

UNIVERSIDAD REY JUAN CARLOS

FACULTAD DE DERECHO

DEPARTAMENTO DE DERECHO PRIVADO

ÁREA DE DERECHO MERCANTIL

**EL SISTEMA CONTRACTUAL DE LAS
ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS
POR OPERADORES DE CAPITAL RIESGO**

Tesis para la obtención del grado de Doctor

Director: Dr. D. Alberto Alonso Ureba

Co-Director: Dr. D. Guillermo Guerra Martín

Autor: Ldo. D. Antonio Serrano Acitores



Madrid, 2012

AUTORIZACIÓN DE DEFENSA DE TESIS DOCTORAL

D. Alberto Alonso Ureba, Catedrático de Derecho Mercantil, y D. Guillermo Guerra Martín, Profesor Titular de Derecho Mercantil, ambos pertenecientes al Departamento de Derecho Privado de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid

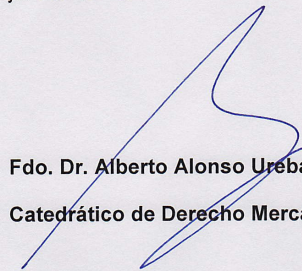
EXPONEN

Que la Tesis Doctoral titulada *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*, elaborada por el doctorando D. Antonio Serrano Acitores, de la cual somos directores, reúne los requisitos exigidos por la legislación vigente para su defensa y aprobación, en concreto, por sus aspectos formales y principalmente por su contenido, dada la oportunidad del tema objeto de estudio, la completa revisión bibliográfica realizada, la adecuada metodología aplicada y la exhaustiva investigación empírica, así como las conclusiones del trabajo, por lo que

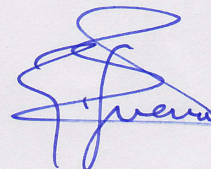
AUTORIZAN

La presentación de la citada Tesis Doctoral para su posterior tramitación y defensa ante el Tribunal que se constituya a tal efecto.

Y para que conste donde proceda firmamos el presente certificado en Madrid, a 18 de julio de 2012.



Fdo. Dr. Alberto Alonso Ureba
Catedrático de Derecho Mercantil



Fdo. Dr. Guillermo Guerra Martín
Prof. Titular de Derecho Mercantil

*A mi mujer, Irene, y a mi hijo, Antonio, en compensación por todas las horas
que este trabajo les ha privado de mí.*

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	33
-------------------	----

PARTE PRIMERA: LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS POR OPERADORES DE CAPITAL RIESGO. ANÁLISIS FINANCIERO, ECONÓMICO Y JURÍDICO.

CAPÍTULO PRIMERO: INTRODUCCIÓN A LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y ANÁLISIS CRÍTICO.....	43
--	----

1. Introducción.....	43
1.1. Concepto y caracteres.....	43
1.2. Aclaración conceptual y tipos de operaciones.....	46
2. Historia del capital riesgo.....	49
2.1. Introducción.....	49
2.2. Prehistoria.....	51
2.3. Orígenes del <i>private equity</i> moderno.....	52
2.4. Los primeros tiempos del <i>venture capital</i> y el crecimiento de Silicon Valley (1959-1981).....	54
2.5. Orígenes de las compras apalancadas (<i>leveraged buyouts</i>) (1955- 1981).....	57
A. McLean Industries y sociedades <i>holding</i> cotizadas.....	57
B. KKR y los pioneros del <i>private equity</i>	59
C. Los cambios legales y fiscales que impulsaron el <i>boom</i> de las adquisiciones apalancadas.....	61

2.6.	El primer <i>boom</i> del <i>private equity</i> (1982-1993).....	62
A.	Comienzo del <i>boom</i> de los LBOs.	63
B.	El <i>venture capital</i> en los años 80.....	64
C.	Depredadores societarios, adquisiciones hostiles y <i>greenmail</i>	66
D.	RJR Nabisco y los Bárbaros a las Puertas.....	69
2.7.	La caída de los LBOs (1990-1992).....	72
A.	La caída de Drexel Burnham Lambert.....	72
B.	S&L y el cierre del mercado de los bonos basura.	74
2.8.	El segundo <i>boom</i> del <i>private equity</i> y los orígenes del <i>private equity</i> moderno.....	76
A.	El resurgir de las adquisiciones apalancadas.....	77
B.	El auge del <i>venture capital</i> y la burbuja de internet (1995-2000). ..	80
2.9.	El estallido de la burbuja de internet y el <i>crash</i> del <i>private equity</i> (años 2000 a 2003).	81
2.10.	El tercer <i>boom</i> y la era dorada del <i>private equity</i> (2003-2007). ..	85
A.	El resurgir de las grandes adquisiciones.....	87
B.	La era de las mega-adquisiciones.....	88
C.	<i>Private equities</i> cotizados.....	89
D.	El mercado secundario y la evolución de los activos de <i>private equity</i>	93
2.11.	El <i>credit crunch</i> y la industria del <i>private equity</i> post-moderna (2007–2012).....	94
3.	Historia del capital riesgo en España.....	103

3.1.	Era de <i>venture capital</i> (1972-2002).	104
A.	Origen y aparición de las primeras sociedades de capital riesgo: arranque con iniciativa pública (1972-1986).	104
B.	La entrada de inversores privados (1987-1991).	105
C.	Evolución y redefinición de la actividad (1992-1996).	106
D.	Emergencia y caída de la Nueva Economía (1997-2002).	107
3.2.	Era de las adquisiciones apalancadas (2003-2007).	109
3.3.	Situación actual (2007-2012).	111
4.	Análisis crítico de la visión que la sociedad tiene del capital riesgo. ...	116
4.1.	La visión que la sociedad tiene del capital riesgo.	116
4.2.	Análisis crítico del papel que juega el capital riesgo en la economía.	121
CAPÍTULO SEGUNDO: RÉGIMEN JURÍDICO Y FUNCIONAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.		125
1.	Régimen jurídico de las entidades de capital riesgo en España.	125
1.1.	Normativa aplicable.	125
1.2.	Concepto.	126
1.3.	Actividades complementarias.	126
1.4.	Forma jurídica y clases.	127
1.5.	Fondos de capital riesgo.	128
A.	Concepto.	128
B.	Características.	128
C.	Régimen de autorización y registro.	129

1.6.	Sociedades de capital riesgo.....	133
A.	Concepto.....	133
B.	Características.....	133
C.	Régimen de autorización y registro.....	134
1.7.	Sociedades gestoras de capital riesgo.....	139
A.	Concepto.....	139
B.	Características.....	140
C.	Funciones.....	140
D.	Procedimiento de autorización y registro.....	141
E.	Causas de revocación de la autorización.....	144
1.8.	Régimen de inversiones.....	145
2.	Funcionamiento típico de un FCR.....	145
2.1.	Introducción.....	148
2.2.	Aspectos clave.....	148
2.3.	Cómo se estructura un fondo.....	149
2.4.	La vida del fondo.....	151
2.5.	Comisiones (<i>fees</i>).....	154
2.6.	Transmisiones.....	160
2.7.	Persona clave (<i>key man</i>).....	161
2.8.	Cese del gestor.....	162
2.9.	Conflictos.....	163

2.10.	Gobierno corporativo.	163
A.	Asamblea de inversores.	164
B.	Comité asesor (<i>advisory board</i>).	165
C.	Comité de inversiones (<i>investment committee</i>).	165
2.11.	Cómo rentabilizar la inversión en el fondo.	166
CAPÍTULO TERCERO: INTRODUCCIÓN A LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS.		169
1.	Concepto y naturaleza jurídica.	169
2.	Notas características.	171
3.	Ventajas y riesgos.	176
4.	Tipos.	177
5.	Partes implicadas en las adquisiciones apalancadas.	181
5.1.	Los compradores. En especial, los patrocinadores financieros.	181
5.2.	Los vendedores.	184
A.	Tipos de vendedores.	184
B.	Procedimientos de venta.	185
C.	Operaciones de MBO.	186
D.	Operaciones de <i>public to private</i>	186
E.	Reinversión del vendedor.	186
5.3.	Las entidades financiadoras.	187
5.4.	Los directivos.	189
5.5.	Los asesores profesionales.	189

**CAPÍTULO CUARTO: FUNDAMENTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS
SOBRE LOS QUE SE ASIENTAN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS
DE EMPRESAS. 193**

1. Planteamiento.....	193
2. Valoración de un LBO.....	193
3. El apalancamiento financiero.....	195
4. El EBITDA.	199
5. La financiación de la adquisición.	203
5.1. Aspectos generales.	203
5.2. Deuda <i>senior</i>	206
5.3. Deuda <i>mezzanine</i>	207
A. Concepto y caracteres.....	207
B. Tipos de deuda subordinada.	209
a) Deuda <i>bullet</i>	210
b) Préstamo con prima de cancelación anticipada.....	210
c) Préstamo <i>pay if you can</i> o PIYC.	210
d) <i>Payment in kind notes</i> o PIK.....	210
e) Deuda convertible, canjeable y <i>warrants (equity kicker)</i>	210
f) Bonos de alto rendimiento.	211
5.4. Otros tipos de financiación.	213
5.5. Acuerdo entre acreedores.	215
5.6. Operaciones de cobertura de riesgos.....	215

5.7. Capital social.....	215
6. El plan de negocio.....	216
7. Bloqueo de dividendos.....	218
8. Control.....	221
9. Certidumbre de la financiación.....	223
CAPÍTULO QUINTO: EL PROCESO TÍPICO DE UN LBO.....	225
1. Planteamiento.....	225
2. Procedimiento <i>one-to-one</i>	225
2.1. Carta de intenciones.....	226
2.2. <i>Due diligence</i>	227
A. Introducción.....	227
B. Concepto y finalidad.....	227
C. Elementos subjetivos.....	230
a) Las partes.....	230
b) Deberes y obligaciones.....	230
D. La importancia del método.....	233
E. El método.....	234
a) Descripción.....	234
b) Información inicial y planificación de la <i>due diligence</i>	234
c) Recopilación y análisis de la información pública.....	235
d) Solicitud inicial de información.....	235

e)	Puesta a disposición de la información/documentación.....	236
f)	Revisión de la documentación recibida.....	237
g)	Entrevistas: presenciales y telefónicas.	237
F.	Aspectos materiales.	238
a)	Derecho societario.....	239
b)	Contractual.	242
c)	Contratación por vía electrónica y prestación de servicios de la sociedad de la información.	245
d)	Activos de la sociedad.	246
e)	Propiedad industrial e intelectual.	247
f)	Fiscal.	248
g)	Laboral.....	253
h)	Administrativo.	257
i)	Medio ambiente.	257
j)	Protección de datos.	265
k)	Competencia.....	267
l)	Pleitos y reclamaciones.	268
G.	Las conclusiones del informe de <i>due diligence</i>	269
H.	Impacto de la <i>due diligence</i> en la operación.	271
2.3.	Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación.....	273
3.	Procedimiento de subasta privada.	273

3.1.	Elaboración del cuaderno de venta.....	273
3.2.	<i>Due diligence</i> de vendedor.....	275
3.3.	Selección inicial de inversores y presentación de ofertas no vinculantes.....	276
3.4.	Auditoría confirmatoria de la Sociedad <i>Target</i> y presentación de ofertas vinculantes.....	276
3.5.	Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación.....	277
4.	Acuerdo de socios.....	277
5.	Fusión entre <i>Newco</i> y la Sociedad <i>Target</i>	277
6.	Derecho de la competencia en los LBOs.....	278
6.1.	Introducción.....	278
6.2.	LBOs y control de concentraciones.....	279
A.	Normativa aplicable.....	279
a)	Normativa comunitaria.....	279
b)	Normativa nacional.....	281
B.	Concepto de concentración económica: tipos de operaciones sujetas a control.....	281
C.	Dimensión comunitaria o nacional: implicaciones legales y jurisdiccionales.....	283
a)	Los umbrales comunitarios.....	284
b)	Los umbrales nacionales.....	284
7.	Normativa sobre inversiones extranjeras.....	285

CAPÍTULO SEXTO: LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA Y LAS OPERACIONES DE LBO. 287

- 1. Introducción..... 287
- 2. Origen de la prohibición de asistencia financiera y su aplicación en el Derecho comparado. 289
- 3. La finalidad de la prohibición de asistencia financiera. Intereses protegidos..... 304
- 4. La prohibición de asistencia financiera en la LSC. 308
 - 4.1. La prohibición de asistencia financiera en sede de sociedades anónimas..... 308
 - 4.2. La prohibición de asistencia financiera en sede de sociedades de responsabilidad limitada..... 310
 - 4.3. Estructuras prohibidas..... 311
 - 4.4. Estructuras permitidas..... 313
 - 4.5. Consecuencias de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera..... 317
- 5. Análisis específico de la estructura habitual: la fusión apalancada del art. 35 de la LME. 321
 - 5.1. Planteamiento. 321
 - 5.2. Ámbito de aplicación. 325
 - 5.3. Los requisitos del endeudamiento..... 326
 - 5.4. Requisitos de información adicionales. 329
 - A. Introducción..... 329
 - B. El proyecto de fusión y el informe de los administradores..... 330

C. El informe de los expertos independientes.....	331
5.5. La aplicación del art. 35 de la LME a las fusiones simplificadas. .	342
5.6. La aplicación del art. 35 de la LME a la escisión y la cesión global de activos y pasivos.....	343
5.7. La fusión apalancada y el concurso de acreedores.....	345

**PARTE SEGUNDA: EL SISTEMA CONTRACTUAL DE LAS
ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS.**

CAPÍTULO PRIMERO: LOS ACUERDOS PRELIMINARES Y LA DOCUMENTACIÓN PRECONTRACTUAL EN EL CONTEXTO DE UN LBO.....

1. Planteamiento.....	353
2. Análisis genérico de las distintas figuras precontractuales.....	354
2.1. Los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual.	354
2.2. El precontrato, contrato preliminar o preparatorio en general.	358
A. Concepto y naturaleza.....	358
B. Requisitos del precontrato.....	360
C. Efectos.	361
2.3. La promesa de vender o comprar.....	362
2.4. El contrato de opción.....	365
A. Concepto y naturaleza jurídica.	365
B. Regulación.	365
C. Requisitos.....	366

D. Efectos.	366
E. Naturaleza del derecho creado.	367
F. Extinción.	367
3. Análisis específico de las cartas de intenciones.	368
3.1. Concepto e introducción de las distintas figuras que comprende.	368
3.2. <i>Letters of intent</i> o cartas de intenciones en sentido estricto.	370
A. Concepto y características.	370
B. Eficacia.	373
3.3. <i>Memoranda of understanding</i>	374
A. Concepto y características.	374
B. Eficacia.	375
3.4. Acuerdos de intenciones.	376
A. Concepto y características.	376
B. Eficacia.	380
3.5. Uso de estas figuras en las adquisiciones apalancadas de empresas.	381
CAPÍTULO SEGUNDO: EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA.	383
1. Introducción.	383
2. La compraventa de empresa o establecimiento mercantil.	384
2.1. Concepto de empresa.	384
2.2. Concepto de transmisión de empresa.	386

2.3. Naturaleza jurídica del contrato.....	387
3. Tipos de adquisición.....	389
4. Análisis práctico del contrato de compraventa de acciones o participaciones.....	393
4.1. Planteamiento.....	393
4.2. Forma del contrato.....	394
4.3. Elementos esenciales del contrato.....	395
A. Consentimiento.....	395
B. Causa.....	396
C. Objeto: cosa a entregar y precio a pagar.....	398
4.4. El régimen de responsabilidad del vendedor.....	401
A. Sin previsión contractual.....	402
a) El saneamiento por vicios ocultos.....	402
b) Error y dolo.....	404
c) Resolución por incumplimiento.....	407
B. Con previsión contractual.....	408
a) Manifestaciones y garantías de los vendedores (<i>representations & warranties</i>).....	409
b) Límites a la responsabilidad por contingencias.....	436
c) Reclamaciones de terceros.....	437
4.5. Otros pactos típicos contenidos en el contrato.....	437
A. Cierre y sus condiciones.....	437

B.	Condiciones suspensivas.....	438
C.	Garantías.....	439
D.	Gestión interina del negocio.....	440
E.	Los balances de referencia.....	441
F.	Gastos e impuestos.....	443
G.	Notificaciones.....	443
H.	Miscelánea.....	443
I.	Ley aplicable.....	445
J.	Resolución de conflictos.....	445
K.	Anexos.....	445
L.	<i>Side letters</i>	445
4.6.	Cláusulas singulares de un LBO.....	446
A.	Salvaguarda de la viabilidad financiera.....	447
B.	<i>Rolling warranties</i>	447
C.	Cláusula de escape.....	447
D.	<i>Drop dead clause</i>	448
E.	Refinanciación de la deuda.....	448
F.	Cesión.....	448

CAPÍTULO TERCERO: ESPECIALIDADES EN CASO DE QUE LA SOCIEDAD TARGET SEA UNA EMPRESA COTIZADA: OPERACIONES PUBLIC TO PRIVATE.	449
1. Concepto y justificación de las operaciones de <i>public to private</i>	449
1.1. Concepto.	449
1.2. Justificación de las operaciones de P2P.	452
2. Fase previa: preparación de la oferta.	453
2.1. Diseño de la operación: OPA voluntaria “ <i>a priori</i> ” vs. OPA obligatoria “ <i>a posteriori</i> ”.	453
A. Adquisición de la participación dentro de la OPA.	453
B. Adquisición de la participación al margen de la OPA.	454
a) Impacto en el precio.	455
b) Contraprestación.	455
c) Importe de la garantía.	456
d) Posibilidad de establecer condiciones. En particular, la condición del mínimo de aceptaciones.	457
e) Posibilidad de ejercitar el derecho de venta forzosa (<i>squeeze-out</i>).	458
2.2. Anuncio de la oferta.	461
A. Obligación general de anunciar la OPA.	461
a) ¿En qué momento debe entenderse adoptada la decisión de formular una OPA?	462

b) ¿Cuándo cabe entender que el oferente se ha asegurado de que puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo?.....	463
B. Obligaciones específicas de anunciar una OPA en caso de filtraciones.	464
2.3. Acuerdos previos.....	465
A. Acuerdos con accionistas significativos: los compromisos irrevocables de venta.....	466
a) Finalidad perseguida por las partes.	466
b) El papel del Compromiso Irrevocable tras la reforma de la normativa en materia de OPAs.	467
c) Contenido típico del Compromiso Irrevocable.	468
B. Acuerdos con la Sociedad <i>Target</i> : pactos de compensación de gastos.....	472
C. Otros acuerdos: los acuerdos de confidencialidad y de limitación de compra de acciones.....	475
2.4. El proceso de revisión (<i>due diligence</i>) de la Sociedad <i>Target</i>	477
A. Igualdad informativa.	477
B. Limitaciones y requisitos.	478
a) El consejo como órgano que deberá decidir acerca de la entrega de información.	479
b) El interés social como límite al principio de igualdad informativa.	480
C. Acceso a información privilegiada.	482
3. Adquisición de acciones al margen de la OPA (<i>stake-building</i>).....	485

3.1. Relevancia del momento en que se hubieran producido las adquisiciones al margen de la OPA.	485
A. Antes del anuncio/de la presentación de la OPA.	486
a) Adquisición de cualquier número de valores durante los doce meses previos a la OPA: impacto en el precio mínimo de la OPA... ..	486
b) Adquisición de más de un 5% durante los doce meses previos a la OPA: obligación de ofrecer efectivo.	486
B. A partir del anuncio/de la presentación de la OPA.	487
a) Eliminación automática de condiciones.	487
b) Ajuste automático de la contraprestación de la OPA.	488
3.2. Publicidad de las adquisiciones.....	489
A. Obligación general de comunicar participaciones significativas. ...	489
B. Adquisiciones realizadas tras el anuncio/la presentación de la OPA.....	490
3.3. Referencia al impacto de las adquisiciones más allá de la OPA. .	490
A. Umbrales para el ejercicio del derecho de venta forzosa.	490
B. Precio de exclusión.	491
4. Exclusión de cotización.	491
4.1. Alternativas para lograr la exclusión.....	492
A. OPA de exclusión.....	492
B. Venta forzosa.	493
C. Otras alternativas previstas en la normativa de OPAs.	493
D. Otros mecanismos no específicos de la normativa de OPAs.	495

CAPÍTULO CUARTO: LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN. PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS SINDICADOS EN EL CONTEXTO DE UN LBO. 497

1. Planteamiento.....	497
2. Origen de las financiaciones sindicadas.....	498
3. Concepto de financiación sindicada.....	499
4. Finalidades de la financiación sindicada en sede de un LBO.....	505
4.1. Financiación de la adquisición.....	506
4.2. Refinanciación de deuda.....	507
4.3. Financiaciones puente (<i>bridge</i>).....	509
4.4. Otras finalidades que suelen incluirse en el contrato de financiación.....	511
4.5. Una finalidad especial: el reparto de dividendos (<i>recapitalization</i> o <i>recap</i>).....	511
5. Tipologías de financiación sindicada.....	512
5.1. En función de su modalidad.....	512
A. Préstamos amortizables.....	512
B. Préstamos a vencimiento (<i>bullet</i>).....	513
C. Créditos circulantes (<i>revolving</i>).....	513
5.2. En función de su jerarquía.....	515
A. Financiación <i>senior</i>	516
B. Financiación subordinada (<i>mezzanine</i>).....	516
C. Financiación <i>second lien</i>	517
6. Proceso y fases de una financiación sindicada.....	518

6.1.	Financiaciones aseguradas.....	518
6.2.	Financiaciones <i>club deal</i>	521
7.	Documentación legal en financiaciones sindicadas.....	523
7.1.	Documentación previa.....	523
A.	El memorandum informativo (<i>information memorandum</i>) y los informes de <i>due diligence</i>	523
B.	Carta de mandato.....	523
C.	Documento de términos y condiciones (<i>term sheet</i>).....	527
D.	Funciones de la documentación preliminar.....	528
7.2.	Documentación principal.....	529
A.	Contrato de financiación.....	529
B.	Contrato entre acreedores.....	529
C.	Garantías.....	530
7.3.	Documentación posterior al cierre.....	532
A.	Contrato de sindicación.....	532
B.	Contrato de cobertura del riesgo de tipos de interés.....	533
7.4.	Otra documentación complementaria.....	534
A.	Cartas de comisiones.....	534
B.	Opiniones legales.....	535
8.	Cronograma orientativo de una financiación sindicada.....	536
9.	Contenido típico de un contrato de financiación sindicada.....	537
9.1.	Estructura de un contrato de financiación sindicada.....	537

