos o contables contratados por las sociedades participantes, si los hubiere;

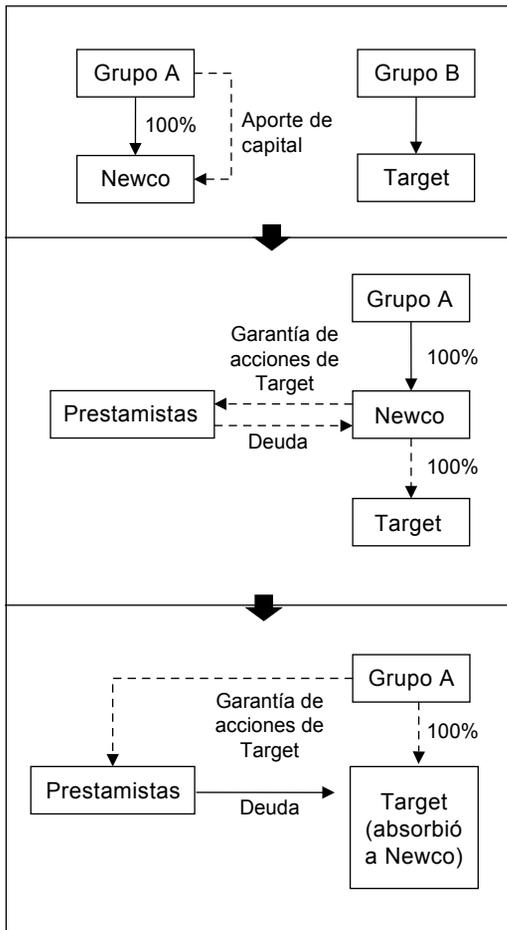
10. Las modalidades a las que la fusión queda sujeta, si fuera el caso; y

11. Cualquier otra información o referencia que los directores o administradores consideren pertinente consignar."

11 "Artículo 359° de la Ley General de Sociedades.- Derecho de oposición

El acreedor de cualquiera de las sociedades participantes tiene derecho de oposición, el que se regula por lo dispuesto en el artículo 219."

El Ejemplo No. 2 puede graficarse de la siguiente manera:



Por un lado, la diferencia más visible del esquema planteado es que, en este caso, la estructura de la operación no incurre en ninguno de los supuestos de asistencia financiera prohibida contenidos en el artículo 106 de la LGS (ver literal E de la sección II del presente artículo). En efecto, en este supuesto, la Newco es quien obtiene el financiamiento para la adquisición de acciones de la Target sin comprometer inicialmente activos o flujos de la Target.

A pesar de no estar en un supuesto expresamente prohibido por el artículo 106° de la LGS (Ferrero y Guamiz, 2015, p. 262), en la medida que la deuda para la adquisición de la Target quedaría en cabeza de la misma Target luego de efectuada la fusión, consideramos que de igual modo al Ejemplo No. 1, es recomendable que la estructura prevea el resguardo de los intereses de los accionistas minoritarios y la verificación de la no afectación de los acreedores.

Así, sin perjuicio que la propia fusión inversa entre la Target y la Newco prevea mecanismos como el

derecho de separación de los acreedores minoritarios o el derecho de oposición de los acreedores, que constituyen remedios a favor de estas personas en caso se vean perjudicadas por la operación de LBO (Ferrero y Guamiz, 2015, p. 270), en la estructura de este tipo de LBOs se puede contemplar el análisis de no afectación a accionistas minoritarios y acreedores principales desarrollados en el Ejemplo No. 1.

Así, previo a la fusión inversa y al momento mismo de la adquisición por parte de la Newco de la participación accionaria mayoritaria de la Target, se podría negociar como condición precedente al cierre de la adquisición que se celebre una junta general de accionistas en la que se logre la participación de todos los accionistas de la Target, y en la que el accionista controlador de la Target (el Grupo B) informe a los demás accionistas que se encuentra negociando la venta de su paquete accionario en la Target a favor de un tercero (el Grupo A) mediante una operación de LBO, describiendo la misma y los beneficios económicos que esta brindaría a la Target. En este momento se podrá explicar el sustento económico de la operación de LBO, los beneficios de la misma para la Target –y por ende para los accionistas minoritarios y los acreedores de la Target– y, de considerarlo pertinente, se podrá incluso acordar compensaciones complementarias futuras en el marco de la posterior fusión a favor de los accionistas minoritarios. De igual modo, respecto de los acreedores, un modo de proceder primario es verificar si se perjudica a los acreedores principales en términos reales, pues podría ser el caso que no y no requerirse medida especial alguna; o en caso exista un perjuicio se podrá acordar de manera unilateral la constitución de garantías específicas y/o cuentas escrow y/o fideicomisos y/o cualquier estructura similar que proteja los intereses de los acreedores que no hubiesen sido contactados o no hubiesen hecho entrega oportuna de su consentimiento, de modo que se aisle cualquier riesgo vinculado al repago de la deuda existente.