9.2. Análisis de las cláusulas principales.....	540
A. Partes.....	540
B. Condiciones previas.	540
a) Condiciones previas o simultáneas a la firma.....	541
b) Condiciones previas o simultáneas a la disposición.	541
C. Régimen de mayorías.	542
D. Amortización anticipada obligatoria.....	544
a) Supuestos de amortización anticipada obligatoria parcial.	544
b) Supuestos de amortización anticipada obligatoria total.	547
E. Declaraciones.....	547
F. Obligaciones.....	548
a) Obligaciones de información.....	548
b) Obligaciones de hacer.	549
c) Obligaciones de no hacer.	550
d) Obligaciones financieras.....	552
G. Supuestos de vencimiento anticipado.	553
H. Agencia.	555
I. Ruptura de mercado.....	557
J. Otras cláusulas.....	559
CAPÍTULO QUINTO: EL CONTRATO DE SOCIOS Y SU RELACIÓN CON LOS ESTATUTOS SOCIALES.	563
1. Planteamiento.....	563

2.	Los estatutos sociales.	565
3.	El contrato de socios.	566
3.1.	Concepto.	566
3.2.	Naturaleza jurídica y clases.	568
3.3.	La validez y la eficacia de los contratos de socios.	570
A.	La validez de los contratos de socios.	570
B.	La eficacia de los contratos de socios.	571
3.4.	La publicidad de los pactos parasociales.	575
A.	Régimen obligatorio de las sociedades cotizadas.	575
B.	Régimen potestativo en sociedades no cotizadas: breve referencia a la publicidad de los protocolos familiares.	576
3.5.	Contenido típico del acuerdo de socios.	578
A.	Introducción.	578
B.	Los compromisos de inversión y aportación de fondos.	579
C.	El gobierno y la administración de la sociedad.	581
a)	Introducción.	581
b)	La junta general.	582
c)	El órgano de administración.	592
d)	Los directivos de la sociedad.	599
e)	Mecanismos para solucionar las situaciones de bloqueo (<i>deadlock</i>).	600
f)	Convivencia entre co-inversores.	602

D. Limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad.	603
a) Introducción.	603
b) Prohibición absoluta de transmisión por actos <i>inter vivos</i> (<i>lock-up</i>).	604
c) Cláusulas de consentimiento previo de la sociedad.	605
d) Cláusulas de derecho de adquisición preferente: tanteo y retracto.	605
e) Cláusulas de derecho de primera oferta.	607
f) Cláusulas regulatorias del tipo de adquirente.	607
g) Obligaciones de <i>stapling</i>	607
h) Transmisiones <i>mortis causa</i>	607
i) Transmisiones forzosas.	608
E. Retribuciones.	608
a) Introducción.	608
b) Reparto de dividendo mínimo.	608
c) Retribución a los administradores.	611
d) Pago de intereses vía préstamos.	611
e) Comisiones por servicios.	611
f) Comisiones por estructuración de la operación.	612
F. Regulación de la desinversión.	612
a) Introducción.	612
b) Opción de venta (<i>put</i>).	612

c)	Acciones rescatables.....	613
d)	Derecho de arrastre (<i>drag along</i>).....	614
e)	Derecho de acompañamiento (<i>tag along</i>).....	615
f)	Obligación de venta.....	616
g)	Salida a bolsa.....	616
G.	Cláusulas de extinción del contrato de socios.....	617
H.	Otras cláusulas.....	617
a)	Plan de negocio.....	617
b)	Elaboración de un presupuesto.....	618
c)	Deber de información.....	618
d)	Deber de confidencialidad.....	618
e)	Pactos de permanencia.....	619
f)	Pacto de no competencia.....	619
g)	Adhesión.....	619
h)	Vigencia.....	620
i)	Gastos e impuestos.....	620
j)	Notificaciones.....	620
k)	Miscelánea.....	620
l)	Ley aplicable.....	621
m)	Resolución de conflictos.....	622
n)	Anexos.....	622

CAPÍTULO SEXTO: LOS CONTRATOS CON EL EQUIPO DIRECTIVO.....	623
1. Introducción.....	623
2. Tipos de relaciones contractuales que pueden configurarse.....	627
2.1. Los directivos de régimen laboral común.	628
2.2. El personal de alta dirección.	629
A. Concepto.....	629
B. Caracteres.....	630
C. Extinción del contrato.	632
D. La dualidad alto directivo/miembro del órgano de administración: la teoría del vínculo.	636
2.3. Los miembros de órganos de administración de sociedades.	638
2.4. Prestaciones accesorias.....	640
3. Pactos de especial relevancia.	640
3.1. Planteamiento.	640
3.2. Aportación de industria.....	640
3.3. Aportación económica.....	641
3.4. Condiciones de trabajo.....	641
3.5. El sistema de retribución.	643
3.6. Otros beneficios sociales.....	645
3.7. Confidencialidad.....	646
3.8. Entrega de material e información recibida de la sociedad.	647
3.9. Pacto de permanencia.....	647

3.10.	Pacto de no competencia.	649
3.11.	Obligación de no contratar a empleados de la sociedad.	652

CAPÍTULO SÉPTIMO: LOS ACUERDOS DE FUSIÓN COMO ÚLTIMA FASE DEL LBO..... 653

1.	Introducción.	653
2.	Marco regulador.	654
3.	Concepto y clases de fusión.	655
4.	Motivos económicos para llevar a cabo una fusión.	659
4.1.	Motivos razonables.	660
4.2.	Motivos discutibles.	661
4.3.	Impacto fiscal.	663
5.	Presupuestos de la fusión.	667
6.	El proceso de la fusión.	670
6.1.	El proyecto común de fusión.	671
6.2.	Los informes sobre el proyecto.	674
6.3.	Convocatoria de la junta y acuerdo de fusión.	676
6.4.	Publicación del acuerdo de fusión.	682
6.5.	Derecho de oposición de los acreedores.	682
6.6.	La formalización e inscripción de la fusión.	685
6.7.	La impugnación de la fusión.	687
7.	Fusiones especiales.	688
7.1.	La fusión de sociedades en liquidación.	688

7.2.	Fusión simplificada mediante acuerdo unánime de fusión.	689
7.3.	La fusión por absorción de sociedad íntegramente participada. ..	690
7.4.	La fusión por absorción de sociedad participada al noventa por ciento.	693
7.5.	Fusiones asimiladas a la fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas.....	696
A.	Fusión inversa (<i>reverse merger</i>).....	696
B.	Fusión de sociedades gemelas.....	697
C.	Fusión de sociedades primas.....	698
7.6.	Transmisión del patrimonio al socio único.....	699
7.7.	La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.....	699
	CONCLUSIONES.	703
	BIBLIOGRAFÍA.	735

INTRODUCCIÓN.

A lo largo del cuatrienio que comenzó en el año 2004 y que acabó en el año 2007, el mercado de fusiones y adquisiciones en España no hizo sino crecer, no solo cuantitativamente (el volumen de operaciones incrementó en ese periodo en porcentajes sorprendentes), sino también cualitativamente (la sofisticación de las operaciones alcanzó a través de la ingeniería financiera y jurídica cotas inimaginables en tiempos pasados).

Uno de los principales causantes de esa situación de bonanza fue, sin duda alguna, el capital riesgo (*private equity*).

En efecto, gracias a las entidades de capital riesgo las adquisiciones apalancadas de sociedades o *leveraged buyouts* (también conocidas por su acrónimo inglés LBOs) cobraron un protagonismo en nuestro mercado que, en nuestra opinión, fomentó una economía competitiva, innovadora y dinámica.

Y es que como señalaba MANZANO FRÍAS al estudiar esa gloriosa época *“la expansión de estas operaciones en los últimos años está relacionada con algunos factores especialmente importantes: (i) la búsqueda de rentabilidades (search for yield) en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo; (ii) la expansión de los mercados de transferencia de riesgos, y (iii) la aparición de nuevos intermediarios, como los hedge funds y los vehículos de Collateral Debt Obligations (CDOs).*

Los factores anteriores han contribuido, en general, a aumentar la liquidez de los mercados financieros, entendida como la facilidad para encontrar contraparte con un bajo coste, facilitando la financiación de operaciones fuertemente apalancadas”¹.

Ahora bien, dicha época de bonanza, no estuvo exenta de dificultades pues tal y como señalaba (y aún hoy señala) la exposición de motivos de la Ley

¹ MANZANO FRÍAS, M.C., “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad financiera*, número 13, 2007, págs. 33 y siguientes.

25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, es cierto que la inversión en capital riesgo en España, y, por tanto, este tipo de operaciones, se encontraban entonces aún lejos de los volúmenes alcanzados en economías más avanzadas y se detectaban algunos elementos normativos del sector que suponían limitaciones y disfunciones que obstaculizaban el desarrollo del mismo.

Entre estas limitaciones normativas se encontraba (y aún hoy se encuentra) la figura de la prohibición de la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones. Como veremos, esta institución, que tiene su origen en el Derecho inglés, choca frontalmente con la lógica económico-financiera de las adquisiciones apalancadas.

Por otra parte, no podemos olvidar que desde agosto de 2007 nuestra economía ha pasado de un periodo de extraordinaria salud a sufrir una fuerte desaceleración llegando hasta la recesión en algunos momentos, debido, entre otras causas, a la crisis crediticia o crisis de las hipotecas americanas *subprime*, así como al vaticinado “pinchazo de la burbuja inmobiliaria” y a la crisis de la deuda soberana, habiendo llegado a alcanzar la prima de riesgo española cifras récord desde la existencia del euro (superando los 610 puntos básicos en julio de 2012).

Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que no solo han llevado a varios *crashes* bursátiles (en septiembre y octubre de 2008 con la caída de Lehman Brothers; en agosto de 2011, por la pérdida de la triple A -máxima calificación crediticia otorgada por la agencia de *rating* Standard & Poor's- de los Estados Unidos; en los meses de octubre y noviembre de 2011 como consecuencia de la crisis de deuda soberana y elevadas primas de riesgo de Italia y España; y desde abril de 2012, especialmente en España, habiéndose visto obligado nuestro país a solicitar en junio de 2012 al Eurogrupo ayuda para completar la recapitalización de nuestro sector financiero a través de una línea de crédito de hasta 100.000 millones de euros) sino que además ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas

apalancadas pues, como luego estudiaremos, aproximadamente el 75% de este tipo de operaciones se financian con deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, somos de la opinión de que las adquisiciones apalancadas son un motor de nuestra economía. En efecto, como señala ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *“desde el punto de vista puramente económico se dice que los LBOs facilitan las reorganizaciones empresariales y son una vía de solución a los problemas de sucesión empresarial. Al aumentar las ofertas posibles por una empresa, permitirá generar más valor para el accionista de la adquirida, y el endeudamiento que recae sobre la sociedad impondrá una mayor disciplina de gestión en empresas antes sobrecapitalizadas. Existe también abundante literatura también sobre cómo el pasar de una sociedad cotizada a una sociedad en poder una empresa de private equity permite unificar los intereses de la propiedad y la gestión, reduciendo costes y mejorando la gestión”*².

Por ello, confiamos en que con las grandes reformas previstas por el nuevo Gobierno (algunas ya aprobadas y otras en proyecto) y, en especial, con las recientes reformas del sistema financiero (aprobadas, primero, a través del Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, y, después, con el Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero) así como con el apoyo financiero de la Unión Europea, mejore la solvencia de las entidades financieras para que puedan financiarse mejor en los mercados mayoristas y las sitúe en mejor posición para conceder crédito, aliviando la restricción financiera sobre el crecimiento económico y la creación de empleo. Y es que solo se volverá a la senda del crecimiento económico a través de la reactivación del crédito a familias y empresas, reactivación esta que permitirá, asimismo, llevar a cabo nuevamente operaciones tan beneficiosas para la economía como las adquisiciones apalancadas de empresas.

² ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el artículo 35 de la Ley de Modificaciones estructurales”, *El Notario del Siglo XXI*, número 30, marzo-abril de 2010. http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2206&seccion_ver=0

Como consecuencia de lo anterior, la presente tesis tiene por objeto analizar el régimen jurídico de las compraventas apalancadas de empresas, en general, y profundizar en una de sus facetas más fascinantes, a saber, el complejo entramado contractual que se despliega en operaciones de este calado.

Para ello, a lo largo del presente trabajo se estudiarán fundamentalmente las siguientes cuestiones:

- (i) En la primera parte de la tesis, se explicarán las adquisiciones apalancadas de empresas, realizando un análisis financiero, económico y jurídico y se estudiará la problemática que plantea este tipo de operaciones.
- (ii) En la segunda parte, se expondrá el sistema contractual de los LBOs, analizándose en detalle la documentación precontractual, el contrato de compraventa tanto de sociedad no cotizada como de sociedad cotizada, los contratos de financiación, el contrato de socios y su relación con los estatutos sociales de la sociedad adquirente, los contratos a firmar con los directivos que van a encargarse de gestionar la sociedad adquirida y los acuerdos de fusión como última fase de un LBO.
- (iii) Finalmente, se expondrán de una manera ordenada y sintética las conclusiones a las que hemos llegado sobre todas estas materias.

Por otra parte, y a efectos de comprender mejor el presente trabajo, creemos necesario que se tengan en cuenta las siguientes consideraciones adicionales:

- (i) Las adquisiciones apalancadas de empresas son operaciones basadas en prácticas anglosajonas por lo que muchos de los términos empleados en las mismas son vocablos en inglés.

De este modo, aunque somos partidarios de seguir los principios de no distorsionar el idioma de Cervantes y cumplir con los dictados de la Real Academia de la Lengua Española en el sentido de no introducir extranjerismos en nuestros escritos, lo cierto es que el lenguaje de los negocios es el inglés y la preponderancia del mundo anglosajón en el terreno económico nos obliga, contra nuestra voluntad, a incluir en el

presente trabajo numerosísimos anglicismos que constituyen una jerga específica que hay que conocer para comprender las operaciones de LBO.

Eso sí, a fin de paliar este hecho, siempre que nos sea posible incluiremos a continuación una traducción al español del vocablo anglosajón.

(ii) Mención especial merecen las fuentes a las que hemos accedido para preparar este trabajo. Así, no solo se han utilizado las fuentes clásicas de información para preparar este tipo de trabajos como son las obras y revistas jurídicas y económicas especializadas (tanto en inglés como en español) así como variada jurisprudencia, sino que además, se ha accedido a dos fuentes adicionales y atípicas para preparar un trabajo académico, a saber:

a) Se ha hecho un uso bastante importante de internet. Y es que mucha de la información a la que se ha tenido acceso se ha conseguido con consultas *on line*, toda vez que este tipo de operaciones se explican con mayor claridad en muchos medios *on line* que en revistas y libros especializados. Esto, en mi opinión, no le quita rigor a esta obra, sino que más bien, por el contrario, la enriquece si la información es previamente contrastada. En efecto, y por mucho que nos pese, no debemos olvidar que el mundo en el que vivimos hoy en día está basado en las nuevas tecnologías y en el acceso a toda la información desde un ordenador, por lo que un investigador no puede ignorar y omitir este hecho, sino que, más bien, debe adaptarse a los nuevos tiempos y hacer uso de todos los medios que se encuentren a su disposición.

b) Se ha tenido acceso a muchos documentos a los que los meros estudiosos no tienen acceso y que no se encuentran en las bibliotecas, a saber, los propios contratos y documentos preparatorios de las operaciones que tratamos.

Esto se debe a que, en unas ocasiones, hemos tenido la suerte de participar en muchas de ellas y, en otras, hemos podido verlos gracias a que grandes amigos y compañeros nos los han facilitado, eso sí, siempre después de haber devenido pública la operación en cuestión. De este modo, hemos contado con la ayuda de profesionales de despachos de tanto renombre como Ramón y Cajal, Linklaters, Freshfields, Uría, Garrigues, Cuatrecasas y Herbert Smith así como con la ayuda de profesionales del mundo financiero (banqueros de inversión, entidades financiadoras de este tipo de operaciones, etc.) a los que estamos profundamente agradecidos por su enorme disponibilidad.

Ahora bien, algunos documentos a los que hemos accedido son confidenciales y/o están protegidos por la normativa sobre protección de datos personales. Así, y como consecuencia del deber de secreto profesional que se impone a los abogados, esos documentos no serán citados entre la bibliografía utilizada.

- (iii) El enfoque de esta obra es, sin perder el rigor jurídico ni el imprescindible análisis académico y jurisprudencial, eminentemente práctico. Partiendo de las grandes y necesarias disquisiciones jurídicas y los debates doctrinales pero, a la vez, huyendo de los mismos, el presente trabajo pretende ser una herramienta útil para todos aquellos profesionales que tengan que enfrentarse en su trabajo a este tipo de operaciones.

Asimismo, quiero hacer pública la deuda de gratitud contraída con mi maestro, el profesor Alberto Alonso Ureba, por el apoyo constante y la confianza que siempre me ha mostrado y por haber sabido transmitirme la exigencia del rigor científico y del trabajo minucioso, manteniendo en todo momento viva mi ilusión en la Universidad y en el empeño que ha supuesto esta investigación. Este sentimiento de gratitud he de hacerlo extensivo a mis compañeros del Área de Derecho mercantil de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid. Muy especialmente, deseo manifestar mi reconocimiento y agradecimiento al profesor Guillermo Guerra Martín, co-director de este trabajo, por su generosa disponibilidad y sus conversaciones,

siempre sugerentes y extraordinariamente enriquecedoras tanto en el plano científico como humano.

Igualmente, quiero agradecer públicamente al profesor Luis María Cazorla Prieto sus reiteradas muestras de cariño y ánimo no solo para concluir este trabajo, sino también para momentos ciertamente complejos de mi vida personal y profesional.

Finalmente, quiero transmitir mi agradecimiento a mis padres, Antonio y Mariví, a mis hermanos, José Manuel y Mariví, a quienes debo lo mejor de mí mismo; y naturalmente, a mi mujer, Irene, y a mi hijo, Antonio, sin cuyo apoyo y paciencia este estudio no hubiese sido posible.

Madrid, a 22 de julio de 2012.

Antonio Serrano Acitores.

PARTE PRIMERA:

**LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS POR
OPERADORES DE CAPITAL RIESGO.**

ANÁLISIS FINANCIERO, ECONÓMICO Y JURÍDICO.

CAPÍTULO PRIMERO: INTRODUCCIÓN A LA INDUSTRIA DEL CAPITAL RIESGO. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y ANÁLISIS CRÍTICO.

1. Introducción.

1.1. Concepto y caracteres.

El capital riesgo puede definirse, con CORTÉS, como *“una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario”*³.

En este mismo sentido pero con mayor precisión se pronuncia la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras en su art. 2 al señalar lo siguiente:

“1. Las entidades de capital riesgo son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Asimismo, se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el

³ CORTÉS, L.J., “Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo”, en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 474.

Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

2. No obstante lo anterior, las entidades de capital riesgo podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), siempre y cuando tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. Asimismo, podrán también invertir a su vez en otras entidades de capital riesgo conforme a lo previsto en esta Ley”.

Y el art. 3.1 de la misma Ley complementa lo anterior señalando que *“para el desarrollo de su objeto social principal, las entidades de capital riesgo podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, en este último caso únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión. Asimismo, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las entidades de capital riesgo según el artículo anterior, estén o no participadas por las entidades de capital riesgo”.*

Por tanto, y como dice TORTUERO⁴, nos encontramos ante una actividad financiera que se concreta, con carácter general, en: (i) inversiones temporales en empresas de pequeña o mediana dimensión con el fin de potenciarlas y proceder posteriormente a su desinversión, a medio o largo plazo, con el objeto de materializar la plusvalía que, en su caso, hubiera podido generarse; y (ii) la concesión de préstamos participativos y otras formas de financiación y la

⁴ TORTUERO, J., “Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, 2007, págs. 3 y siguientes.

prestación de servicios de asesoramiento relacionados con la actividad propia de las entidades de capital riesgo⁵.

En definitiva, el capital riesgo se configura como una fuente de financiación ventajosa respecto a la financiación bancaria, puesto que las entidades de capital riesgo están dispuestas a participar financieramente en la empresa, mejorando su imagen y permitiendo la obtención de financiación adicional mediante endeudamiento⁶.

Y es que, más allá de las definiciones legales del capital riesgo, este también puede ser entendido como una modalidad de inversión que se caracteriza por la existencia de un inversor profesional, quien además de invertir recursos económicos aporta conocimiento y contactos e invierte en compañías de elevado potencial de crecimiento a través de la compra de participaciones societarias (normalmente minoritarias) con la expectativa de obtener a corto o medio plazo plusvalías que en gran parte resultarán de la venta de dicha participación o de los dividendos percibidos.

Así, el capital riesgo tiene especial relevancia en dos momentos de la historia de una empresa: en el inicio, es decir, en el momento de poner en práctica la idea de negocio, y en la etapa de madurez, para reestructurar o expandir la idea inicial de negocio.

De este modo, las características del capital riesgo como actividad financiera son las siguientes:

- (i) Proporciona a las empresas recursos a medio-largo plazo.
- (ii) Tiene una vocación de permanencia limitada en el tiempo.
- (iii) Se centra principalmente en empresas no financieras y no cotizadas (si bien en los últimos tiempos muchas de las sociedades objetivo de esta

⁵ CROISSIER BATISTA, L.C., "La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial", en VV.AA., *La financiación capital riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Instituto de Empresa, Madrid, 1984.

⁶ RAMÓN PINTADO, T. y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D., "La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos", *Revista de Economía Industrial*, número 362, Madrid, 2006, págs. 155 a 164.

actividad han sido sociedades cotizadas que luego han sido excluidas de cotización).

- (iv) Financia principalmente etapas de arranque, expansión o reestructuración.
- (v) Se busca, en definitiva, crear valor en las compañías, o que las compañías tengan importantes posibilidades de crearlo.

1.2. Aclaración conceptual y tipos de operaciones.

Señala LÓPEZ LUBIÁN que “*como suele ocurrir en el mundo de las finanzas, la terminología que se emplea para definir las actividades de esta industria [la del capital riesgo] no siempre es homogénea. Si esto ocurre con los términos originales en inglés, la cuestión se complica cuando se trata de encontrar un término equivalente en castellano*”⁷.

En efecto, capital riesgo es una traducción desafortunada del término anglosajón *venture capital*. Y decimos desafortunada porque solo recoge el aspecto negativo del “riesgo” y no refleja su vertiente positiva de compartir la “ventura” del negocio y sus virtudes financieras (con unas tasas de rentabilidad más elevadas en comparación con otro tipo de inversiones) y socio-económicas (al tratarse de una actividad que, en puridad, debería impulsar el desarrollo económico y la creación de empleo)⁸.

Asimismo, se ha de tener en cuenta que, en sentido estricto, el término *venture capital* se refiere solamente a las operaciones de financiación de nuevos proyectos empresariales. Sin embargo, el capital riesgo en sentido amplio comprende, no solo a estas operaciones, sino también las compraventas apalancadas de empresas en sus distintas modalidades.

⁷ LÓPEZ LUBIÁN, F.J., “Algunas claves sobre capital privado (<<private equity>>”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 1, 2007, pág. 87.

⁸ En este mismo sentido se manifiestan LÓPEZ LUBIÁN, F.J., *op. cit.*, pág. 4 y TRÍAS SAGNIER, M., “La importancia del capital riesgo para el desarrollo económico. Momento actual de la industria”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 17 y 18.

En este sentido, y a efectos del presente trabajo, vamos a seguir el esquema terminológico propuesto por TORTUERO por creerlo el más acertado. Así, en puridad, debe “*distinguirse entre operaciones de capital riesgo en sentido estricto (venture capital), relativas a la inversión en las etapas iniciales de una actividad empresarial y proyectos de expansión, y operaciones de inversión en sociedades con un mayor grado de madurez (buyouts). Así las cosas, el término anglosajón que mejor reflejaría la realidad económica subyacente a las actividades del capital riesgo sería el de private equity, término que englobaría tanto a las operaciones de venture capital como a los buyouts*”⁹.

Sin embargo, conviene advertir que el término *private equity* como acepción identificadora de la industria del capital riesgo en su conjunto solo se emplea en Europa, utilizándose en Estados Unidos como sinónimo de las operaciones de *buyout*¹⁰.

Pues bien, sobre las anteriores bases terminológicas, podemos distinguir las siguientes operaciones típicas de la industria del *private equity*¹¹:

- (i) Las operaciones de *venture capital*: se configuran como operaciones de financiación de nuevos proyectos empresariales en sectores con amplias perspectivas de crecimiento, y con necesidades de capital que se materializan en las siguientes rondas de financiación¹²:

⁹ TORTUERO, J., *op. cit.*, pág. 4.

¹⁰ Como bien explica TORTUERO, este debate terminológico se vio reflejado en los debates parlamentarios que tuvieron lugar a la hora de preparar la ya derogada Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, al proponerse la utilización del término “capital inversión” (MADRID PARRA, A., “Régimen societario del capital riesgo (Ley 1/1999)”, en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, volumen 4, McGraw-Hill, Madrid, 2002) y ha sido estudiado por variados sectores de la doctrina.

En efecto, mientras que una parte de la doctrina aboga por el uso del término “capital desarrollo” (*development capital*) (BAUZÁ MORÉ, F.J., “Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo”, en la obra colectiva *Derecho del mercado financiero*, dirigida por A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS, Civitas, Madrid, 1994), otra parte de la doctrina considera más adecuado utilizar el término “capital inversión” o “capital privado” evitando así la palabra “riesgo” que tanta aversión les provoca (ARRANZ PUMAR, G., “Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo”, en *Derecho de los Negocios*, Madrid, 1997).

¹¹ TORTUERO, J., *op. cit.*, pág. 9.

¹² “El Venture Capital en España. Primer Semestre 2011”, *Webcapitalriesgo*, pág. 10, http://www.webcapitalriesgo.com/descargas/2927_09_11_1047155441.pdf

- a) *Seed capital* (capital semilla): se concede financiación para la investigación, asesoramiento y desarrollo inicial del negocio.
- b) *Start-up* (lanzamiento): se trata de financiación para desarrollar el producto y para potenciar el *marketing* inicial del mismo antes de su efectiva comercialización.
- c) Otras fases iniciales del negocio: en ellas se concede la financiación después de que se ha concluido el desarrollo del producto para comenzar su elaboración y venta. Por ello, las empresas a las que se concede esta financiación aún no habrán generado beneficios.
- d) Capital expansión: se financia a través de fondos propios en empresas operativas para ayudarlas en su expansión buscando incrementar su capacidad de producción, el desarrollo del producto o mercado y/o el aumento del fondo de maniobra.
- e) *Bridge financing* (financiación puente): esta financiación se pone a disposición de sociedades que se encuentran en fase de llevar a cabo una oferta pública de suscripción o de venta.
- f) Rescate/reorientación: se concede financiación a empresas o negocios que se encuentran en graves dificultades a fin de rehabilitarlos.
- g) Capital de sustitución: que incluye refinanciación de deuda bancaria.

En definitiva, y tal y como recoge la definición de la *National Venture Capital Association*, un fondo de *venture capital* se aplicará a proyectos con los siguientes caracteres¹³:

- a) Se utiliza para la financiación de compañías nuevas y con rápido crecimiento.
- b) Se adquiere el capital de dichas empresas.

¹³ LÓPEZ LUBIÁN, F.J., *op. cit.*, pág. 88.

- c) Ayudan al desarrollo de nuevos productos y servicios.
 - d) Añaden valor a la compañía a través de una activa participación.
 - e) Toman elevados riesgos con la expectativa de elevadas rentabilidades.
 - f) La inversión tiene una orientación a largo plazo.
- (ii) Adquisiciones apalancadas (*leveraged buyouts*): estas operaciones, también conocidas como LBOs, *highly-leveraged transactions* o *bootstrap transactions*, consisten en que un comprador adquiera una sociedad objetivo o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia sociedad objetivo.

Es sobre este tipo de operaciones sobre las que versa este trabajo. Por ello, dejamos para más adelante la descripción de sus características esenciales. Así, serán tratadas con mayor profundidad en las páginas y capítulos sucesivos.

2. Historia del capital riesgo.

2.1. Introducción.

Aunque algunos han querido ver el nacimiento del capital riesgo en las Capitulaciones de Santa Fe firmadas entre Cristóbal Colón y la Reina Isabel de Castilla el 17 de abril 1492 a través de las cuales se sufragaba el viaje de Cristóbal Colón a las Indias y se fijaba un reparto anticipado entre Colón y los Reyes Católicos sobre los enormes beneficios que reportaría la conquista de América, lo cierto es que el capital riesgo tal y como se conoce hoy en día como actividad financiera profesionalizada no surgió hasta la Segunda Guerra Mundial en Estados Unidos.

La historia del *private equity*¹⁴, así como el desarrollo del mismo, ha tenido lugar a lo largo de una serie de ciclos de auges y caídas desde mediados del siglo XX. Dentro de la industria general del *private equity*, dos sub-industrias específicas, la de las adquisiciones apalancadas (*leveraged buyouts*) y el *venture capital*, experimentaron su crecimiento a lo largo de caminos paralelos e interrelacionados.

Desde los orígenes de la industria moderna del *private equity* en 1946, han existido cuatro épocas principales, marcadas por tres ciclos de auges y caídas.

Los principios del *private equity*, desde 1946 hasta 1981, estuvieron caracterizados por volúmenes relativamente pequeños de inversiones de *private equity*, por la existencia de organizaciones societarias rudimentarias y por un conocimiento y una familiaridad limitada con la industria del *private equity*.

El primer ciclo de auge y caída, desde 1982 hasta 1993, se caracterizó por un crecimiento enorme de la actividad de compras apalancadas financiada por bonos basura y culminó con la gigantesca adquisición de RJR Nabisco antes del casi colapso de la industria de los LBOs a finales de los años 80 y primeros años 90.

El segundo ciclo de auge y caída, desde 1992 a 2002, nació de las cenizas de la crisis de las sociedades de ahorros y préstamos, los escándalos de la información privilegiada, la caída del mercado inmobiliario y la recesión de los primeros años 90. Este periodo vio el nacimiento de empresas de *private equity* más institucionalizadas, y finalmente culminó en la enorme burbuja de los negocios punto-com en 1999 y 2000.

El tercer ciclo de auge y caída, desde 2003 a 2007, llegó justo después del estallido de la burbuja de las punto-com. En él, las compras apalancadas

¹⁴ Un estudio muy interesante sobre la historia del *private equity* lo encontramos en CENDROWSKI, H., MARTIN, J.P., PETRO, L.W. y WADECKI, A.A., "The history of private equity", *Private equity. History, governance and operations*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2008, págs. 1 a 114.

Asimismo, es ciertamente recomendable el artículo publicado en internet por la enciclopedia libre Wikipedia titulado "History of private equity and venture capital". http://en.wikipedia.org/wiki/History_of_private_equity_and_venture_capital

alcanzaron un tamaño sin precedentes y la institucionalización de las firmas de *private equity* quedó ejemplificada por la salida a bolsa de The Blackstone Group en 2007.

En sus primeros años y hasta aproximadamente el año 2007, la historia del *private equity* y *venture capital* queda mejor descrita mediante la narración de lo que sucedió en los Estados Unidos, ya que el *private equity* en Europa sistemáticamente había ido por detrás de la industria norteamericana. Ahora bien, con la segunda etapa de auge del *private equity* a mediados de los años 90 y con la liberalización de los inversores institucionales en Europa, tuvo lugar el nacimiento de un mercado de *private equity* en Europa que poco a poco ha ido madurando hasta alcanzar los mismos niveles de profesionalización que en los Estados Unidos.

2.2. Prehistoria.

Ya en los orígenes de la revolución industrial existieron inversores interesados en comprar negocios y tomar participaciones minoritarias en sociedades no cotizadas. Así, los banqueros de inversión de Londres y París financiaron negocios industriales ya en la década de 1850, siendo destacable Credit Mobilier, fundada en 1854 por Jacob e Isaac Pereire, quienes conjuntamente con Jay Cooke, de Nueva York, financiaron la United States Transcontinental Railroad.

Más adelante, J. Pierpont Morgan, de J.P. Morgan & Co., financiaría negocios ferroviarios y otras compañías industriales a lo largo de los Estados Unidos y, en cierta medida, la adquisición por J. Pierpont Morgan en 1901 de Carnegie Steel Company a Andrew Carnegie y Henry Phipps por 480 millones de dólares, representó la primera gran adquisición, tal como se conocen hoy día.

Debido a las restricciones estructurales impuestas a los bancos americanos bajo la Ley Glass-Steagall y otras normas de la década de 1930, no existía en Estados Unidos una industria de banca de inversión propiamente dicha, lo que ciertamente resultaba algo excepcional en una nación tan desarrollada.

Esto no obstante, no sería hasta los años 80 cuando Lester Thurow, un conocido economista, denunciaría la incapacidad del sistema regulatorio financiero de los Estados Unidos para dar soporte a los bancos de inversión. En efecto, los bancos de inversión de los Estados Unidos estaban confinados principalmente al negocio de asesoramiento, llevando a cabo fusiones y adquisiciones y colocaciones de acciones y deuda. Si bien finalmente conseguirían entrar en el negocio de inversión en sociedades no cotizadas, lo cierto es que lo hicieron mucho después de que las firmas independientes se hubieran asentado sólidamente en este negocio.

Así, salvo pequeñas excepciones, las firmas de *private equity* en la primera mitad del siglo XX estaban dominadas por particulares y familias adineradas. Los Vanderbilts, Whitneys, Rockefellers y Warburgs fueron notables inversores en compañías privadas en la primera mitad del siglo. De este modo, en 1938 Laurance S. Rockefeller contribuyó en la financiación tanto de Eastern Air Lines como Douglas Aircraft, y la familia Rockefeller tuvo grandes participaciones en una serie variada de sociedades. Por su parte, Eric M. Warburg fundó E.M. Warburg & Co. en 1938, la cual eventualmente se convertiría en Warburg Pincus, con inversiones tanto en compras apalancadas como en operaciones de *venture capital*.

2.3. Orígenes del *private equity* moderno.

No fue hasta después de la Segunda Guerra Mundial cuando empezaron a surgir lo que hoy se considera como auténticas inversiones de *private equity*, marcadas por la constitución de las dos primeras firmas de *venture capital* en 1946: American Research and Development Corporation (“**ARDC**”) y J.H. Whitney & Company¹⁵.

ARDC fue fundada por Georges Doriot, antiguo decano de la Harvard Business School y el “padre del *venture capital*”, Ralph Flanders y Karl Compton (antiguo presidente de MIT), para favorecer inversiones del sector privado en negocios gestionados por militares que regresaban de la Segunda Guerra Mundial. La

¹⁵ WILSON, J. *The New Ventures, Inside the High Stakes World of Venture Capital*, Addison-Wesley, octubre de 1986.

importancia de ARDC radicó en que fue la primera firma institucional de inversión en *private equity* que levantó fondos de fuentes distintas de las familias ricas, consiguiendo algunas inversiones que constituyeron éxitos notables¹⁶. Así, se considera que ARDC llevó a cabo la primera gran historia de éxito en el *venture capital*, cuando su inversión de 70.000 dólares de 1957 en Digital Equipment Corporation sería valorada en más de 355 millones de dólares tras la salida a bolsa de la sociedad en 1968 (lo que representó un rendimiento de más de 500 veces el valor de la inversión, y una tasa de retorno anualizada del 101%)¹⁷. Antiguos empleados de ARDC pasaron a fundar varias importantes firmas de *venture capital*, incluyendo Greylock Partners (fundada en 1965 por Charlie Waite y Bill Elfers) y Morgan, Holland Ventures, predecesora de Flagship Ventures (fundada en 1982 por James Morgan)¹⁸. ARDC siguió invirtiendo hasta 1971 con la jubilación de Doriot. En 1972, Doriot fusionó ARDC con Textron tras haber invertido en más de 150 compañías.

J.H. Whitney & Company fue fundada por John Hay Whitney y su socio Benno Schmidt. Whitney había estado invirtiendo desde los años 30, fundando Pioneer Pictures en 1933 y adquiriendo una participación del 15% en Technicolor Corporation con su primo Cornelius Vanderbilt Whitney. Con mucha diferencia, la inversión más conocida de Whitney fue en Florida Foods Corporation. La sociedad, que había desarrollado un método innovador para suministrar alimentos a los soldados americanos, fue conocida más tarde como Minute Maid y fue vendida a The Coca-Cola Company en 1960. J.H. Whitney & Company sigue realizando inversiones en adquisiciones apalancadas, habiendo levantado 750 millones de dólares para su sexto fondo de *private equity* institucional en el año 2005.

Hasta la Segunda Guerra Mundial, las inversiones en *venture capital* (que originalmente se denominaron *development capital*) fueron casi monopolizadas por particulares y familias adineradas. Uno de los primeros pasos hacia la

¹⁶ "The New Kings of Capitalism, Survey on the Private Equity industry", *The Economist*, 25 de noviembre de 2004.

¹⁷ BARTLETT, J.W., "What is Venture Capital?" en la página web http://vcexperts.com/vce/librariy/encyclopedia/documents_view.asp?document_id=15.

¹⁸ KIRSNER, S., "Venture capital's grandfather", *The Boston Globe*, 6 de abril de 2008.

formación de una industria de *venture capital* gestionada de manera profesional fue la aprobación de la Ley sobre Inversiones en Pequeños Negocios (*Small Business Investment Act*) de 1958. La Ley de 1958 permitió oficialmente al Departamento de los Estados Unidos para las Pequeñas Empresas (*Small Business Administration*) (“**SBA**”) dar licencia a “Sociedades de Inversión en Pequeñas Empresas” (“*Small Business Investment Companies*”) (“**SBICs**”) para participar en la financiación y la gestión de pequeños negocios empresariales en los Estados Unidos. La aprobación de la Ley respondió a ciertas preocupaciones que habían sido puestas de manifiesto en un informe del Consejo de la Reserva Federal al Congreso, que concluía la existencia de un vacío considerable en los mercados de capitales en cuanto a la financiación a largo plazo de pequeñas empresas con vocación de crecimiento. Además, se pensó que el apoyo a las iniciativas empresariales serviría de estímulo para la consecución de avances tecnológicos para competir contra la Unión Soviética.

De este modo, el principal objetivo del programa SBIC era (y sigue siendo) facilitar el flujo de capitales trasladándolo a la economía real a través de inversiones en pequeños e innovadores negocios. Y es que la Ley de 1958 proporcionaba a las sociedades de *venture capital* estructuradas en la forma de SBICs o *Minority Enterprise Small Business Investment Companies* (“**MESBICs**”) acceso a fondos federales que podían ser apalacados en un *ratio* de hasta 4:1 respecto de fondos para la inversión captados de manera privada.

2.4. Los primeros tiempos del *venture capital* y el crecimiento de Silicon Valley (1959-1981).

Durante las décadas de 1960 y 1970, las firmas de *venture capital* centraron su actividad inversora, principalmente, en la creación y expansión de compañías que, en la mayoría de las ocasiones, se dedicaban a la explotación de nuevos descubrimientos en tecnología médica, electrónica o de procesamiento de datos. En consecuencia, el *venture capital* vino a ser casi sinónimo de la financiación de tecnología.

En este sentido, se suele decir que la primera compañía *start-up*¹⁹ financiada con capital riesgo fue Fairchild Semiconductor²⁰ (que fabricó el primer circuito integrado practicable desde el punto de vista comercial), fundada en 1959 por quien más adelante se convertiría en Venrock Associates²¹.

Fue también en la década de 1960 cuando surgió la forma habitual de constituir los fondos de *private equity*, aún en uso hoy día. Las firmas de *private equity* crearon *limited partnerships* para realizar las inversiones en las que los profesionales de la inversión jugaban el papel de *general partners* mientras que los inversores, que eran *limited partners* pasivos, aportaban el capital. El sistema de retribución también surgió entonces, con los *limited partners* pagando unos honorarios anuales (*management fees*) de 1-2% y una participación en beneficios ("*carried interest*") típicamente equivalente al 20% de los beneficios del *partnership*.

Por otra parte, una de las primeras compañías de *venture capital* de la Costa Oeste fue Draper and Johnson Investment Company, formada en 1962²² por William Henry Draper III y Franklin P. Johnson, Jr. En 1964 Bill Draper y Paul Wythes fundaron Sutter Hill Ventures, y Pitch Johnson constituyó Asset Management Company.

El crecimiento de la industria del *venture capital* fue espoleado por el nacimiento de las firmas de inversión independientes de Sand Hill Road, comenzando por Kleiner, Perkins, Caufield & Byers y Sequoia Capital en 1972. Situadas en Menlo Park (California), Kleiner Perkins, Sequoia y otras firmas de *venture capital* posteriores tendrían acceso a las florecientes industrias

¹⁹ Una compañía *startup* o *start-up* es un negocio con una historia de funcionamiento limitada, pero con grandes posibilidades de crecimiento. Generalmente, son empresas que provienen del mundo del emprendimiento, o sea emprendedores que levantan compañías que aportan positivamente al desarrollo de sus países y de ellos mismos, al promover prácticas asociadas a la innovación, desarrollo de tecnologías, empleos de calidad, mejor distribución de la riqueza, etc.

²⁰ Discurso del *General Counsel U.S. Securities and Exchange Commission*, CARTWRIGHT, B.G., "The Future of Securities Regulation", *University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics Philadelphia*, Pennsylvania, 24 de octubre de 2007.

²¹ Venrock fue fundada en 1969 por Laurance S. Rockefeller, el cuarto de los seis hijos de John D. Rockefeller's siendo la manera de permitir a otros hijos de Rockefeller intervenir en inversiones de *venture capital*.

²² <http://www.draperco.com/history.html>.

tecnológicas de la zona. A principios de los años 70 existían muchas compañías de semiconductores en el Valle de Santa Clara así como las primeras compañías informáticas que empleaban sus dispositivos y sus compañías de programación y servicios²³. A lo largo de los años 70, fue fundado un grupo de firmas de *private equity*, centradas principalmente en la realización de inversiones de *venture capital*, que servirían de modelo para posteriores firmas de inversión en adquisiciones apalancadas y *venture capital*. En 1973, con el incremento del número de compañías de *venture capital*, algunos destacados profesionales del sector formaron la *National Venture Capital Association* (“**NVCA**”). La NVCA serviría como asociación sectorial para la industria del *venture capital*.

Las firmas de *venture capital* sufrieron un descenso temporal en 1974, cuando la bolsa se desplomó y los inversores, lógicamente, desconfiaron de este nuevo tipo de fondos de inversión. No fue hasta 1978 cuando el *venture capital* experimentó su primer gran año de levantamiento de fondos, al conseguir esta industria levantar aproximadamente 750 millones de dólares. Durante ese periodo, el número de firmas de *venture capital* también se incrementó. Entre las firmas fundadas en esta época, además de Kleiner Perkins y Sequoia, que continúan invirtiendo activamente, se encuentran TA Associates, Mayfield Fund, Apax Partners, New Enterprise Associates, Oak Investment Partners y Sevin Rosen Funds.

El *venture capital* jugó un papel necesario en el desarrollo de muchas de las principales compañías tecnológicas de los años 80. Algunas de las principales inversiones de *venture capital* fueron realizadas, entre otras, en las siguientes compañías: Tandem Computers, Genentech, Apple Inc., Electronic Arts, Compaq, Federal Express y LSI Corporation.

²³ En 1971, una serie de artículos titulados "Silicon Valley USA" fueron publicados en *Electronic News*, una publicación semanal, que dieron lugar al uso de la expresión *Silicon Valley*.

2.5. Orígenes de las compras apalancadas (*leveraged buyouts*) (1955-1981).

A. *McLean Industries* y sociedades *holding* cotizadas.

Aunque no se tratase estrictamente de *private equity*, y ciertamente no recibió ese nombre en su momento, la primera compra apalancada pudo ser la adquisición, por *McLean Industries, Inc.* (propiedad de Malcolm McLean) de *Pan-Atlantic Steamship Company* en enero de 1955 y de *Waterman Steamship Corporation* en mayo de 1955. Con arreglo a los términos de las operaciones, McLean tomó a préstamo 42 millones de dólares y levantó otros siete millones mediante la emisión de acciones preferentes. Cuando la operación se cerró, se emplearon 20 millones de dólares de caja y activos de *Waterman* para amortizar 20 millones del préstamo. A continuación, el consejo de administración recién designado de *Waterman* acordó el pago de un dividendo de 25 millones de dólares a *McLean Industries*²⁴.

De manera similar a la empleada en la operación *McLean*, el uso de sociedades *holding* cotizadas como vehículos de inversión para la adquisición de participaciones en activos societarios se convertiría en la nueva moda en los años 60, popularizada por inversores tales como Warren Buffett (*Berkshire Hathaway*) y Victor Posner (*DWG Corporation*) y, más tarde, fue adoptada por Nelson Peltz (*Triarc*), Saul Steinberg (*Reliance Insurance*) y Gerry Schwartz (*Onex Corporation*). Estos vehículos de inversión tenían por objeto los mismos tipos de compañías que las operaciones de compra apalancada más tradicionales y empleaban muchas de las tácticas típicas de adquisición en sede de LBOs y, en consecuencia, en muchos aspectos pueden considerarse como precursoras de las posteriores firmas de *private equity*. De hecho, se

²⁴ LEVINSON, M., "The Box. How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger", *Princeton University Press*, 2006, págs. 44 a 47. Los detalles de esta operación se encuentran desarrollados en el ICC Case No. MC-F-5976, *McLean Trucking Company and Pan-Atlantic American Steamship Corporation--Investigation of Control*, de 8 de julio de 1957.

suele reconocer a Posner como la persona que acuñó el término “compra apalancada” (“*leveraged buyout*” o “LBO”²⁵).