En resumen, en este Ejemplo No. 2 podemos notar que si bien no estamos frente a un supuesto de LBO que colisione con el artículo 106 de la LGS, para transitar por una operación que cuente con buenos resguardos, será siempre recomendable verificar la no afectación de los derechos de accionistas minoritarios y de acreedores principales.

Sin perjuicio de lo descrito en el presente capítulo, la estructuración desde un punto de vista legal de un LBO dependerá de las circunstancias propias de cada operación. No hay una receta única, cada

operación es diferente y tiene particularidades que deben ser revisadas con detenimiento.

V. Conclusiones

En virtud de lo desarrollado en el presente artículo, podemos llegar a las siguientes conclusiones:

- La decisión de realizar una operación de LBO requiere de un cuidadoso análisis económico-financiero previo, que permita concluir preliminarmente que la Target en efecto cumple con ciertas premisas económicas básicas para implementar un LBO, y con ello definir la forma en la que dicha operación será estructurada.
- Una operación de LBO se caracteriza por, entre otras condiciones, que el precio de adquisición de la Target sea financiado con deuda, la cual será luego trasladada y asumida por la Target. En esa línea, y en la medida que la Target será quien asuma la deuda para su adquisición con cargo a los flujos propios de su negocio, resulta importante que la Target tenga ciertas características que permitan su adquisición a través de un LBO, tales como, que presenten bajos ratios de endeudamiento y/o elevados flujos de caja, entre otros.
- Dependiendo de la estructura acordada para llevar a cabo una operación de LBO, esta podría incurrir en los supuestos de asistencia financiera prohibida listados en el artículo 106° de la LGS. Sin embargo, ello no implicaría que *per se* no pueda realizarse la operación de LBO y/o que esta sea inválida bajo la normativa societaria peruana, sino que la misma deberá realizarse de tal forma que no vulnere los intereses de los accionistas minoritarios y acreedores principales de la Target.

Referencias bibliográficas

Canella, M. (2015). Technical Note on LBO Valuation and Modeling, Columbia Business School. https://www8.gsb.columbia.edu/privateequity/sites/privateequity/files/Technical%20Note%20on%20LBO%20Valuation%20and%20Modeling_150309_4-10-2015_SAMPLE.pdf

Center for Private Equity and Entrepreneurship (s.f.). *Note on Leveraged Buyouts*. Tuck School of Business at Dartmouth.

Corporate Finance Institute. (s.f.). *What is leveraged buyout (LBO)?*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/leveraged-buyout-lbo/>

De Mott, D. (1989). *The biggest deal ever*. (Vol. 39). Duke Law Journal. https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/326

Espejo-Saavedra, J. L., & Verdugo, F. J. O. (2006). Claves sobre la compra apalancada y la prohibición de la asistencia financiera. *Estrategia financiera*, (232), 20-25.

European Central Bank - Eurosystem. (2007). *Large Banks and Private Equity-sponsored Leveraged Buyouts in the EU*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf>

Ferran, E. (1999). *Company Law and Corporate Finance*. Oxford University.

Ferrero Alvarez-Calderón, G., & Guarniz izquierdo, A. (2015). La Regulación de la Asistencia Financiera. *IUS ET VERITAS*, 24(50), 256-272. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/14819>

Gestión. (2018) M&A en el Perú: el valor de las operaciones se triplicó en el primer trimestre.

Hernández, J. y Escribens, J. (2007). Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano. Lima: Revista Derecho PUCP, núm. 60.

Ketelhöhn, N., & Marín, J. N. (2009). Determinantes de éxito en fusiones y adquisiciones. *Incae Business Review*, 1(7), 16-23.

López Sandoval, E. L. (2004). Leveraged buyouts a la luz de la regulación societaria peruana sobre asistencia financiera prohibida. *Advocatus*, (010), 247-284. <https://doi.org/10.26439/advocatus2004.n010.2579>

McNulty, Thomas. (6 de febrero del 2016). *Learning from Energy Future's Mistakes*. Law 360. <https://www.jurispro.com/files/documents/doc-1066207468-article-2367.pdf>

Opler, T., & Titman, S. (1993). The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs. *The journal of Finance*, 48(5), 1985-1999.

Payet Puccio, J. (2009). Reflexiones sobre el contrato de compraventa de empresas y la responsabilidad del vendedor. *IUS ET VERITAS*, 19(39), 66-100.

Romano, R. (2003). Una guía para tomas de control: teoría, evidencia y regulación. *THEMIS Revista De Derecho*, (46), 119-164. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9967>