Posner, que había hecho fortuna en inversiones inmobiliarias en los años 30 y 40, adquirió una participación mayoritaria en DWG Corporation en 1966. Habiendo tomado el control total de la compañía, la empleó como vehículo de inversión con el que podía llevar a cabo tomas de control sobre otras sociedades. Posner y DWG son quizá más conocidos por la adquisición hostil de Sharon Steel Corporation en 1969, una de las primeras adquisiciones de ese tipo en los Estados Unidos. Las inversiones de Posner estaban motivadas típicamente por valoraciones atractivas y por la situación de sus balances y su *cashflow*. En efecto, dada su gran carga de endeudamiento, la DWG de Posner generaba rendimientos atractivos. Eso sí, también se caracterizaban por su volatilidad lo que en última instancia llevaría a la compañía a sufrir dificultades económicas tan severas que la obligaron a declarar su insolvencia al amparo del denominado *Chapter 11* en 1987.

Por otra parte, Warren Buffett, a quien normalmente se describe como inversor en bolsa más que como inversor de *private equity*, utilizó muchas de las mismas técnicas en la creación de su conglomerado Berkshire Hathaway que la DWG Corporation de Posner, y que en años posteriores utilizarían inversores en *private equity* más tradicionales. En efecto, en 1965, con el apoyo del consejo de administración de la sociedad, Buffett asumió el control de Berkshire Hathaway. En el momento de la inversión por Buffet, Berkshire Hathaway era una compañía textil, si bien, Buffett utilizó Berkshire Hathaway como vehículo de inversión para realizar adquisiciones y tomar participaciones minoritarias en docenas de compañías de seguros y reaseguros (GEICO) y en una variedad de compañías que incluían: American Express, The Buffalo News, The Coca-Cola Company, Fruit of the Loom, Nebraska Furniture Mart y See's Candies. Pues bien, la técnica de Buffett de invertir en búsqueda de valor y de centrarse en los ingresos y generación de *cashflows* son característicos de los inversores en *private equity* de los años siguientes. Sin embargo, Buffet se

²⁵ TREHAN, R., “The History of Leveraged Buyouts”, en http://www.4hoteliers.com/4hots_fshw.php?mwi=1757, 4 de diciembre de 2006.

distinguiría de los profesionales más tradicionales de las compras apalancadas por su resistencia a utilizar en sus inversiones tanto el apalancamiento como técnicas hostiles de adquisición.

B. KKR y los pioneros del private equity.

La industria que hoy día se conoce como *private equity* fue concebida por una serie de expertos en finanzas corporativas, muy especialmente Jerome Kohlberg, Jr. y su protegido, Henry Kravis. Trabajando en Bear Stearns en esa época, Kohlberg y Kravis junto con George Roberts, primo de Kravis, comenzaron una serie de lo que describieron como inversiones “*bootstrap*” o autosuficientes. Tenían como objeto empresas familiares, muchas de las cuales habían sido fundadas en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, y que hacia las décadas de los 60 y 70 se enfrentaban a problemas en la sucesión. Muchas de estas compañías carecían de una salida viable o atractiva para sus fundadores, ya que eran demasiado pequeñas para salir a bolsa, y los fundadores se resistían a venderlas a la competencia, lo que hacía potencialmente atractiva la venta a compradores financieros. Su adquisición de Orkin Exterminating Company en 1964 fue de las primeras adquisiciones apalancadas significativas²⁶. En los años siguientes, los tres banqueros de Bear Stearns completarían una serie de adquisiciones, incluyendo Stern Metals (1965), Incom (una división de Rockwood International, 1971), Cobblers Industries (1971) y Boren Clay (1973) además de Thompson Wire, Eagle Motors y Barrows a través de sus inversiones en Stern Metals. Aunque hicieron una serie de inversiones tremendamente exitosas, la inversión de 27 millones de dólares en Cobblers acabó, sin embargo, en quiebra²⁷.

Hacia 1976 surgieron tensiones tan fuertes entre Bear Stearns y Kohlberg, Kravis y Roberts que llevaron a su salida y a la formación de Kohlberg Kravis Roberts (“**KKR**”) ese mismo año. En particular, Cy Lewis, ejecutivo de Bear Stearns, había rechazado propuestas repetidas de crear un fondo especializado dentro de Bear Stearns. Además, Lewis había puesto de

²⁶ <http://www.investментu.com/research/private-equity-history.html>.

²⁷ BURROUGH, B. y HELYAR, J., *Barbarians at the Gate. The Fall of RJR Nabisco*, Harper Paperbacks, 27 de mayo de 2003, págs. 133 a 136.

manifiesto sus reservas a la cantidad de tiempo que estaba siendo dedicado a actividades externas.

Pues bien, hacia 1978, con la revisión de la normativa ERISA²⁸, la reciente KKR consiguió levantar con éxito su primer fondo institucional con aproximadamente 30 millones de dólares comprometidos por inversores²⁹.

Entretanto, en 1974, Thomas H. Lee fundó una nueva firma de inversiones centrada en la adquisición de compañías a través de compras apalancadas. Así, se convirtió en una de las primeras firmas de *private equity* que se centró en la realización de compras apalancadas de compañías maduras más que en la realización de operaciones de *venture capital* en sociedades con capacidad de crecimiento. La firma de Lee, Thomas H. Lee Partners, aunque inicialmente atrajo menos atención que otras empresas que comenzaron en la década de los 80, resultaría ser una de las mayores firmas de *private equity* del mundo a finales de los 90.

La segunda mitad de los años 70 y los primeros años de los 80 fueron testigos del nacimiento de varias firmas de *private equity* que sobrevivirían los sucesivos ciclos, tanto en compras apalancadas como en *venture capital*. Entre las firmas fundadas en esos años se encontraban: Cinven, Forstmann Little & Company, Welsh, Carson, Anderson & Stowe, Candover, y GTCR.

Las compras por directivos (*management buyouts*) también nacieron a finales de los 70 y principios de los 80, siendo una de las más destacadas operaciones de este tipo la compra de Harley-Davidson, el fabricante de motocicletas. En

²⁸ La *Employee Retirement Income Security Act* de 1974 (Ley de Seguridad de la Renta de Jubilación de Empleados) es una ley federal que establece normas mínimas para la mayoría de las pensiones voluntariamente establecidas y planes de salud en la industria privada que proporcionan protección para los individuos dentro de estos planes.

Los planes de ERISA requieren que se proporcione a los participantes información sobre el plan, incluyendo datos importantes acerca de las características de los planes y su fondeo; establece responsabilidades fiduciarias para aquellos que administran y controlan los activos del plan; requiere que los planes establezcan un proceso para las quejas y apelaciones para que los participantes obtengan los beneficios de dicho plan; y da a los participantes el derecho a demandar los beneficios y el incumplimiento de los deberes fiduciarios.

Antes de la mencionada revisión de la normativa ERISA se impedía que los fondos de pensión invirtieran importantes sumas de dinero en activos de alto riesgo.

²⁹ BURROUGH, B. y HELYAR, J., *op. cit.*, págs. 136 a 140.

efecto, un grupo de directivos de Harley-Davidson, adquirió la sociedad a AMF en una compra apalancada en 1981, pero acumuló grandes pérdidas el año siguiente y tuvo que pedir protección frente a sus competidores japoneses.

C. Los cambios legales y fiscales que impulsaron el boom de las adquisiciones apalancadas.

El *boom* de las compras apalancadas estuvo apoyado por tres sucesos legales y regulatorios significativos:

- (i) Fracaso del plan fiscal de Carter de 1977: en su primer año en la presidencia, Jimmy Carter propuso una revisión de la fiscalidad de sociedades que habría supuesto, entre otras cosas, una reducción de la diferencia de trato de los intereses pagados a los titulares de bonos respecto de los dividendos pagados a los accionistas. La propuesta de Carter no consiguió el apoyo de la comunidad empresarial ni del Congreso, y no fue aprobada. Debido al distinto tratamiento fiscal, el uso de apalancamiento para reducir impuestos se hizo popular entre inversores de *private equity* y ganaría en aceptación con la reducción del tipo fiscal correspondiente a las plusvalías³⁰.
- (ii) La Ley sobre Seguridad de la Renta de Jubilación de Empleados (*Employee Retirement Income Security Act* o ERISA) de 1974: con la aprobación de ERISA en 1974, se prohibió a los fondos de pensiones corporativos tomar participación en determinadas inversiones arriesgadas que incluían muchas inversiones en sociedades no cotizadas. Según el *Venture Capital Institute*, en 1975 la captación de fondos para inversiones en *private equity* se desplomó, alcanzando únicamente diez millones de dólares durante el curso del año. En 1978 el Departamento de Trabajo de los Estados Unidos relajó algunas de las restricciones de ERISA, y al amparo de la *prudent man rule* (similar a lo que en nuestro ordenamiento supone la diligencia del ordenado empresario) permitió a los fondos de pensiones corporativos invertir en *private equity*, lo que supuso una gran

³⁰ SAUNDERS, L., "How the Government Subsidizes Leveraged Takeovers", *Forbes*, 28 de noviembre de 1988. http://www.forbes.com/forbes/1988/1128/192_print.html.

fuerza de capital disponible para invertir en *venture capital* y en otras formas de *private equity*. Así, la revista *Time* informó en 1978 que la captación de fondos se había incrementado de 39 millones de dólares en 1977 hasta 570 millones solo un año más tarde³¹. Además, muchos de esos mismos inversores de pensiones corporativas se convertirían en activos compradores de bonos de alto rendimiento (o bonos basura), bonos estos que eran necesarios para llevar a cabo las adquisiciones apalancadas.

- (iii) La Ley Fiscal de Recuperación Económica (*Economic Recovery Tax Act*) de 1981: el día 15 de agosto de 1981, Ronald Reagan aprobó la Ley Kemp-Roth, conocida oficialmente como la Ley sobre Recuperación Económica de 1981. Su aprobación supuso una rebaja en el importe máximo del impuesto sobre plusvalías del 28 al 20%, dotando, en consecuencia, de mayor atractivo a las inversiones de alto riesgo.

En los años que siguieron a estos acontecimientos, el *private equity* experimentaría su primer gran auge, adquiriendo algunas de las marcas e industrias más conocidas y poderosas de los Estados Unidos.

2.6. El primer *boom* del *private equity* (1982-1993).

La década de los 80 se asocia probablemente de manera más clara a las compras apalancadas que ninguna década anterior ni posterior. Así, por primera vez, el público en general tomó conciencia de la capacidad del *private equity* de afectar a compañías normales, y los términos "depredadores societarios" (*corporate raiders*) y "opas hostiles" (*hostile takeovers*) pasaron a ser de uso común. Esa década vería uno de los mayores auges del *private equity*, que culminaría en 1989 con la compra apalancada de RJR Nabisco, operación que reinaría como la mayor compra apalancada durante casi 17 años. Y es que si en 1980, la industria del *private equity* captó aproximadamente 2.400 millones de dólares de compromisos anuales de

³¹ TAYLOR, A.L., "Boom Time in Venture Capital", *Time magazine*, 10 de agosto de 1981. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,954903-3,00.html>.

inversión, hacia el final de la década la cifra llegaría a 21.900 millones de dólares, reflejando el extraordinario crecimiento experimentado³².

A. Comienzo del boom de los LBOs.

El principio del primer periodo de auge del *private equity* quedó marcado por el muy publicitado éxito de la adquisición de Gibson Greetings en 1982, y seguiría adelante a toda máquina durante 1983 y 1984 con un mercado bursátil en fuerte alza que facilitó la realización de desinversiones muy rentables a los inversores en *private equity*.

En efecto, en enero de 1982, el antiguo Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, William E. Simon, Ray Chambers y un grupo de inversores, que más tarde serían conocidos como Wesray Capital Corporation, adquirieron Gibson Greetings, una productora de tarjetas de felicitación. El precio de adquisición fue de 80 millones de dólares, de los que se rumoreó que solamente un millón habría sido aportado por los propios inversores. Hacia mediados de 1983, tan solo dieciséis meses después del acuerdo original, Gibson completó una salida a bolsa por valor de 290 millones de dólares, y Simon ganó aproximadamente 66 millones de dólares³³. Como es lógico, el éxito de la inversión en Gibson Greetings atrajo la atención de los medios generalistas al naciente auge de las compras apalancadas.

Entre 1979 y 1989, se estimó que existieron más de 2.000 compras apalancadas valoradas en más de 250 millones de dólares³⁴. Algunas de las operaciones más notables de este periodo incluyeron: Malone & Hyde (1984), Wometco Enterprises (1984), Beatrice Companies (1985), Sterling Jewelers (1985), Revco Drug Stores (1986), Safeway (1986), Southly Corporation (1987), Walter Industries, Inc. (1987), Blackrock (1988), Federated Department

³² Fuente: THOMSON FINANCIAL'S VENTUREXPERT DATABASE FOR COMMITMENTS. Búsqueda "All Private Equity Funds" (*Venture Capital, Buyout and Mezzanine*).

³³ TAYLOR, A.L., "Buyout Binge", *Time magazine*, 16 de julio de 1984. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,951242,00.html>.

³⁴ OPLER, T. y TITMAN, S., "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs", *Journal of Finance*, 1993.

Stores (1988), Marvel Entertainment (1988), Uniroyal Goodrich Tire Company (1988) y Hospital Corporation of America (1989).

Debido al gran apalancamiento de muchas de las operaciones de la década de los 80, los fracasos en algunas operaciones ocurrirían con regularidad, si bien la promesa de altos rendimientos en operaciones exitosas atraía nuevos y mayores capitales. Con el incremento de la actividad en compras apalancadas y el interés de los inversores, a mediados de los años 80 hubo una gran proliferación de firmas de *private equity*.

Entre las principales firmas creadas en este periodo estuvieron las siguientes: Bain Capital, Chemical Venture Partners, Hellman & Friedman, Hicks & Haas, (posteriormente, Hicks Muse Tate & Furst), The Blackstone Group, Doughty Hanson, BC Partners, y The Carlyle Group.

Además, a medida que el mercado se fue desarrollando, empezaron a aparecer nuevos nichos de especialización en la industria del *private equity*. En 1982 fue fundada Venture Capital Fund of America, la primera firma de *private equity* centrada en la adquisición de participaciones en el mercado secundario en fondos de *private equity* y a continuación, dos años más tarde, fue fundada en 1984, First Reserve Corporation, la primera firma de *private equity* centrada en el sector energético.

B. El venture capital en los años 80.

Los éxitos públicos de la industria del *venture capital* en los años 70 y principios de los 80 (tales como Digital Equipment Corporation, Apple, Genentech) dieron lugar a una gran proliferación de firmas de *venture capital*. De tan solo unas pocas docenas a principios de la década, se pasó a más de 650 a finales de los 80, cada una buscando su siguiente gran éxito. Sin embargo, mientras que el número de firmas se multiplicó, el volumen de capital que estas gestionaban se incrementó solamente en un 11%, de 28.000 millones de dólares a 31.000 millones de dólares durante el transcurso de la década³⁵.

³⁵ POLLACK, A., "Venture Capital Loses Its Vigor", *New York Times*, 8 de octubre de 1989. <http://www.nytimes.com/1989/10/08/business/venture-capital-loses-its-vigor.html>.

El crecimiento de la industria se vio perjudicado por la bajada de las rentabilidades y algunas firmas de *venture capital* empezaron a presentar pérdidas por primera vez.

Además de la creciente competencia entre las firmas, otra serie de factores tuvieron su impacto en las rentabilidades. Así, el mercado de las salidas a bolsa se enfrió a mediados de los ochenta, hasta su desplome con el *crash* bursátil de 1987, y determinadas sociedades extranjeras, en particular de Japón y Corea, inundaron de capital a muchas sociedades de reciente creación y con capacidad de crecimiento (*early stage companies*).

En respuesta al cambio en las condiciones, ciertas sociedades que habían fomentado la creación de sus propias divisiones internas de inversión, tales como General Electric y Paine Webber, bien vendieron o bien cerraron estas unidades de *venture capital*. Además, las unidades de *venture capital* de Chemical Bank (hoy CCMP Capital) y Continental Illinois National Bank (hoy CIVC Partners), entre otras, empezaron a centrar su atención en la realización de inversiones en compañías más maduras en vez de en las compañías con capacidad de crecimiento. Incluso los precursores de la industria, J.H. Whitney & Company y Warburg Pincus comenzaron una transición hacia compras apalancadas e inversiones en capital de crecimiento^{36 37}. Muchas de estas firmas de *venture capital* intentaron no alejarse de su área de experiencia en la industria tecnológica, realizando adquisiciones de sociedades de esa industria que habían alcanzado un cierto nivel de madurez. De este modo, en 1989, J.H. Whitney & Company adquirió Prime Computer en una compra apalancada por valor de 1.300 millones de dólares que desafortunadamente resultó ser una operación desastrosa. En efecto, la inversión de Whitney en Prime acabó

³⁶ KURTZMAN, J., "Prospects; Venture Capital", *New York Times*, 27 de marzo de 1988. <http://www.nytimes.com/1988/03/27/business/prospects-venture-capital.html>.

³⁷ LUECK, T.J., "High Tech's glamour fades for some venture capitalists", *New York Times*, 6 de febrero de 1987. <http://www.nytimes.com/1987/02/06/business/high-tech-s-glamour-fades-for-some-venture-capitalists.html>.

siendo una pérdida casi total, en la que la mayor parte del producto de la liquidación de la sociedad fue pagado a los acreedores sociales³⁸.

Finalmente, conviene señalar que, aunque con un perfil más bajo que el de sus contrapartes dedicadas a las adquisiciones apalancadas, también se crearon importantes nuevas sociedades de *venture capital* durante este periodo, incluyendo Draper Fisher Jurvetson (originalmente Draper Associates) en 1985 y Canaan Partners en 1987, entre otras.

C. Depredadores societarios, adquisiciones hostiles y greenmail.

Las etiquetas de “depredación societaria” y “depredadores societarios” (*corporate raiders*) se aplicaban típicamente por grupos internos de la sociedad adquirida o por los medios de comunicación identificándolas, habitualmente, con una compra apalancada y hostil de una sociedad, que supondría un despojo de los activos de la misma, despidos en masa y otras actividades significativas de reestructuración.

Por ello, los directivos de muchas grandes sociedades cotizadas reaccionaron negativamente ante la amenaza de una adquisición hostil o una depredación societaria, y siguieron medidas drásticas de defensa, incluyendo la introducción de píldoras envenenadas (*poison pills*), blindajes y el incremento del endeudamiento en el balance de la sociedad.

Además, la amenaza de la depredación societaria llevaría a la práctica del chantaje o “*greenmail*”³⁹, sistema por el cual el depredador societario o un tercero adquiriría una participación significativa en el capital de una sociedad y recibiría a continuación el pago de un incentivo (que en efecto constituía un soborno) de la propia compañía para evitar que intentase una adquisición hostil sobre ella. Ahora bien, conviene destacar que, por un lado, la práctica del

³⁸ NORRIS, F., "Market Place; Buyout of Prime Computer Limps Toward Completion", *New York Times*, 12 de agosto de 1992. <http://www.nytimes.com/1992/08/12/business/market-place-buyout-of-prime-computer-limps-toward-completion.html>.

³⁹ El término “*greenmail*” es un juego de palabras que tiene como base el término “*blackmail*”, que significa chantaje en inglés. Se usa el término “*green*” en lugar de “*black*”, seguramente por referencia añadida al color del dólar.

greenmail no se considera generalmente como una táctica de inversores de *private equity*, y, por otro, no es bien vista por los actores del mercado.

Algunos de los más destacados “depredadores societarios” de los años 80 fueron Carl Icahn, Victor Posner, Nelson Peltz, Robert M. Bass, T. Boone Pickens, Harold Clark Simmons, Kirk Kerkorian, Sir James Goldsmith, Saul Steinberg y Asher Edelman.

En este sentido, Carl Icahn desarrolló la fama de ser un depredador societario sin escrúpulos tras su adquisición hostil de la TWA en 1985⁴⁰. Tras la adquisición, Icahn se dedicó sistemáticamente a vender los activos de la TWA para devolver la deuda asumida por él para adquirir la compañía, actitud esta que llegó a ser descrita como un auténtico “despojo de activos”⁴¹.

Por su parte, en 1985 Pickens salió en la portada de la revista *Time* como “uno de los más famosos y controvertidos empresarios de los Estados Unidos” por su persecución de Unocal, Gulf Oil y Cities Services⁴².

Como consecuencia de lo anterior, en los años siguientes, muchos de los “depredadores societarios” serían re-denominados como “accionistas activistas”.

Por otra parte, muchos de los depredadores societarios fueron en algún momento clientes de Michael Milken, cuya firma bancaria de inversiones, Drexel Burnham Lambert, ayudó a captar fondos anónimos (*blind pools*) de capital con los que los depredadores societarios intentaban adquisiciones hostiles de sociedades y facilitaban deuda de alto rendimiento para la financiación de las mismas.

En 1984 Drexel Burnham captó un *blind pool* de 100 millones de dólares para Nelson Peltz y su sociedad Triangle Industries (más tarde Triarc) para dar

⁴⁰ KIVIAT, B., “10 Questions for Carl Icahn”, *Time magazine*, 15 de febrero de 2007. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1590446,00.html>.

⁴¹ GRANT, E., “TWA - Death of a Legend”, *St Louis Magazine*, octubre de 2005. <http://www.stlmag.com/media/St-Louis-Magazine/October-2005/TWA-Death-Of-A-Legend/>

⁴² GREENWALD, J., “High Times for T. Boone Pickens”, *Time magazine*, 4 de marzo de 1985. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,961946,00.html>.

credibilidad a las adquisiciones, lo que constituyó el primer *blind pool* levantado con esta finalidad. Dos años más tarde, en 1986, Wickes Companies, una sociedad *holding* gestionada por Sanford Sigoloff levantó un *blind pool* de 1.200 millones de dólares⁴³.

En 1985 Milken captó 750 millones de dólares para un *blind pool* similar para Ronald Perelman⁴⁴ que en última instancia serviría para que este adquiriese su mayor sociedad *target*: The Revlon Corporation.

Lo cierto es que la adquisición de Revlon fue complicada pues los acercamientos de Perelman fueron rechazados repetidas veces por el consejo y los directivos de la sociedad. Sin embargo, Perelman siguió adelante con su adquisición hostil, elevando su oferta desde un precio inicial de 47,50 dólares por acción hasta 53 dólares por acción. Tras recibir una oferta mayor de un “caballero blanco” (*white knight*⁴⁵), la sociedad de *private equity* Forstmann Little & Company, finalmente, la sociedad de Perelman, Pantry Pride, fue capaz de realizar una oferta que resultó aceptada por Revlon, valorando la sociedad en 2.700 millones de dólares⁴⁶. La adquisición resultó difícil y además obligó a Revlon a soportar una pesada carga de endeudamiento⁴⁷. Por ello, bajo el control de Perelman, Revlon vendió cuatro divisiones: dos de ellas se vendieron por 1.000 millones de dólares, su división de cuidado ocular se vendió por 574 millones de dólares y su división National Health Laboratories fue sacada a bolsa en 1988. Ahora bien, Revlon también realizó adquisiciones,

⁴³ BRUCK, C., *The Predators' Ball: The Inside Story of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders*, Simon and Schuster, Nueva York, 1988, págs. 117 a 118.

⁴⁴ Ya en 1980 Ronald Perelman, hijo de un rico empresario de Filadelfia y futuro “depredador societario” que había realizado varias pequeñas pero exitosas adquisiciones, adquirió MacAndrews & Forbes, un distribuidor de extracto de regaliz y chocolate, que el padre de Perelman había intentado adquirir, sin conseguirlo, diez años antes. A la larga Perelman vendería el negocio principal y emplearía MacAndrews & Forbes como vehículo de inversión para subsiguientes adquisiciones apalancadas, que incluyeron Technicolor, Inc., Pantry Pride y Revlon.

⁴⁵ El *white knight* es aquella persona física o jurídica con recursos financieros suficientes para acudir en ayuda de una sociedad que es objeto de una OPA hostil y hacerse con su control, evitando que caiga en manos del otro oferente.

⁴⁶ STEVENSON, R., "Pantry Pride Control of Revlon Board Seen Near", *New York Times*, 5 de septiembre de 1985.

⁴⁷ HAGEDOM, A., "Possible Revlon Buyout May Be Sign Of a Bigger Perelman Move in Works", *Wall Street Journal*, 9 de marzo de 1987.

incluyendo Max Factor en 1987 y Betrix en 1989 para más tarde venderlas a Procter & Gamble en 1991. Perelman desinvertió la mayoría de su participación en Revlon a través de una OPV en 1996 y subsiguientes ventas de acciones. A 31 de diciembre de 2007 Perelman mantenía aún una participación minoritaria en Revlon.

La verdad es que la toma de control sobre Revlon, debido a lo conocido de su marca, tuvo amplia difusión por parte de los medios y atrajo de nuevo la atención sobre el emergente *boom* de las adquisiciones apalancadas.

Ahora bien, en los años siguientes, Milken y Drexel se irían alejando de algunos de los depredadores societarios más “conocidos” y, dándole un nuevo enfoque, intentarían elevar nuevamente el nivel y el prestigio de la industria del *private equity*.

D. RJR Nabisco y los Bárbaros a las Puertas.

Las compras apalancadas en los años 80, incluyendo la adquisición de Perelman sobre Revlon, vinieron a ser el paradigma del “capitalismo sin escrúpulos” y la “avaricia” que a los ojos del público parecían prevalecer en Wall Street en la época. Una de las mayores adquisiciones de finales de los años 80 resultó ser la más ambiciosa, y no solo marcó el punto más alto de la marea sino que también se convirtió en una señal del principio del final de un auge que había comenzado una década antes. Así, en 1989, KKR cerró la toma de control de RJR Nabisco por un precio de 31.100 millones de dólares. Fue, en ese momento y durante más de 17 años, la mayor compra apalancada de la historia. El hecho fue relatado en el libro *Barbarians at the Gate. The Fall of RJR Nabisco*⁴⁸ y más tarde fue convertido en una película para la televisión, protagonizada por James Garner.

F. Ross Johnson era el Presidente y CEO de RJR Nabisco en el momento de la adquisición y Henry Kravis era *general partner* en KKR.

La compra apalancada ascendía a 25.000 millones de dólares (más asunción de deuda) y la batalla por el control se produjo entre los meses de octubre y

⁴⁸ BURROUGH, B. y HELYAR, J., *op. cit.*

noviembre de 1988. Finalmente, la oferta de KKR de adquirir RJR Nabisco a un precio de 109 dólares por acción sería la vencedora, con un incremento extraordinario respecto del anuncio original de que Shearson Lehman Hutton excluiría a RJR Nabisco de cotización a un precio de 75 dólares por acción. Se sucedió una serie de negociaciones y chalaneos feroces, que enfrentaron a KKR contra Shearson Lehman Hutton y más tarde contra Forstmann Little & Co. Muchos de los principales actores de la escena bancaria de la época, incluyendo Morgan Stanley, Goldman Sachs, Salomon Brothers, y Merrill Lynch se vieron activamente involucrados en el asesoramiento y la financiación de las partes.

En efecto, tras la oferta original de Shearson Lehman, KKR rápidamente realizó una oferta para adquirir RJR Nabisco en 90 dólares por acción –un precio que le permitía proceder sin la aprobación de la dirección de RJR Nabisco-. El equipo directivo de RJR, trabajando junto con Shearson Lehman y Salomon Brothers, realizó una oferta de 112 dólares, cifra que pensaron que les permitiría sobreponerse a cualquier respuesta del equipo de Travis. La oferta final de KKR en 109 dólares por acción, aunque inferior en términos de precio, fue en última instancia aceptada por el consejo de administración de RJR Nabisco. La oferta de KKR estaba garantizada, mientras que la de los directivos (respaldada por Shearson Lehman y Salomon) carecía de cláusula "reset", lo que significaba que el último precio por acción hubiera podido resultar inferior a los 112 dólares declarados. Además, muchos de los miembros del consejo de administración de RJR se habían quedado preocupados con la revelación de la existencia de una cláusula de blindaje de Ross Johnson sin precedentes. Así, la revista *Time* sacó a Ross Johnson en la portada de su edición de diciembre de 1988, con el titular "El Juego de las Avaricias: este hombre podría llevarse 100 millones de dólares en la mayor adquisición corporativa de la historia. ¿Ha llegado demasiado lejos la locura de las adquisiciones?"⁴⁹. La oferta de KKR fue bien recibida por el consejo y, para algunos observadores, pareció que la importancia que se atribuyó a la cláusula de "reset" como motivo de ruptura de las negociaciones era poco más que una

⁴⁹ "Game of Greed", *Time magazine*, 5 de diciembre de 1988. <http://www.time.com/time/magazine/0,9263,7601881205,00.html>.

excusa para privar a Ross Johnson de la cifra mayor de 112 dólares por acción que le habría correspondido. En cualquier caso, F. Ross Johnson no salió mal parado toda vez que recibió 53 millones de dólares en la adquisición.

Con un valor de transacción de 31.100 millones de dólares, la compra de RJR Nabisco fue durante muchos años y con mucha diferencia la mayor compra apalancada de la historia. En efecto, no fue hasta los años 2006 y 2007 cuando se completó una serie de adquisiciones que por primera vez sobrepasaron a la adquisición de RJR Nabisco en términos de valor de adquisición nominal. Pero ajustadas a términos de inflación, ninguna de las compras apalancadas del periodo 2006-2007 sobrepasarían a la de RJR Nabisco. Por desgracia para KKR, el tamaño no significaría éxito, ya que el elevado precio pagado y el volumen de la deuda pesarían sobre el resultado de la inversión.

Es interesante resaltar que dos años antes, en 1987, Jerome Kohlberg, Jr. presentó su dimisión en KKR debido a sus diferencias en cuanto a la estrategia de la sociedad. Kohlberg no era partidario de las adquisiciones más grandes (incluidas las de Beatrice Companies (1985) y Safeway (1986) lo que seguramente más tarde habría incluido la adquisición en 1989 de RJR Nabisco), ni las operaciones con gran nivel de apalancamiento, ni las adquisiciones hostiles que KKR intentaba cada vez con más frecuencia⁵⁰. Las diferencias resultarían finalmente amargas, ya que Kohlberg demandó a Kravis y Roberts por lo que él alegó eran tácticas empresariales indebidas. El caso fue resuelto mediante transacción extrajudicial⁵¹. Desde ese momento, Kohlberg decidió volver a sus raíces, adquiriendo sociedades más pequeñas (básicamente, de tamaño medio) y en 1987 fundó una nueva firma de *private equity*, Kohlberg & Company, junto con su hijo James A. Kohlberg, que en la época era un ejecutivo de KKR. Jerome Kohlberg seguiría realizando

⁵⁰ STERNGLD, J., "Buyout Pioneer Quitting Fray", *New York Times*, 19 de junio de 1987. <http://www.nytimes.com/1987/06/19/business/buyout-pioneer-quitting-fray.html>

⁵¹ BARTLETT, S., "Kohlberg In Dispute Over Firm", *New York Times*, 30 de agosto de 1989. <http://www.nytimes.com/1989/08/30/business/kohlberg-in-dispute-over-firm.html>

inversiones exitosas durante otros siete años más, antes de jubilarse de Kohlberg & Company en 1994 y ceder la firma a su hijo⁵².

A medida que el mercado llegaba a su cúspide en 1988 y 1989, fueron fundadas nuevas firmas de *private equity*, que surgirían como grandes inversoras en los años siguientes, siendo especialmente destacables las siguientes: ABRY Partners, Coller Capital, Landmark Partners, Leonard Green & Partners y Providence Equity Partners.

2.7. La caída de los LBOs (1990-1992).

Hacia el final de los años 80, los excesos del mercado de las adquisiciones empezaban a ser patentes, con la quiebra de varias de las grandes sociedades adquiridas, como por ejemplo, la compra de Federal Department Stores en 1988 por Robert Campeau, la compra en 1986 de las droguerías Revco, Walter Industries, FEB Trucking y Eaton Leonard. Además, la operación RJR Nabisco empezaba a mostrar señales de fatiga, hasta llevar a una recapitalización en 1990 que supuso la aportación de 1.700 millones de dólares de nuevos fondos propios por parte de KKR⁵³. Por otra parte, en respuesta a la amenaza de compras hostiles, determinadas sociedades adoptaron una serie de técnicas, incluidas las píldoras envenenadas (*poison pills*), que permitían protegerlas de este tipo de adquisiciones ya que si efectivamente se llevaba a cabo la adquisición hostil estas técnicas llevaban a la autodestrucción de la compañía con el consiguiente perjuicio del adquirente.

A. La caída de Drexel Burnham Lambert.

El banco de inversión Drexel Burnham Lambert fue el mayor responsable del auge del *private equity* durante los años 80 debido a su liderazgo en la emisión de deuda de alto rendimiento.

Sin embargo, la firma fue sacudida por el escándalo por primera vez el día 12 de mayo de 1986, cuando Dennis Levine, banquero de inversión y consejero

⁵² ANTILLA, S., "Wall Street; A Scion of the L.B.O. Reflects", *New York Times*, 24 de abril de 1994. <http://www.nytimes.com/1994/04/24/business/wall-street-a-scion-of-the-lbo-reflects.html>.

⁵³ WALLACE, A.C., "Nabisco Refinance Plan Set", *The New York Times*, 16 de julio de 1990. <http://www.nytimes.com/1990/07/16/business/nabisco-refinance-plan-set.html>.

delegado de Drexel fue acusado de manejar información privilegiada. Levine se declaró culpable de cuatro delitos, e implicó a uno de sus últimos socios, el *arbitrageur* (especialista en compra y reventa rápida) Ivan Boesky. Sobre la base de la información que Boesky prometió facilitar sobre sus negocios con Milken, la *Securities and Exchange Commission* (“**SEC**”) inició una investigación sobre Drexel el día 17 de noviembre. Dos días más tarde, Rudy Giuliani, el Fiscal General del Distrito Sur de Nueva York, inició su propia investigación⁵⁴.

Durante dos años, Drexel negó con firmeza cualquier infracción, alegando que las querellas y las demandas de la SEC estaban basadas casi exclusivamente en las declaraciones de un criminal confeso que solo buscaba rebajar su propia condena. Sin embargo, no fue suficiente para evitar que la SEC demandase a Drexel en septiembre de 1988 por tráfico de información privilegiada, manipulación de cotizaciones, fraude a sus clientes y “aparcamientos de acciones” o *stock parking* (que no es otra cosa que realizar compras de acciones en beneficio de terceros). Todas las transacciones involucraban a Milken y su departamento. Giuliani empezó a considerar seriamente presentar cargos penales contra Drexel al amparo de lo dispuesto en la potente Ley sobre Organizaciones Corruptas y Mafiosas (*Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act*) (“**RICO**”), aplicando la doctrina según la cual las compañías son responsables de los crímenes de sus empleados.

El riesgo de que se hubiera ejercitado una acción RICO, que hubiera obligado a la firma a presentar una fianza por importe de hasta 1.000 millones de dólares para evitar el embargo de sus bienes, hizo que muchos en Drexel perdieran los nervios. La mayoría del capital de Drexel era prestado, como era habitual en la mayoría de los bancos de inversión, y era ciertamente complicado obtener crédito para sociedades sujetas a una acción RICO. De hecho, el CEO de Drexel, Fred Joseph, manifestó que de haberse ejercido una acción RICO contra Drexel, la compañía habría sobrevivido un mes como mucho⁵⁵.

⁵⁴ STONE, D.G., *April Fools: An Insider's Account of the Rise and Collapse of Drexel Burnham*, Donald I. Fine, Nueva York, 1990.

⁵⁵ STEWART, J.B., *Den of Thieves*, Simon & Schuster, Nueva York, 1991.

Así, minutos antes de presentarse la acción RICO, Drexel llegó a un acuerdo con el gobierno por el que alegaría *nolo contendere* (es decir, que aceptaría sin discusión) seis cargos penales –tres casos de “aparcamiento de acciones” y tres de manipulación de cotizaciones-. Además, aceptó pagar una multa de 650 millones de dólares –en la época, la mayor multa jamás impuesta al amparo de normas sobre mercado de valores-. Milken abandonó la firma tras su propia imputación en el mes de marzo de 1989⁵⁶. En la práctica, Drexel era ya un criminal condenado.

En el mes de abril de 1989, Drexel llegó a un acuerdo con la SEC, comprometiéndose a imponer mayores controles en sus sistemas internos. Más tarde el mismo mes, la firma eliminó 5.000 empleos, mediante el cierre de tres departamentos, incluido el dedicado a la correduría minorista de mercados.

Entre tanto, los mercados de deuda de alto rendimiento habían empezado a cerrarse en 1989, una ralentización que se aceleró hasta 1990. El día 13 de febrero de 1990, tras recibir asesoramiento del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Nicholas F. Brady, de la SEC, de la Bolsa de Nueva York (NYSE) y de la Reserva Federal, Drexel Burnham Lambert declaró oficialmente su insolvencia acogiéndose al procedimiento conocido como *Chapter 11*.

B. S&L y el cierre del mercado de los bonos basura.

Durante los años 80, el auge de las operaciones de *private equity*, especialmente las compras apalancadas, estuvo propulsado por la disponibilidad de financiación, en particular, a través de la deuda de alto rendimiento, también conocida como “bonos basura”.

La caída del mercado de alto rendimiento en 1989 y 1990 supondría el final del auge de las compras apalancadas, llegando a señalar muchos analistas de la época que el mercado de los bonos basura “se había terminado”.

Semejante colapso se debió en gran medida a tres factores:

⁵⁶ New Street Capital Inc., “Company Profile, Information, Business Description, History, Background Information on New Street Capital Inc”. <http://www.referenceforbusiness.com/history2/5/New-Street-Capital-Inc.html>.

- (i) La caída de Drexel Burnham Lambert, el principal emisor de bonos basura.
- (ii) El incremento ciertamente significativo de los *ratios* de morosidad entre las compañías emisoras de bonos basura. La tasa de morosidad histórica de los bonos basura entre 1978 y 1988 fue de aproximadamente el 2,2% de la emisión total. En 1989 la morosidad se incrementó significativamente hasta el 4,3% de un mercado que entonces valía 190.000 millones de dólares, y un 2,6% adicional de las emisiones incumplió en la primera mitad de 1990.

Como consecuencia del mayor riesgo percibido, el diferencial en el rendimiento del mercado de los bonos basura respecto de los bonos del tesoro de los Estados Unidos (el "*spread*") también se incrementó en unos 700 puntos básicos (un 7%). Esto hizo que el coste de la deuda en el mercado de alto rendimiento fuera significativamente más caro de lo que había resultado en el pasado^{57 58}. Así, el mercado se cerró por completo para emisores con calificación más baja.

- (iii) La orden de retirada a las sociedades de ahorros y préstamos (*savings and loans associations* o S&Ls) del mercado del alto rendimiento. En agosto de 1989 el Congreso de los Estados Unidos aprobó la Ley de Reforma de las Instituciones Financieras, Recuperación y Ejecución (*Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act*) de 1989 como respuesta a la crisis de los ahorros y los préstamos de los años 80. Con arreglo a lo dispuesto en la ley, los S&Ls ya no podían invertir en bonos cuya calificación fuera inferior a la de *investment grade* o IG⁵⁹.

⁵⁷ ALTMAN, E.I., "The high yield bond market: a decade of assessment, comparing 1990 with 2000," *NYU Stern School of Business*, 2000. <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/report.pdf>.

⁵⁸ HYLTON, R.D., "Corporate Bond Defaults Up Sharply in '89", *New York Times*, 11 de enero de 1990. <http://www.nytimes.com/1990/01/11/business/corporate-bond-defaults-up-sharply-in-89.html>

⁵⁹ Como sabemos, las agencias de *rating* son empresas independientes que se dedican a analizar la calidad crediticia de los diferentes emisores, basado en un profundo análisis desde lo más general (entorno macroeconómico y sectorial) a lo más particular (estados financieros, estructura de ingresos y gastos, *management*, etc.), calificándolos en diferentes tramos según la agencia.

Además, se ordenó que los S&Ls vendieran sus participaciones en bonos basura no más tarde del final de 1993, lo que generó una enorme oferta de activos de bajo precio, que ayudó a la congelación del mercado de las nuevas emisiones.

En cualquier caso, y a pesar de las condiciones adversas del mercado, varias de las mayores firmas de *private equity* fueron fundadas durante este periodo, incluyendo Apollo Management, Madison Dearborn y TPG Capital.

2.8. El segundo *boom* del *private equity* y los orígenes del *private equity* moderno.

Hacia 1992 y a lo largo de la década de los años 90, la industria del *private equity* experimentaría, una vez más, un auge sensacional, tanto en *venture*

Entre las agencias de mayor prestigio internacional tenemos Moody's, Standard & Poor's y Fitch IBCA, quienes suelen emplear a la hora de calificar nomenclatura similar pero con ciertas peculiaridades.

Los dos grandes grupos generalmente aceptados son "*investment grade*" y "especulativo", según su alta o baja solvencia, con subdivisiones por matizaciones más concretas.

Así, gráficamente se puede ver de la siguiente manera:

	Moody's	S&P	Fitch/IBCA	Definición
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Capacidad de pago extremadamente fuerte
	Aa	AA	AA	Capacidad de pago muy fuerte
	A	A	A	Capacidad de pago fuerte
	Baa	BBB	BBB	Capacidad adecuada , con riesgos en el medio y largo plazo
Especulativo	Ba	BB	BB	Capacidad moderada con riesgo a medio plazo
	B	B	B	Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro
	Caa	CCC	CCC	Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra
	Ca	CC	CC	Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad
	C	C	C	Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra
	D	D	D	Quiebra o suspensión de pagos (<i>default</i>)

Fuente: Megabolsa. <http://www.megabolsa.com/biblioteca/aspectos27.php>

capital como en compras apalancadas, con el nacimiento de firmas de gran renombre que gestionarían fondos mil-millonarios.

En efecto, tras el declive padecido entre 1990 y 1992, la industria del *private equity* se levantó nuevamente y comenzó a incrementar su tamaño, captando aproximadamente 20.800 millones de dólares de compromisos de inversión en 1992, alcanzando una cota máxima en el año 2000 de 305.700 millones de dólares, con un crecimiento superior al de cualquier otra clase de activos.

A. *El resurgir de las adquisiciones apalancadas.*

El *private equity* fue en los años 80 un tema controvertido, frecuentemente asociado a los depredadores societarios, las OPAs y adquisiciones hostiles, el despojo de activos, los despidos, cierres de plantas y beneficios exagerados de los inversores.

Sin embargo, a medida que el *private equity* fue renaciendo en la década de los 90, adquirió un nuevo grado de legitimidad y respetabilidad. Así, si en los años 80 muchas de las adquisiciones realizadas fueron inesperadas e indeseadas, en los años 90 las firmas de *private equity* se centraron en realizar propuestas de adquisición atractivas para accionistas y directivos tal y como reflejó *The Economist* al señalar que “*algunas grandes compañías que en otros tiempos hubieran rechazado una aproximación de las firmas de private equity, están ahora contentas de hacer negocios con ellas*”⁶⁰.

Asimismo, los inversores de *private equity* se centraron cada vez más en el desarrollo a largo plazo de las compañías adquiridas, usando menos apalancamiento en las adquisiciones. En efecto, si en los años 80, el apalancamiento representaba sistemáticamente entre un 85% y un 90% del precio de adquisición de una sociedad, en los años 90 y primera década del siglo XXI los niveles de endeudamiento se situaron entre el 20% y el 40%⁶¹.

⁶⁰ Cfr. nota 16 anterior.

⁶¹ Así, ejemplos de esta evolución en el mercado la podemos encontrar, por un lado, en la adquisición de Safeway por KKR en 1986 que se completó con un 97% de apalancamiento y un 3% de fondos propios aportados por KKR. Sin embargo, la reciente adquisición de TXU por KKR en 2007 se completó con aproximadamente un 19% de fondos propios aportados (8.500 millones de dólares, de una compra total de 45.000 millones).

La compra por H. Lee Partners de Snapple Beverages en 1992, se describe a menudo como la operación que marcó la resurrección de las compras apalancadas tras varios años de parón⁶². Tan solo ocho meses después de adquirir la compañía, Lee sacó Snapple Beverages a bolsa y en 1994, solo dos años después de la compra original, Lee vendió la compañía a Quaker Oats por 1.700 millones de dólares. Se calculó que Lee ganó unos 900 millones de dólares para sí mismo y para sus inversores en la venta. Quaker Oats acabaría vendiendo la sociedad, que funcionó deficientemente bajo la nueva dirección, tres años más tarde y por tan solo 300 millones de dólares a la sociedad Triarc de Nelson Peltz. Como consecuencia de la operación Snapple, Thomas H. Lee, que había comenzado a invertir en *private equity* en 1974, adquirió gran relevancia en la industria del *private equity* y catapultó su sociedad Thomas H. Lee Partners, con sede en Boston, hasta las filas de las mayores firmas de *private equity*.

Fue también durante esta época cuando los mercados de capital empezaron a abrirse de nuevo para las transacciones de *private equity*. Así, durante el periodo 1990-1993, Chemical Bank se estableció como principal prestamista de las firmas de *private equity* bajo los auspicios del innovador banquero de inversión, James B. Lee, Jr. (conocido como Jimmy Lee, pero sin relación alguna con Thomas H. Lee).

Hacia mediados de los 90, y con Jimmy Lee al frente, Chemical se había convertido en el mayor prestamista en la financiación de compras apalancadas. Lee creó un negocio de financiación apalancada sindicado y negocios accesorios de asesoramiento, incluyendo el primer grupo de cobertura de promotores o patrocinadores financieros, que daban cobertura a las firmas de *private equity* de manera muy similar al modo en el que los bancos de inversión habían dado cobertura tradicionalmente a varios sectores industriales^{63 64}.

Además, las firmas de *private equity* tienden cada vez más a realizar inversiones en inmovilizado y a incentivar a los directivos, con la finalidad de crear valor a largo plazo.

⁶² "Thomas H. Lee In Snapple Deal", *The New York Times*, 3 de abril de 1992. <http://www.nytimes.com/1992/04/03/business/company-news-thomas-h-lee-in-snapple-deal.html>

⁶³ "Jimmy Lee's Global Chase", *Business Week*, 14 de abril de 1997. <http://www.businessweek.com/archives/1997/b3522103.arc.htm>.

Al año siguiente, David Bonderman y James Coulter, quienes habían trabajado para Robert M. Bass durante los años 80, completaron la adquisición de Continental Airlines en 1993, a través de su recientemente creada Texas Pacific Group (actualmente TPG Capital). TPG estaba prácticamente sola en su convicción de que existía una oportunidad de inversión en la línea aérea. El plan incluía la incorporación de un nuevo equipo directivo, la mejora de la utilización de las aeronaves y centrar el negocio en rutas rentables. Hacia 1998, TPG había generado una tasa interna de rentabilidad del 55% en su inversión. Al contrario que la adquisición hostil planteada por Carl Icahn sobre TWA en 1985, Bonderman y Texas Pacific Group fueron considerados como salvadores de la compañía, marcando el cambio de tono respecto de los años 80.

De este modo, la compra de Continental Airlines sería uno de los pocos éxitos de la industria del *private equity* en este sector, que ha sufrido varios grandes fracasos, incluidas las quiebras en 2008 de ATA Airlines, Aloha Airlines y Eos Airlines.

Entre las adquisiciones más notables entre mediados y finales de los años 90 incluyeron: Duane Reade (en 1992 y en 1998), Sealy Corporation (1997), KinderCare Learning Centers (1997), J. Crew (1997), Domino's Pizza (1998), Regal Entertainment Group (1998), Oxford Health Plans (1998) y Petco (2000).

Por otra parte, a medida que el mercado de *private equity* fue madurando, también lo hizo su base de inversores. En este sentido, la Asociación Institucional de *Limited Partners* (*Institutional Limited Partners Association* o “**ILPA**”) fue inicialmente fundada como red informal de contacto para inversores *limited partners* en fondos de *private equity* a principios de los 90. Sin embargo, la asociación evolucionaría hasta convertirse en una organización defensora de los inversores en *private equity*, con más de 200 organizaciones adheridas provenientes de diez países. Al final de 2007, los miembros de la ILPA gestionaban activos con un valor superior a los cinco billones de dólares, con

⁶⁴ “Kingpin of the Big-Time Loan”, *New York Times*, 11 de agosto de 1995. <http://www.nytimes.com/1995/08/11/business/kingpin-of-the-big-time-loan.html>

compromisos de inversión en inversiones de *private equity* por importe superior a los 850.000 millones de dólares.

B. El auge del venture capital y la burbuja de internet (1995-2000).

En los años 80, FedEx, Cisco, Genentech, Microsoft, Apple Inc. y Avis fueron capaces de crecer gracias a la financiación proveniente del *private equity*. Sin embargo, hacia finales de los años 80 los rendimientos de las inversiones en *venture capital* eran relativamente bajos, en particular, en comparación con las nacientes compras apalancadas, debido en parte a la competencia existente por nuevas compañías atractivas, un exceso de oferta de salidas a bolsa y la falta de experiencia de muchos gestores de fondos de *venture capital*. Al contrario de lo sucedido en la industria de las adquisiciones apalancadas (cuya captación de fondos creció hasta los 3.000 millones de dólares en 1983), el crecimiento en la industria del *venture capital* fue limitado a lo largo de los años 80 y primera mitad de los 90, incrementando tan solo hasta poco más de 4.000 millones de dólares una década más tarde.

Tras una limpia de gestores de *venture capital*, las firmas más exitosas volvieron a sus trincheras, centrándose cada vez más en la mejora de las operaciones de las compañías de su cartera, más que realizando continuamente nuevas inversiones. Los resultados comenzaron a ser muy atractivos, exitosos y, en última instancia, generarían el auge del *venture capital* de los años 90. De hecho, METRICK, profesor de Wharton, se refiere a los primeros quince años de la industria moderna del *venture capital* (desde 1980 a 1995), como el periodo de “pre-boom”, en anticipación del auge que comenzaría en 1995 y duraría hasta el estallido de la burbuja de internet en el año 2000⁶⁵.

El final de los años 90 fue una época de auge para el *venture capital*, época en la que las firmas de Sy Hill Road en Menlo Park y Silicon Valley se beneficiaron de un enorme incremento en el interés por la naciente internet, y por otras tecnologías informáticas. Las salidas a bolsa de sociedades tecnológicas y de

⁶⁵ METRICK, A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2007, pág. 12.

otras sociedades en crecimiento fueron abundantes, y las firmas de *venture capital* hicieron grandes y muy lucrativas operaciones. Entre las compañías tecnológicas más conocidas con financiación de *venture capital* estaban Amazon.com, America Online, E-bay, Intuit, Macromedia, Netscape, Sun Microsystems y Yahoo!.

2.9. El estallido de la burbuja de internet y el *crash* del *private equity* (años 2000 a 2003).

El desplome del Nasdaq y la caída del sector tecnológico que comenzó en marzo de 2000 sacudió prácticamente a la totalidad de la industria del *venture capital*, al hundirse las valoraciones de compañías tecnológicas de nueva creación (*start-ups*). A lo largo de los siguientes dos años, muchas firmas de *venture capital* se vieron obligadas a provisionar grandes proporciones de sus inversiones, y numerosos fondos se encontraron literalmente “bajo el agua” (“*under water*”) ya que el valor de las inversiones de los fondos era inferior al capital invertido. Los inversores de *venture capital* buscaron reducir el tamaño de los compromisos que habían realizado a los fondos de *venture capital*, y en muchos casos, intentaron descargar sus compromisos vendiéndolos en el mercado secundario por un valor muy inferior al nominal. Hacia mediados de 2003, el mercado del *venture capital* se había hundido hasta aproximadamente la mitad de su capacidad de 2001. Aún así, el informe Money Tree de PricewaterhouseCoopers muestra que la totalidad de las inversiones en *venture capital* se mantuvo estable desde 2003 hasta la segunda mitad de 2005.

Aunque los años post-auge suponían tan solo una pequeña parte del tamaño de las inversiones en *venture capital* alcanzado en 2000, aún así representaban un incremento respecto de los niveles de inversión alcanzados de 1980 a 1995. En términos de porcentaje de producto interior bruto, las inversiones en *venture capital* representaban un 0,058% en 1994, llegaron al tope del 1,087% (casi 19 veces el nivel de 1994) en 2000 y oscilaron del 0,164% al 0,182% entre 2003 y 2004. El resurgir de un ambiente propulsado por internet (gracias a operaciones tales como la compra de Skype por Ebay, la compra de MySpace por the News Corporation's y las muy exitosas salidas a

bolsa de Google.com y Salesforce.com) han ayudado a revitalizar el mercado del *venture capital*. Sin embargo, como porcentaje del mercado total del *private equity*, el *venture capital* aún no ha vuelto a alcanzar su nivel de mediados de los 90, ni mucho menos su nivel culminante del año 2000.

Al mismo tiempo que el sector *venture capital* se hundía, la actividad en el mercado de las compras apalancadas también bajaba significativamente. Las firmas de compras apalancadas habían invertido con fuerza en el sector de las telecomunicaciones de 1996 a 2000, y se beneficiaron del auge que de pronto se apagó en 2001. En ese año, al menos 27 grandes sociedades de telecomunicaciones (con 100 millones de dólares o más de deuda) se declararon formalmente insolventes. Las telecomunicaciones, que constituían una parte importante del sector de los emisores de alto rendimiento, hundieron consigo a todo el mercado de alto rendimiento. Los totales de morosidad corporativa alcanzaron niveles que no se habían visto desde el hundimiento de los mercados en 1990, alcanzando un 6,3% de las emisiones de alto rendimiento en 2000, y un 8,9% de las emisiones en 2001. Según Moody's, la tasa de morosidad en bonos basura alcanzó su máximo del 10,7% en enero de 2002⁶⁶ ⁶⁷. En consecuencia, la actividad de compras apalancadas se paró por completo⁶⁸ ⁶⁹. Los sonados hundimientos de firmas anteriormente tan notorias como WorldCom, Adelphia Communications, Global Crossing y Winstar Communications, entre otras, estuvieron entre los fracasos más notables del mercado. Asimismo, además de la elevada tasa de morosidad, muchos inversores lamentaron las tasas tan bajas de rendimiento que se alcanzaron a través de reestructuraciones o procedimientos de insolvencia.

⁶⁶ BERENSON, A., "Markets & Investing; Junk Bonds Still Have Fans Despite a Dismal Showing in 2001", *New York Times*, 2 de enero de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/01/02/news/markets-investing-junk-bonds-still-have-fans-despite-a-dismal-showing-in-2001.html>

⁶⁷ SMITH, E.R., "Investing; Time to Jump Back into Junk Bonds?", *New York Times*, 1 de septiembre de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/09/01/business/investing-time-to-jump-back-into-junk-bonds.html>

⁶⁸ BERRY, K., "Converging Forces Have Kept Junk Bonds in a Slump", *New York Times*, 9 de julio de 2000. <http://www.nytimes.com/2000/07/09/business/mutual-funds-report-converging-forces-have-kept-junk-bonds-in-a-slump.html>

⁶⁹ ROMERO, S., "Technology & Media; Telecommunications Industry too devastated even for vultures", *New York Times*, 17 de diciembre de 2001. <http://www.nytimes.com/2001/12/17/business/technology-media-telecommunications-industry-too-devastated-even-for-vultures.html>

Entre las más afectadas por el pinchazo de la burbujas de internet y de las telecomunicaciones estuvieron dos de las más grandes y más activas firmas de *private equity* de los años 90: Hicks Muse Tate & Furst, de Tom Hicks, y Forstmann Little & Company de Ted Forstmann. Estas firmas se citaron a menudo como las víctimas más conocidas del *private equity*, al haber invertido con fuerza en sociedades de internet y telecomunicaciones⁷⁰. La reputación y posición de mercado de la sociedad Muse, de Hicks, quedaron dañadas por la pérdida de más de 1.000 millones de dólares en inversiones minoritarias en seis compañías de telecomunicaciones y trece de internet en la cúspide de la burbuja bursátil de los años 90^{71 72 73}. De forma similar, Forstmann sufrió grandes pérdidas en inversiones en McLeodUSA y XO Communications^{74 75}. Tom Hicks dimitió de Hicks Muse a finales de 2004 y Forstmann Little fue incapaz de levantar un nuevo fondo. El Departamento del Tesoro del Estado de Connecticut, demandó a Forstmann Little para conseguir la devolución a dicho Estado de los 96 millones de dólares de inversión que había realizado hasta la fecha, y para anular el compromiso adquirido de aumentar su inversión hasta 200 millones⁷⁶. La lección de humildad propiciada a estos titanes del *private equity* difícilmente habría podido ser pronosticada por los inversores en los años 90, y obligó a los inversores en fondos a investigar a los gestores con más cuidado y ejercer mayor control sobre sus inversiones en acuerdos de *partnerships*.

⁷⁰ ATLAS, R.D., "Even the Smartest Money Can Slip Up", *New York Times*, 30 de diciembre de 2001. <http://www.nytimes.com/2001/12/30/business/even-the-smartest-money-can-slip-up.html>

⁷¹ ATLAS, R.D., "Will He Star Again In a Buyout Revival", *New York Times*, 26 de enero de 2003. <http://www.nytimes.com/2003/01/26/business/will-he-star-again-in-a-buyout-revival.html>

⁷² LAU, D., "Forbes Faces: Thomas O. Hicks", *Forbes*, 23 de abril de 2001. <http://www.forbes.com/2001/04/23/0423faceshicks.html>

⁷³ O'CONNELL, P., "An LBO Giant Goes <<Back to Basics>>", *Business Week*, 13 de noviembre de 2002. http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/nov2002/nf20021113_4262.htm

⁷⁴ SORKIN, A.R., "Business; Will He Be K.O.'d by XO? Forstmann Enters the Ring, Again", *New York Times*, 24 de febrero de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/02/24/business/business-will-he-be-ko-d-by-xo-forstmann-enters-the-ring-again.html>

⁷⁵ SORKIN, A.R., "Defending a Colossal Flop, in His Own Way", *New York Times*, 6 de junio de 2004. <http://www.nytimes.com/2004/06/06/business/defending-a-colossal-flop-in-his-own-way.html>

⁷⁶ "Connecticut Sues Forstmann Little Over Investments", *New York Times*, 26 de febrero de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/02/26/business/connecticut-sues-forstmann-little-over-investments.html>

Las operaciones que se cerraron durante este periodo tendieron a ser más pequeñas y a estar financiadas con menos deuda de alto rendimiento que en otras épocas. Así, las firmas de *private equity* tuvieron que combinar a menudo financiación compuesta por préstamos bancarios y deuda *mezzanine* con mayores aportaciones de fondos propios que lo que hasta entonces se había visto.

Por otra parte, las firmas de *private equity* se beneficiaron de múltiplos de valoración más bajos. En consecuencia, a pesar de la actividad relativamente limitada, los fondos que invirtieron durante las adversas condiciones de mercado, proporcionaron unas tasas de rendimiento atractivas a sus inversores.

Al mismo tiempo, en Europa comenzaron a incrementarse las adquisiciones apalancadas, toda vez que el mercado empezaba a madurar. En 2001, por primera vez, el mercado europeo de adquisiciones fue mayor que el de los Estados Unidos, con 44.000 millones de dólares de valor de operaciones, comparado con tan solo 10.700 millones de operaciones cerradas en los Estados Unidos. Esto fue un reflejo del hecho de que solo seis operaciones de más de 500 millones de dólares fueron completadas en 2001, comparado con las 27 cerradas en el año 2000⁷⁷.

Al tiempo que los inversores buscaban reducir su exposición a los activos de *private equity*, un área de esta industria que estuvo cada vez más activa en esos años fue la del naciente mercado secundario de participaciones en *private equity*. El volumen de operaciones secundarias se incrementó desde las cifras históricas del 2% o 3% de compromisos en *private equity*, hasta un 5% del mercado en los primeros años de la nueva década^{78 79}. Muchas de las mayores instituciones financieras (por ejemplo, Deutsche Bank, Abbey National, UBS AG) vendieron carteras de inversiones directas y carteras de fondos *pay-to-play*

⁷⁷ ALMOND, S., "European LBOs: Breakin' away", *TheDeal.com*, 24 de enero de 2002. <http://pipeline.thedeal.com/tdd/ViewArticle.dl?id=1011110631623>

⁷⁸ VAUGHN, H. y BARRETT, R., "Secondary Private Equity Funds: The Perfect Storm: An Opportunity in Adversity", *Columbia Strategy*, 2003.

⁷⁹ ROSSA, J. y WHITE, C., *Dow Jones Private Equity Analyst Guide to the Secondary Market*, Dow Jones company, 2007.

que típicamente se usaron como puerta de entrada hacia lucrativas transacciones de financiación apalancada y fusiones y adquisiciones pero que habían generado cientos de millones de dólares de pérdidas. Algunas de las más conocidas instituciones financieras que completaron transacciones secundarias declaradas públicamente durante este periodo fueron las siguientes: Chase Capital Partners (2000), National Westminster Bank (2000), UBS AG (2003), Deutsche Bank (MidOcean Partners) (2003) Abbey National (2004) y Bank One (2004).

2.10. El tercer *boom* y la era dorada del *private equity* (2003-2007).

Entre los años 2002 y 2003 el sector del *private equity* fue recuperándose de (i) las grandes pérdidas en compañías de telecomunicaciones y tecnología y (ii) de la seria constricción de los mercados de crédito. Así, según fue avanzando 2003, el *private equity* comenzó un resurgir que duraría cinco años y que en última instancia supondría el cierre de 13 de las 15 mayores adquisiciones apalancadas de la historia, niveles de actividad inversora y compromisos de inversión sin precedentes, y una gran expansión y maduración de las principales firmas de *private equity*.

El efecto combinado del descenso en los tipos de interés, la relajación de los requisitos en la concesión de préstamos y la introducción de cambios normativos aplicables a sociedades cotizadas permitiría la llegada del mayor auge nunca visto por la industria del *private equity*.

Por otra parte, la legislación Sarbanes Oxley, oficialmente conocida como la “Ley para la Reforma Contable y Protección de los Inversores de Sociedades Cotizadas”, aprobada en 2002 tras los escándalos corporativos de Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Peregrine Systems y Global Crossing, entre otras, crearía un nuevo régimen de normas y reglas para sociedades cotizadas. Además de centrar la atención en los rendimientos a corto, en lugar de la creación de valor a largo plazo, muchos ejecutivos de sociedades cotizadas lamentaron el incremento de costes y de burocracia que supuso el cumplimiento con la normativa Sarbanes-Oxley.

Por ello, por primera vez, muchas grandes sociedades contemplaron la posibilidad de ser propiedad de fondos de *private equity* como alternativa más interesante que permanecer cotizadas en mercados de valores.

Sin embargo, la normativa Sarbanes-Oxley tendría el efecto contrario en la industria del *venture capital*. El incremento en los costes regulatorios hacía casi imposible para los inversores en *venture capital* sacar compañías jóvenes a los mercados de valores, y redujo drásticamente las oportunidades de desinversión mediante salidas a bolsa. En cambio, los inversores en *venture capital* se vieron forzados, cada vez con más frecuencia, a depender de la venta a compradores estratégicos para conseguir la rentabilización de sus inversiones⁸⁰.

Los tipos de interés, que comenzaron una serie de importantes descensos en 2002, redujeron el coste de la financiación e incrementaron para las firmas de *private equity* la oportunidad de financiar grandes adquisiciones. Los tipos de interés más bajos animarían a los inversores a volver a los adormecidos mercados de deuda de alto rendimiento y de préstamos apalancados, lo que hizo que hubiera más financiación disponible para las compras apalancadas. Además, las inversiones alternativas también pasaron a ser cada vez más importantes, en la medida en la que los inversores se centraron en buscar altas rentabilidades a pesar de los incrementos en el riesgo. Esta búsqueda de inversiones más rentables alimentaría la creación de fondos mayores y, a su vez, la realización de operaciones mucho más grandes de lo que nunca se hubieran imaginado y que, sin embargo, se convirtieron en realidad.

Algunas de estas adquisiciones se cerraron en 2001 y principios de 2002, en particular en Europa, en donde había mayor disponibilidad de financiación. En 2001, por ejemplo, BT Group acordó la venta de su negocio de directorios de páginas amarillas internacional (Yell Group) a Apax Partners y Hicks, Muse, Tate & Furst por 2.140 millones de libras esterlinas (aproximadamente 3.500 millones de dólares de la época), lo que lo hacía entonces la mayor compra apalancada no-corporativa en la historia de Europa. Yell más tarde adquirió al

⁸⁰ ANDERSON, J., "Sharply Divided Reactions to Report on U.S. Markets", *New York Times*, 1 de diciembre de 2006. http://www.nytimes.com/2006/12/01/business/01regs.html?_r=1

publicador de directorios de los Estados Unidos por unos 600 millones de dólares, y salió a cotización en el FTSE londinense en el año 2003.

A. *El resurgir de las grandes adquisiciones.*

Ejemplificadas en la compra en dos etapas de Dex Media a finales de 2002 y 2003, las grandes adquisiciones mil-millonarias en los Estados Unidos tenían nuevamente a su disposición una gran cantidad de financiación de alto rendimiento y, en consecuencia, se abría la posibilidad de cerrar operaciones de mayor tamaño que antes.

En efecto, The Carlyle Group, Welsh, Carson, Anderson & Stowe, junto con otros inversores particulares, lideraron la compra de QwestDex en 7.500 millones de dólares. La operación fue la tercera adquisición corporativa de mayor tamaño desde 1989. La adquisición de QwestDex se desarrolló en dos etapas: la compra por 2.750 millones de dólares de los activos constitutivos de Dex Media East en noviembre de 2002, y la compra por 4.300 millones de dólares de los activos conocidos como Dex Media West en 2003⁸¹.

Poco tiempo después de la operación de Dex Media, otras grandes adquisiciones se cerrarían, reflejando que el resurgir del *private equity* se encontraba de camino.

Así, otras adquisiciones de relumbrón incluyeron la compra de Burger King (por Bain Capital), Jefferson Smurfit (por Madison Dearborn), Houghton Mifflin^{82 83} (por Bain Capital, The Blackstone Group y Thomas H. Lee Partners) y TRW Automotive (por The Blackstone Group).

⁸¹ Posteriormente, en 2006, R.H. Donnelley Corporation adquiriría Dex Media.

⁸² KAPNER, S. y SORKIN, A.R., "Market Place; Vivendi Is Said To Be Near Sale Of Houghton" *New York Times*, 31 de octubre de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/10/31/business/market-place-vivendi-is-said-to-be-near-sale-of-houghton.html>

⁸³ "Company News; Vivendi Finishes Sale of Houghton Mifflin to Investors", *New York Times*, 1 de enero de 2003. <http://www.nytimes.com/2003/01/01/business/company-news-vivendi-finishes-sale-of-houghton-mifflin-to-investors.html>

En 2006 USA Today informó sobre estas adquisiciones, *a posteriori*, destacando el renacimiento del *private equity* de la siguiente manera⁸⁴:

“LBOs are back, only they've rebranded themselves private equity and vow a happier ending. The firms say this time it's completely different. Instead of buying companies and dismantling them, as was their rap in the '80s, private equity firms... squeeze more profit out of underperforming companies.

But whether today's private equity firms are simply a regurgitation of their counterparts in the 1980s... or a kinder, gentler version, one thing remains clear: private equity is now enjoying a <<Golden Age>>. And with returns that triple the S&P 500, it's no wonder they are challenging the public markets for supremacy”.

En 2004 y 2005, las grandes adquisiciones volvieron a ser habituales y los observadores de los mercados estaban asombrados por los niveles de apalancamiento y las condiciones de financiación conseguidas por los patrocinadores financieros en sus operaciones. Algunas de las adquisiciones más destacadas de este periodo fueron las siguientes: Dollarama (2004), Toys "R" Us (2004), The Hertz Corporation (2005), Metro-Goldwyn-Mayer (2005) y SunGard (2005).

B. La era de las mega-adquisiciones.

Según acababa el año 2005 y comenzaba el 2006, los récords de “adquisición más grande” se fueron fijando y sobrepasando varias veces, de manera que nueve de las diez adquisiciones más grandes nunca hechas fueron anunciadas a finales de 2007 en una ventana temporal de 18 meses que abarcó desde principios de 2006 hasta mediados de 2007.

Además, el auge de las adquisiciones no se limitó a Estados Unidos, dado que los países desarrollados de Europa y de la zona de Asia-Pacífico también vieron alcanzados sus propios récords. En 2006, las firmas de *private equity*

⁸⁴ KRANTZ, M., “Private equity firms spin off cash”, *USA Today*, 16 de marzo de 2006. http://www.usatoday.com/money/companies/2006-03-16-private-equity-usat_x.htm

adquirieron 654 compañías de los Estados Unidos por un valor de 357.000 millones de dólares, lo que representaba 18 veces el nivel de las transacciones cerradas en 2003⁸⁵.

Asimismo, las firmas de *private equity* con sede en Estados Unidos levantaron 215.400 millones en compromisos de inversión para 322 fondos, sobrepasando el récord anterior, del año 2000, en un 22%, y representando además un 33% más que el total de captación de fondos en 2005. Sin embargo, los fondos de *venture capital*, que fueron responsables de buena parte del volumen de captación de fondos en 2000 (en la cúspide de la burbuja punto-com), levantaron solamente 25.100 millones en 2006, una reducción de un 2% respecto de 2005, y una reducción significativa desde su momento más alto. El año siguiente, a pesar del inicio de las turbulencias en los mercados de crédito durante el verano, vio otro récord en el levantamiento de fondos, con 302.000 millones de compromisos de inversión hacia 415 fondos.

Entre las mayores adquisiciones de ese periodo estuvieron las siguientes: Georgia-Pacific Corp. (2005), Albertson's (2006), Equity Office Properties (2006), Freescale Semiconductor (2006), GMAC (2006), HCA (2006), Kinder Morgan (2006), Harrah's Entertainment (2006), TDC A/S (2006), Sabre Holdings (2006), Travelport (2006), Alliance Boots (2007), Biomet (2007), Chrysler (2007), First Data (2007) y TXU (2007).

C. *Private equities* cotizados.

Aunque en el pasado habían existido algunos casos de vehículos de *private equity* cotizados en bolsa, la convergencia de *private equity* y los mercados de valores atrajo mucha más atención cuando varias de las mayores firmas de *private equity* salieron a cotizar. Sacar a bolsa a firmas y fondos de *private equity* parecía un movimiento inusual, dado que las firmas de *private equity* a menudo compraban sociedades cotizadas en mercados secundarios y las excluían de cotización.

⁸⁵ SAMUELSON, R.J., "The Private Equity Boom", *The Washington Post*, 15 de marzo de 2007. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/03/14/AR2007031402177.html>

Por otra parte, las firmas de *private equity* rara vez están sujetas a los requisitos de información periódica propios de los mercados de valores y suelen resaltar esta independencia a los posibles vendedores como una ventaja esencial de dejar de estar cotizados.

Aún así, fueron fundamentalmente dos las opciones diferentes que las firmas de *private equity* utilizaron en los mercados secundarios. Estas opciones suponían la salida a cotización de bien:

- (i) Un fondo de *private equity* o vehículo de inversión similar, que permitía acceder a carteras de inversión en *private equity* a inversores que, normalmente, no serían capaces de invertir en un *limited partnership* tradicional de *private equity*.

Así, en mayo de 2006, KKR levantó 5.000 millones de dólares en la salida a cotización de un nuevo vehículo permanente de inversión (KKR *Private equity Investors* o KPE), sacándolo a cotización en el mercado Euronext exchange en Amsterdam (ENXTAM: código KPE). KKR levantó más de tres veces lo que había previsto en un principio, dado que muchos de los inversores en KPE eran *hedge funds* que buscaban invertir en *private equity* pero no podían asumir los compromisos a largo plazo de los fondos de *private equity*. Dado que el *private equity* había tenido un buen crecimiento en los años anteriores, la idea de invertir en un fondo de KKR parecía atractiva a determinados inversores⁸⁶. Sin embargo, el comportamiento de KPE en su primer día de cotización fue desalentador y carente de brillo, con una pérdida del 1,7% y con un volumen de negociación limitado⁸⁷.

En un inicio, otra serie de firmas de *private equity* habían planeado seguir la iniciativa de KKR, pero aparcaron sus planes cuando el comportamiento de KPE siguió fallando después de su salida a bolsa. Las

⁸⁶ TIMMONS, H., "Opening Private Equity's Door, at Least a Crack, to Public Investors", *New York Times*, 4 de mayo de 2006. <http://www.nytimes.com/2006/05/04/business/worldbusiness/04place.html>

⁸⁷ TIMMONS, H., "Private Equity Goes Public for \$5 Billion. Its Investors Ask, 'What's Next?'", *New York Times*, 10 de noviembre de 2006. <http://www.nytimes.com/2006/11/10/business/10private.html>.

acciones de KPE cayeron desde un precio inicial de cotización de 25 euros por acción a 18,16 euros por acción (una caída del 27%) y un mínimo de 11,45 euros por acción (una caída del 54,2%) en el primer trimestre de 2008⁸⁸.

- (ii) Una firma de *private equity* (la sociedad gestora), lo que daba a los accionistas una oportunidad de acceder a los honorarios de gestión (*management fees*) y participación en beneficios (*carried interest*) que cobraban los profesionales de las inversiones y los gestores de las firmas de *private equity*. El ejemplo más destacado de semejante salida a cotización fue completada por The Blackstone Group en 2007.

Así, el día 22 de marzo de 2007, The Blackstone Group presentó la correspondiente solicitud a la SEC para captar 4.000 millones de dólares en una oferta pública de venta. El día 21 de junio, Blackstone entregó un 12,3% de su capital a cambio de 4.130 millones de dólares, en la mayor OPV de los Estados Unidos desde 2002. Cotizando en la Bolsa de Nueva York bajo el símbolo "ticker" BX, salió con un precio de 31 dólares por acción el día 22 de junio de 2007^{89 90}.

Menos de dos semanas después de la OPV de The Blackstone Group, su rival KKR presentó su solicitud a la SEC en julio de 2007 para levantar 1.250 millones de dólares por la venta de una participación en su sociedad gestora⁹¹. Sin embargo, el inicio de la crisis del crédito (*credit crunch*) y el cierre del mercado de las OPVs enfrió la posibilidad de obtener una valoración que pudiera resultar atractiva para KKR, y la salida a bolsa se fue aplazando repetidamente.

⁸⁸ ANDERSON, J., "Where Private Equity Goes, Hedge Funds May Follow", *New York Times*, 23 de junio de 2006. <http://www.nytimes.com/2006/06/23/business/23insider.html>

⁸⁹ SORKIN, A.R. y DE LA MERCED, M.J., "News Analysis Behind the Veil at Blackstone? Probably Another Veil", *New York Times*, 19 de marzo de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/03/19/business/19blackstone.html>

⁹⁰ ANDERSON, J., "Blackstone Founders Prepare to Count Their Billions", *New York Times*, 12 de junio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/06/12/business/12blackstone.html>

⁹¹ ANDERSON, J. y DE LA MERCED, M.J., "Kohlberg Kravis Plans to Go Public", *New York Times*, 4 de julio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/07/04/business/04kkr.html>

Entre tanto, otros inversores de *private equity* buscaban rentabilizar una parte del valor que tenían encerrado en sus firmas. En septiembre de 2007, The Carlyle Group vendió una participación del 7,5% de su sociedad gestora a Mubadala Development Company, propiedad de la Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), por 1.350 millones de dólares, lo que suponía valorar Carlyle en aproximadamente 20.000 millones de dólares⁹². Del mismo modo, en enero de 2008, Silver Lake Partners vendió una participación del 9,9% en su sociedad gestora al Sistema Público de Jubilación de Empleados de California (*California Public Employees' Retirement System* –“**CalPERS**”) por 275 millones de dólares⁹³.

Además, Apollo Management⁹⁴ completó una colocación privada de acciones de su sociedad gestora en julio de 2007. Al llevar a cabo una colocación privada en lugar de una oferta pública de venta, Apollo lograría evitar buena parte del escrutinio público aplicado a Blackstone y KKR^{95 96}. Eso sí, en abril de 2008, Apollo presentó ante la SEC la solicitud pertinente para permitir a algunos de los titulares de sus acciones no cotizadas, transmitir las en la Bolsa de Nueva York⁹⁷.

Históricamente, en los Estados Unidos, había existido un grupo de firmas de *private equity* cotizadas que estaban registradas como compañías de desarrollo de negocio (*business development companies* – “**BDCs**”-), con arreglo a lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Inversión de 1940.

⁹² SORKIN, A.R., "Carlyle to Sell Stake to a Mideast Government", *New York Times*, 21 de septiembre de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/09/21/business/worldbusiness/21carlyle.html>

⁹³ SORKIN, A.R., "California Pension Fund Expected to Take Big Stake in Silver Lake, at \$275 Million", *New York Times*, 9 de enero de 2008. <http://www.nytimes.com/2008/01/09/business/09deal.html>

⁹⁴ En abril de 2004, Apollo había levantado 930 millones de dólares para la compra de una compañía de desarrollo cotizada, Apollo Investment Corporation (NASDAQ: AINV), para invertir en compañías de tamaño medio (*middle market*) a modo de deuda *mezzanine* y préstamos *senior* garantizados, así como para realizar inversiones directas en el capital de compañías.

⁹⁵ SORKIN, A.R. y DE LA MERCED, M.J., "Buyout Firm Said to Seek a Private Market Offering", *New York Times*, 18 de julio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/07/18/business/18place.html>

⁹⁶ SORKIN, A.R., "Equity Firm Is Seen Ready to Sell a Stake to Investors", *New York Times*, 5 de abril de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/04/05/business/05deal.html>

⁹⁷ DE LA MERCED, M.J., "Apollo Struggles to Keep Debt From Sinking Linens 'n Things", *New York Times*, 14 de abril de 2008. <http://www.nytimes.com/2008/04/14/business/14apollo.html>

Normalmente, las BDCs están estructuradas de manera similar a los fondos de inversión inmobiliaria (también conocidos en el mercado como “REITs”) en cuanto que la estructura BDC reduce o elimina el Impuesto sobre Sociedades. A cambio, los REITs tienen la obligación de distribuir un 90% de sus ingresos, que puede estar sujeto a tributación en sede de los inversores. A finales de 2007, entre las mayores BDCs (por capitalización bursátil, y excluyendo a Apollo Investment Corp., a la que nos hemos referido antes) se encontraban: American Capital Strategies (NASDAQ: ACAS), Allied Capital Corp. (NASDAQ: ALD), Ares Capital Corporation (NASDAQ: ARCC), Gladstone Investment Corp. (NASDAQ: GAIN) y Kohlberg Capital Corp. (NASDAQ: KCAP).

D. El mercado secundario y la evolución de los activos de private equity.

Como consecuencia del colapso de los mercados de valores en el año 2000, muchos inversores de *private equity* buscaron una vía de salida anticipada de sus compromisos pendientes⁹⁸. El incremento en la actividad en el mercado secundario (es decir, el de los *secondary buyouts*), que hasta entonces había sido una parte relativamente pequeña de la industria del *private equity*, supuso la llegada de nuevos inversores a este mercado, si bien el mercado seguía estando caracterizado por una liquidez limitada, precios con grandes rebajas y fondos de *private equity* negociando con descuentos muy importantes respecto de su valor razonable.

Entre los años 2004 y 2007, el mercado secundario se transformó en un mercado más eficiente, en el que los activos, por primera vez, se negociaban a su valor razonable o por encima de este, y la liquidez se incrementó significativamente. Durante esos años, el mercado secundario pasó de ser una categoría muy específica en la que la mayoría de los vendedores vendían por obligación o necesidad, a un mercado activo con abundante oferta de activos y numerosos participantes.

Así, hacia 2006 la gestión activa de carteras se había convertido en algo mucho más corriente en un mercado secundario cada vez más desarrollado y

⁹⁸ CORTESE, A., "Business; Private Traders See Gold in Venture Capital Ruins", *New York Times*, 15 de abril de 2001. <http://www.nytimes.com/2001/04/15/business/business-private-traders-see-gold-in-venture-capital-ruins.html>

un número creciente de inversores comenzaba a realizar ventas secundarias para reequilibrar sus carteras de *private equity*. La continuada evolución del mercado secundario reflejaba la maduración y la evolución de la industria del *private equity* en su conjunto.

Entre las más destacadas operaciones secundarias que fueron hechas públicas (se estima que más de las dos terceras partes de las operaciones secundarias no se hacen nunca públicas) estuvieron las siguientes: CalPERS (2008), Ohio Bureau of Workers' Compensation (2007), MetLife (2007), Bank of America (2006 y 2007), Mellon Financial Corporation (2006), American Capital Strategies (2006), JPMorgan Chase, Temasek Holdings, Dresdner Bank y Dayton Power & Light.

2.11. El *credit crunch* y la industria del *private equity* post-moderna (2007–2012)

En julio de 2007 la agitación que había venido afectando a los mercados hipotecarios se traspasó a los mercados de la financiación apalancada y de deuda de alto rendimiento⁹⁹ ¹⁰⁰. Los mercados habían sido muy robustos durante los primeros seis meses de 2007, con la creación de productos muy favorables a los emisores, incluyendo las PIK y PIK Toggle (en las que el interés es pagadero en especie – *payable in kind*) y la abundancia de deuda ligera de *covenants* para financiar grandes operaciones apalancadas. Los meses de julio y agosto vieron una desaceleración notable en los niveles de las emisiones en los mercados del alto rendimiento y los préstamos apalancados, con tan solo unos pocos emisores accediendo al mercado. Las condiciones inciertas de los mercados provocaron una ampliación de los *spreads* de intereses, que se juntó con la clásica ralentización veraniega, lo que llevó a muchas compañías y bancos de inversión a parar sus planes de emisión de deuda hasta el otoño.

⁹⁹ SORKIN, A.R. y DE LA MERCED, M.J., "Private Equity Investors Hint at Cool Down", *New York Times*, 26 de junio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/06/26/business/26place.html>

¹⁰⁰ SORKIN, A.R., "Sorting Through the Buyout Freezeout", *New York Times*, 12 de agosto de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/08/12/business/yourmoney/12deal.html>

Sin embargo, el esperado rebote de los mercados después del *Labor Day* de 2007 no se materializó, y la falta de confianza de los mercados impidió que se pudiera poner valor a las operaciones. Hacia el final de septiembre, se puso de manifiesto el alcance real de la situación crediticia, al tiempo que algunos de los mayores prestamistas incluyendo Citigroup y UBS AG hicieron públicas enormes provisiones debido a sus pérdidas en préstamos. Los mercados de financiación apalancada se pararon casi por completo. Como consecuencia del repentino cambio en el mercado, los compradores empezaron a retirarse de las operaciones o a renegociar las que se habían completado en la cúspide del mercado, pudiéndose destacar las operaciones que tuvieron relación con las siguientes empresas: Harman International (anunciada y retirada en 2007), Sallie Mae (anunciada en 2007 pero retirada en 2008), Clear Channel Communications (2007) y BCE (2007).

Además, el *credit crunch* ha llevado a las firmas de adquisiciones a intentar un nuevo tipo de operaciones para emplear sus enormes fondos de inversiones. Estas operaciones han incluido las Inversiones Privadas en Acciones Públicas (*Private Investment in Public Equity* –“PIPE”-) así como compras de deuda en transacciones existentes de compras apalancadas.

En este sentido, algunas de las operaciones más significativas ejecutadas en lo más hondo del *credit crunch* incluyen la adquisición, por Apollo Management de la Cartera de Préstamos de Citigroup (2008) y la inversión PIPE de TPG Capital en Washington Mutual (2008).

Pues bien, para comprender cómo hemos llegado hasta esta situación, se ha de entender previamente la crisis económico financiera iniciada en 2008 y cuyas consecuencias aún estamos pagando.

Lo cierto es que esta crisis se explica muy claramente en la enciclopedia libre conocida como Wikipedia en un artículo titulado “Crisis financiera de 2008” y que, entre otras cosas, señala lo siguiente¹⁰¹:

¹⁰¹ Vid. http://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_financiera_de_2008. Por otra parte, para un estudio en más profundidad véase: BELLAMY FOSTER, J. y MAGDOFF, F., *The Great Financial Crisis. Causes and Consequences*, Monthly Review Press, Nueva York, 2009; COOPER, G., *The origin of financial crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Vintage

“La crisis financiera de 2008 se desató de manera directa debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos en el año 2006, que provocó aproximadamente en octubre de 2007 la llamada crisis de las hipotecas subprime. Las repercusiones de la crisis hipotecaria comenzaron a manifestarse de manera extremadamente grave desde inicios de 2008, contagiándose primero al sistema financiero estadounidense, y después al internacional, teniendo como consecuencia una profunda crisis de liquidez, y causando, indirectamente, otros fenómenos económicos, como una crisis alimentaria global, diferentes derrumbes bursátiles (como la crisis bursátil de enero de 2008 y la crisis bursátil mundial de octubre de 2008) y, en conjunto, una crisis económica a escala internacional”.

Asimismo, el mencionado artículo describe la evolución de la misma hasta el año 2010 distinguiendo los siguientes acontecimientos que resumimos:

- (i) Los inicios: *“las posibilidades de una crisis financiera muy grave la había advertido ya Raghuram Rajan en 2005, en una publicación presentada con motivo de un homenaje a Greenspan.*

<<El estallido de la crisis financiera de 2008 puede fijarse oficialmente en agosto de 2007. Fue cuando los bancos centrales tuvieron que intervenir para proporcionar liquidez>>, según George Soros. Ciertamente es que los inicios de la crisis datan de mediados del año 2007, con los primeros síntomas de las dificultades originadas por las hipotecas subprime. A fines de 2007 los mercados de valores de Estados Unidos comenzaron una precipitada caída, que se acentuó gravemente en el comienzo del 2008. La confluencia de otros eventos de particular nocividad para la economía estadounidense (subida de los precios del petróleo, aumento de la inflación, estancamiento del crédito), exageraron el pesimismo global sobre el futuro económico estadounidense, hasta el punto de que la Bolsa de Valores de Nueva York sucumbía diariamente a <<rumores>>

Books, Nueva York, 2008. GARCÍA MONTALVO, J., *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado*, Antoni Bosch, Barcelona, 2008; y TORRERO MAÑAS, A., *La crisis financiera internacional y económica española*, Encuentro, Madrid, 2008.

financieros. Muchos opinan que esto fue lo que precipitó la abrupta caída del banco de inversión Bear Stearns, que previamente no mostraba particulares signos de debilidad. Sin embargo, en marzo del 2008, en cuestión de días fue liquidado en el mercado abierto y posteriormente en un acto sin precedentes, la Reserva Federal maniobró un <<rescate>> de la entidad, la cual terminó siendo vendida a precio de saldo a JP Morgan Chase.

Rápidamente, el impacto de las hipotecas de crisis provocó repercusiones más allá de los Estados Unidos. Los bancos de inversión sufrieron pérdidas en todo el mundo. Las empresas empezaron a negarse a comprar bonos por valor de miles de millones de dólares, a causa de las condiciones del mercado. El Banco Federal los Estados Unidos y el Banco Central Europeo trataron de reforzar los mercados con dinero, inyectando fondos disponibles a los bancos (préstamos en condiciones más favorables). Las tasas de interés también fueron cortadas, en un esfuerzo para alentar a los préstamos. Sin embargo, a corto plazo las ayudas no resolvieron la crisis de liquidez (falta de dinero disponible para los bancos), ya que los bancos seguían desconfiando, por lo que se negaron a otorgar préstamos unos a otros. Los mercados de crédito se volvieron inmóviles pues los bancos fueron reacios a prestarse dinero entre ellos, al no saber cuantos malos préstamos podrían tener sus competidores. La falta de crédito a los bancos, empresas y particulares acarrea la amenaza de recesión, la pérdida de empleos, quiebras y por lo tanto un aumento en el costo de la vida. En el Reino Unido, el banco Northern Rock pidió un préstamo de emergencia para mantenerse, lo que impulsó a un <<run>> en el banco. 2000 millones de libras fueron retiradas por clientes preocupados. El banco se nacionalizó más tarde. En los Estados Unidos, el banco Bear Stearns casi colapsó, lo que llevó a una crisis de confianza en el sector financiero y el fin de los bancos especializadas únicamente en la inversión”.

- (ii) El pánico bursátil: “tras un respiro primaveral, los mercados bursátiles de Estados Unidos volvieron a una extrema debilidad, entrando oficialmente en caídas superiores al 20% en junio, lo cual se considera un mercado en

retroceso extendido (<<bear market>>). Esto volvió a ser motivado por malas noticias en el sector financiero, con las primeras declaraciones de bancarrota, incluyendo la caída del banco IndyMac, la segunda quiebra más grande en términos de dólares en la historia del país, con el riesgo latente que otros bancos regionales también pudiesen terminar igual por la crisis.

La crisis tomó dimensiones aún más peligrosas para la economía de Estados Unidos cuando las dos sociedades hipotecarias más grandes del país, Freddie Mac y Fannie Mae, que reúnen la mitad del mercado de hipotecas sobre viviendas, comenzaron a ver sus acciones atacadas por los especuladores bajistas, a tal punto que a principios de julio, el gobierno de Estados Unidos y la Reserva Federal nuevamente tuvieron que anunciar un rescate para esas entidades financieras. Tal decisión creó consternación en varios sectores liberales, que adujeron que tales rescates solo empeorarían a largo plazo las prácticas éticas de los inversionistas, fomentando con dinero público la temeridad. Durante ese periodo, la FED, así como otros bancos centrales, continuaron inyectando liquidez al mercado, por valor de cientos de miles de millones de dólares, euros o libras esterlinas.

El 15 de septiembre, el banco de inversión Lehman Brothers pidió protección crediticia ante la ley, declarándose oficialmente en bancarrota. Mientras tanto, el banco de inversión Merrill Lynch fue adquirido por Bank of América, a mitad de su valor real. Los candidatos presidenciales de Estados Unidos en ambos partidos y la prensa comenzaron a catalogar la situación de <<pánico financiero>>, <<crisis económica en el país>> y de <<colapso>>”.

- (iii) La extensión de la crisis a la economía: “las economías de todo el mundo se ven afectadas por la carencia de crédito. Ciertos gobiernos nacionalizan los bancos, como en Islandia y Francia. Los bancos centrales en los Estados Unidos, Canadá y algunas partes de Europa toman la coordinación sin precedentes de un recorte de medio punto porcentual de los tipos de interés en un esfuerzo para aliviar la crisis.

Las acciones han subido y bajado con noticias de los fracasos, las adquisiciones y de rescates. En parte, esto refleja la confianza de los inversores en el sistema bancario. Si bien las acciones bancarias han sido golpeadas por deudas dudosas, los minoristas se han visto afectados ya que la confianza de los consumidores se ha desvanecido por la caída de los precios de la vivienda.

El dólar estadounidense sufrió un proceso constante de depreciación y el déficit comercial continuó batiendo récords. La ventaja exportadora por un dólar débil fue completamente anulada en el intercambio comercial por el alza de los precios del petróleo, del cual Estados Unidos importa el 50%. Millones de familias comenzaron a perder sus hogares, e instituciones como General Motors, Ford, Chrysler y muchas aerolíneas empezaron a tener serias dificultades. Los índices de confianza del consumidor se situaron en sus más bajos niveles históricos (algunos datan de los años 50), y se produjo un alza del desempleo en Estados Unidos y otros países desarrollados”.

- (iv) El año 2009: en marzo de 2009, los mercados bursátiles y de bonos habían repuntado un poco. Además, se había aliviado la presión sobre algunas firmas financieras de Estados Unidos.

El FMI informó que los sistemas financieros de Europa, Estados Unidos y Japón registrarían, entre 2007 y 2010, 4,1 billones de dólares en pérdidas -hasta ese momento el sector bancario había perdido un billón de dólares-. Así, para volver a los niveles de capitalización anteriores, los bancos necesitarían recaudar 875.000 millones de dólares en 2009. El FMI incluso propuso nacionalizar los bancos si fuese necesario. Y es que la acumulación de activos en problemas impedía (e impide) la recuperación económica. Por ello, en ese año el FMI señalaría tajantemente que los bancos iban a necesitar inexorablemente más dinero fresco para sanear sus balances.

- (v) El año 2010: en el año 2010 la crisis financiera global provocó una crisis en el sistema del euro, haciéndose necesario el rescate por parte del Banco Central Europeo de las economías de Grecia, Irlanda y Portugal.

La situación actual (años 2011 y 2012) es conocida por todos¹⁰². En la primera semana de agosto de 2011 las bolsas de valores del mundo experimentaron una volatilidad que no se veía desde que estalló la crisis hipotecaria en los Estados Unidos en el 2008.

La crisis política desatada en los Estados Unidos, derivada del techo de endeudamiento y el probable *default* del gobierno sobre su deuda; el pésimo arreglo al que finalmente llegaron Demócratas y Republicanos; la decisión histórica de Standard & Poors de bajar la calificación de la deuda de Estados el 5 de agosto de 2011 después de que ya hubieran cerrado los mercados; la reacción de las bolsas el siguiente lunes; la inestabilidad europea en los años 2011 y 2012 producto de las altamente endeudadas economías de Grecia, Italia, Irlanda, Portugal y España, y su creciente riesgo de *default*; y las serias dudas que enfrenta el euro sobre su viabilidad como divisa común; siguen poniendo a la economía del mundo en vilo.

La pregunta que nos hacemos ahora es clara: ¿Qué impacto tendrá la reciente volatilidad de los mercados financieros en los mercados de *private equity*?

Pues bien, creemos que probablemente habrá un efecto inmediato sobre la valuación de las inversiones. Al bajar los múltiplos de los comparables bursátiles, las valuaciones de las empresas privadas necesariamente tendrán que ajustarse y los GPs se verán forzados a realizar *mark-downs* o minusvalías que afectarán el valor del portafolio de los inversionistas expuestos a este *asset class*.

Las alternativas de salida se verán seriamente disminuidas:

¹⁰² Vid. <http://www.kapitalprivado.com/2011/08/08/la-crisis-financiera-y-el-mercado-de-capital-privado/>

- (i) La volatilidad y la baja de las valuaciones seguramente desacelerarán el número de ofertas públicas de suscripción (OPS) que recientemente comenzaban a despuntar nuevamente.
- (ii) La baja en las valuaciones también impactará en el mercado de fusiones y adquisiciones.
- (iii) Los jugadores estratégicos, por su parte, preferirán mantener efectivo en sus balances que invertir en adquisiciones en un entorno económico y financiero incierto.
- (iv) Menor disponibilidad de deuda hará más difíciles las salidas vía recapitalizaciones apalancadas y *management buyouts*.

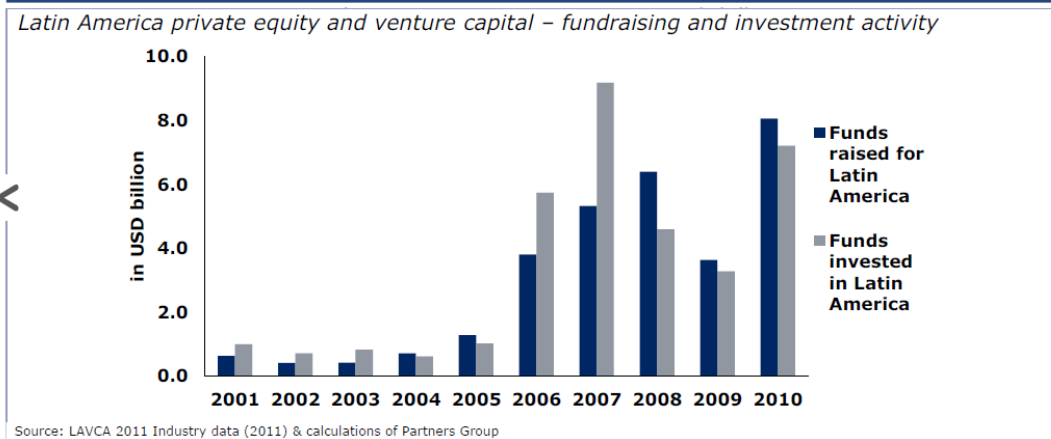
Un problema mayor para la industria del *private equity* (especialmente en el mercado de *buyouts*) será, justamente, la menor disponibilidad de deuda para llevar a cabo nuevas inversiones y refinanciaciones de las compañías del portafolio. Solamente en los portafolios de gestores europeos, entre el 2013 y el 2016, vencerán créditos por un importe superior a los 200.000 millones de euros.

Además, una crisis prolongada puede tener un efecto pernicioso de largo plazo a través del efecto denominador.

Ahora bien, es cierto que el impacto seguramente será distinto en los mercados emergentes que en los desarrollados por, entre otras, las siguientes razones:

- (i) Los flujos de *private equity* hacia países emergentes se han incrementado considerablemente en los últimos años. Lo anterior es producto de que, en las siguientes décadas, el motor de crecimiento de la economía mundial se espera venga de los países emergentes (tanto de Asia como de Iberoamérica) y no de los desarrollados.

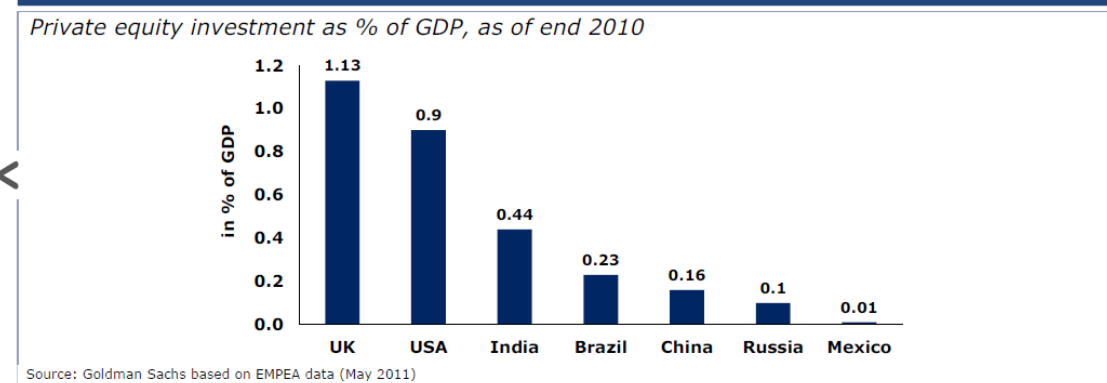
Exhibit 8: Strong rebound in private equity activity in 2010 with no capital overhang



Flujos de capital privado a Latinoamérica

- (ii) Los mercados de *private equity* en mercados emergentes no son tan dependientes ni del apalancamiento como fuente de creación de valor ni de los mercados cotizados como alternativa de salida.
- (iii) La penetración del *private equity* en mercados emergentes es relativamente baja y tiene todavía mucho potencial de crecimiento.

Exhibit 9: Room for growth: low private equity penetration



Penetración del capital privado en diversas economías
Fuente: Partners Group

- (iv) Muchas reformas regulatorias recientes en países emergentes han estado enfocadas a hacer los mercados locales más amigables a inversiones de *private equity* tanto de fondos locales como de fondos extranjeros. Entre estas, está la liberalización de los regímenes de inversión de fondos de pensiones y otros inversionistas institucionales que aportarán capital local

a la industria, en complemento a inversionistas extranjeros buscando diversificación y mejores rendimientos.

Sin embargo, un periodo prolongado de volatilidad y la permanencia de riesgo de *default* en Europa y Estados Unidos, no puede ser bueno para el *private equity* en ninguna región. Lo deseable es que esta nueva crisis termine siendo coyuntural y que los desbalances fiscales de Estados Unidos y Europa se corrijan y se sienten las bases de un nuevo ciclo de crecimiento económico. El verdadero riesgo es que esta crisis se convierta en estructural y que Estados Unidos y Europa se enfrenten un largo periodo de estancamiento similar al que ha vivido Japón en las últimas dos décadas.

3. Historia del capital riesgo en España¹⁰³.

Aunque para algunos los españoles fuimos pioneros del capital riesgo al financiar las grandes expediciones navales al Nuevo Mundo, lo cierto es que la historia del capital riesgo en España es mucho más modesta que la que acabamos de ver en los países anglosajones.

El arranque del capital riesgo, como industria profesionalizada, tiene lugar en España en 1972. Desde esa fecha hasta el año 2002, la industria se centró sobre todo en operaciones de *venture capital* no adentrándose de lleno en las adquisiciones apalancadas típicas del *private equity* hasta el año 2003.

De este modo, podemos distinguir las siguientes etapas en la evolución del *private equity* en nuestro país:

¹⁰³ Vid. www.webcapitalriesgo.com y HERNÁNDEZ BENGOA, A., "Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales", en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 33 y siguientes.

3.1. Era de *venture capital* (1972-2002).

A. Origen y aparición de las primeras sociedades de capital riesgo: arranque con iniciativa pública (1972-1986).

El origen del capital riesgo en España lo hemos de situar en la creación de la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia (SODIGA) en el año 1972 y que hoy continúa su actividad bajo la gestión de XesGalicia SGEGR, S.A.

Como suele ocurrir en estos casos, en los años siguientes surgieron iniciativas similares a lo largo de la geografía española constituyéndose las siguientes sociedades participadas mayoritariamente por el desaparecido Instituto Nacional de Industria entre los años 70 y los 80:

- (i) En 1976 SODIAN (Andalucía) y SODICAN (Canarias).
- (ii) En 1977 SODIEX (Extremadura).
- (iii) En 1981 SODICAMAN (Castilla-La Mancha) y SODICAL (Castilla-León).
- (iv) Y en 1983 SODIAR (Aragón).

En definitiva, con estas sociedades canalizadoras de inversión pública se buscaba impulsar el desarrollo industrial de las regiones en las que estaban situadas.

Así, un alto porcentaje de las inversiones se realizó en empresas en proceso de constitución o arranque, con el objetivo de revitalizar el tejido empresarial de la Comunidad Autónoma correspondiente.

Sin embargo, el desarrollo de la actividad no estuvo exento de trabas tales como el escaso conocimiento y difusión entre los empresarios de la figura del capital riesgo, la falta de profesionalización de la actividad, la inexistencia de un marco legal y fiscal sobre la materia y la dificultad a la hora de desinvertir.

Por lo que se refiere al desarrollo normativo, los antecedentes legislativos del capital riesgo en España datan de 1976, año en que se aprueba el Decreto-ley 18/1976, de 8 de octubre, de ordenación económica y medidas económicas,

que fue el promotor de las sociedades de desarrollo industrial, como precedentes de las sociedades de capital riesgo. Con posterioridad, el régimen jurídico y fiscal del capital riesgo se recogería en los arts. 12 a 16 del Real Decreto-ley 1/1986, de 14 de marzo, sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, cuyas disposiciones fueron posteriormente modificadas en diversas ocasiones.

B. La entrada de inversores privados (1987-1991).

Si bien en la etapa anterior ya hubo atisbos de inversión privada en capital riesgo, la incorporación de España a la Unión Europea en 1986 fue el momento elegido por los operadores internacionales de capital riesgo para introducirse en nuestro país utilizando como instrumento la sociedad gestora de entidades de capital riesgo.

A diferencia de las sociedades de capital riesgo, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo no invierten sus propios recursos, sino que promueven la constitución de diversos fondos cuya gestión es cedida a estas entidades.

La primera sociedad gestora de entidades de capital riesgo inició su actividad en 1986. A finales de 1991, estas entidades ya representaban el 31% del número total de inversores y administraban el 65% de los recursos totales del sector. Su participación permitió el fuerte crecimiento de los capitales en gestión.

En esta etapa, el incremento medio anual de los recursos totales de las entidades de capital riesgo ascendió al 31%, alcanzándose una media anual de 120 millones de euros. Como resultado, las entidades con mayoría de capital privado, nacional o extranjero, pasaron de aglutinar el 14,5% de los recursos en 1986 a tener a su cargo el 66,8% en 1991.

Durante esta época, aunque continuaron surgiendo algunas sociedades promovidas por el sector público, su aparición fue mucho más esporádica. En cualquier caso, tanto los inversores privados como los públicos se adscribieron

a la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (“**ASCRI**”), constituida también en 1986.

Las entidades con mayoría de capital público se concentraron en pequeñas inversiones en empresas en creación, o de reducido tamaño, en áreas geográficas limitadas.

Por su parte las sociedades privadas, en gran medida de origen extranjero y más centradas en el retorno y rentabilidad de sus inversiones, realizaron un menor número de inversiones, aunque de una dimensión muy superior, en empresas en crecimiento o ya consolidadas.

C. Evolución y redefinición de la actividad (1992-1996).

En este periodo se ralentizó el ritmo de crecimiento de los capitales netos gestionados por los operadores radicados en España. Pese a que siguieron incorporándose nuevos inversores, con la excepción del año 1993, no se superaron los 201 millones de euros captados en 1990.

Esta época es coincidente con el periodo de desaceleración de la inversión pública como consecuencia de la conclusión de los dos grandes acontecimientos que canalizaron los recursos disponibles hasta entonces, a saber, los Juegos Olímpicos de Barcelona y la Exposición Universal de Sevilla, ambos en el año 1992.

Otras de las causas que nos ayudan a comprender la desaceleración del sector en esta época son las siguientes:

- (i) Los altos precios pagados por la participación en empresas en el periodo 1987-1990 por la coincidencia del primer ciclo inversor de los operadores privados con los momentos posteriores a la incorporación de España a la Unión Europea.
- (ii) La abundancia de recursos pendientes de inversión, en relación con la escasez de inversiones que se ajustaban al perfil buscado.

- (iii) Las dificultades para desinvertir las participaciones adquiridas en la década anterior, especialmente en el caso de las inversiones en empresas en etapas iniciales. La entrada de operadores internacionales determinó una acumulación de una parte significativa de los recursos totales en pocas entidades.
- (iv) La falta de incentivos fiscales para el sector.

D. Emergencia y caída de la Nueva Economía (1997-2002).

Tras redefinirse el sector y recuperarse paulatinamente la economía y el mercado de valores, en el periodo 1996-1998 se vivió un nuevo auge de la actividad y un creciente protagonismo de la inversión en empresas no cotizadas.

Eso sí, el factor que más incidió en el espectacular crecimiento experimentado, tanto en la captación de nuevos fondos como en las inversiones, fue la expectativa creada por la llamada Nueva Economía de las empresas punto-com.

Por el lado de la oferta, muchos inversores se interesaron por esta actividad financiera, permitiendo la atracción de ingentes cantidades de recursos por parte de viejos y nuevos intermediarios.

Las iniciativas de captación de fondos de los nuevos intermediarios, unidas a las de los operadores que ya contaban con una experiencia más dilatada, determinaron notables crecimientos en los niveles alcanzados en cada uno de los años del periodo considerado.

Por el lado de la demanda, el *boom* de internet y la liberalización de algunos sectores, en un momento de aplicación al mercado de importantes innovaciones tecnológicas, se tradujo en un considerable incremento de la actividad inversora.

El fuerte aumento en las cifras de inversión se vio acompañado por un cambio sustancial en la orientación de las inversiones. Después de registrarse un mínimo en la atención a empresas en etapas iniciales, en 1997 se inició una

recuperación significativa. Las inversiones de tipo de semilla y arranque, que históricamente realizaban las entidades de capital riesgo públicas en pequeñas empresas de ámbito regional, se centraron en actuaciones en internet y telecomunicaciones, fundamentalmente realizadas por entidades de capital riesgo privadas.

El desplome del mercado tecnológico de referencia, iniciado en el mes de abril de 2000, implicó el principio del fin del atractivo de estas operaciones y una vuelta atrás en la orientación de las inversiones hacia empresas más grandes y con menores contenidos tecnológicos.

Este pinchazo de la burbuja tecnológica fue un duro golpe para el sector, en especial, para los retornos medios de los fondos de capital riesgo. Sin embargo, este varapalo sirvió para certificar la madurez de un mercado que supo reaccionar y superar las adversidades de una dura crisis.

Por otra parte, debe señalarse que durante esta época se reformó profundamente el marco legal del capital riesgo con la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. En su exposición de motivos se alude al capital riesgo como aquella actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que presentan dificultades para acceder a otras fuentes de financiación.

Esta Ley instituyó las dos modalidades de entidades, las sociedades y los fondos (administrados por sociedades gestoras), y los sujetó a un régimen de autorización, supervisión, inspección y sanción homologable al resto de sujetos que actúan en los mercados financieros, atribuyéndose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, la “**CNMV**”) la potestad de supervisión de aquellas. La Ley obligaba a estas entidades a invertir el 60% de su activo (el denominado coeficiente obligatorio) en las empresas que constituyen su objetivo, es decir, proyectos innovadores y con gran capacidad de crecimiento, necesitados de financiación para su desarrollo, según las distintas modalidades de inversión existentes (por ejemplo, en función del momento de la vida de la empresa: las llamadas inversiones semilla, arranque, desarrollo, expansión, o

por sustitución en empresas necesitadas de renovación, como pueden ser empresas familiares de segunda o tercera generación, etc.). Dada la diversidad de las posibles modalidades de los tipos de inversión que las entidades de capital riesgo pueden llevar a cabo, las empresas objeto de estas inversiones estarían caracterizadas por ser empresas no financieras no cotizadas.

En la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, se dispuso que el resto del activo no integrado en el coeficiente obligatorio de inversión integrara el coeficiente de libre disposición, de modo que se permitiera su inversión en un listado tasado de activos. Asimismo se establecían los siguientes límites a las inversiones (límites de grupo y diversificación): una entidad de capital riesgo no podía invertir en una misma empresa más del 25% de su activo, ni más del 35% en empresas pertenecientes al mismo grupo y, por otro lado, podía invertir hasta el 25% de su activo en empresas pertenecientes a su grupo, con determinadas condiciones. No obstante, se amparó la posibilidad de que hubiera incumplimientos temporales de las inversiones, dentro de unos límites y condiciones.

Si bien la regulación de 1999 se reveló como un avance notable en el régimen jurídico del capital riesgo en nuestro país, no consiguió en su totalidad dotar a la industria de los instrumentos financieros necesarios que situaran al capital riesgo a un nivel competitivo equiparable a los países de nuestro entorno.

3.2. Era de las adquisiciones apalancadas (2003-2007).

Como hemos visto, hasta el año 2003 las operaciones que típicamente desarrollaban las casas de *private equity* eran las de *venture capital*.

Este enfoque cambió radicalmente, con la exclusión de bolsa de Parques Reunidos que Advent International protagonizó en 2003. Es en este momento cuando las adquisiciones apalancadas toman protagonismo.

Desde entonces se marcaron fuertes crecimientos en volúmenes por el cierre de operaciones de adquisición de empresas de gran tamaño, algunas cotizadas, utilizándose grandes volúmenes de deuda.

En efecto, en el cuatrienio 2004-2007 el volumen de operaciones apalancadas no paró de crecer, no solo cuantitativamente (el volumen de operaciones incrementó en porcentajes sorprendentes), sino también cualitativamente (la sofisticación de las operaciones alcanzó cotas inimaginables en tiempos pasados), pudiéndose destacar las exclusiones de cotización en empresas como Recoletos, Cortefiel, Amadeus o Telepizza o la notoria participación de casas de capital riesgo en la venta de Auna.

Pero, además, en paralelo, también en ese cuatrienio se desarrolló un activo mercado de operaciones del llamado *mid-market* entre las que se pueden destacar las adquisiciones apalancadas de Bodybell y Juteco por parte de N+1, y de Menorquin Yachts y Gasmedi por Mercapital.

Es también en esta época cuando se reforma profundamente el marco legal del capital riesgo con la aprobación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras.

La reforma se inspira en los siguientes pilares: agilización del régimen administrativo de las entidades de capital riesgo, flexibilización de las reglas de inversión e introducción de figuras de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital riesgo de los países más avanzados.

Por un lado, las reformas que se introducen tienen por objeto flexibilizar el régimen administrativo de estas entidades. Con este fin se introducen medidas como la distinción entre las entidades de régimen común y de régimen simplificado en función de la apertura de las entidades que implica un trato administrativo diferenciado. En esta misma línea, se flexibiliza el régimen de los plazos y se mejora el régimen del silencio administrativo para los procedimientos de autorización de constitución y los de modificación de sus estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades. También se acomete una importante racionalización de las competencias en la materia, atribuyendo a la CNMV, como supervisor del capital riesgo, el grueso de las competencias de autorización que se contienen en la norma.

Junto a ello, la reforma busca también aportar flexibilidad a la actividad mediante la introducción de figuras financieras que son comunes en la práctica

de los países de nuestro entorno y que estaban limitadas por la anterior regulación, lo cual se traducían en ataduras innecesarias. De este modo se amplía el ámbito de asesoramiento de las entidades y de sus sociedades gestoras, si bien se circunscribe a empresas que sean objetivo de la inversión de las entidades. Por otro lado, se permite la posibilidad de que las entidades de capital riesgo tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado con la finalidad de excluirlas de la cotización, de modo que se les impone la obligación de que la excluyan de la cotización en un plazo determinado. Asimismo, se ofrece la posibilidad de que estas entidades inviertan en otras entidades de capital riesgo dentro de unos límites. Junto a lo anterior, y con el mismo objetivo de reducir el riesgo, se introducen figuras de diversificación de la inversión como son los fondos y sociedades que fundamentalmente inviertan en entidades de capital riesgo. Esta figura está ideada para atraer al capital riesgo al inversor minorista.

3.3. Situación actual (2007-2012).

La situación actual es de sobra conocida por todos. Desde agosto de 2007 nuestra economía ha pasado de un periodo de extraordinaria bonanza a sufrir una fuerte desaceleración llegando hasta la recesión en algunos momentos, debido, entre otras causas, a la crisis crediticia o crisis de las hipotecas americanas subprime, así como al vaticinado “pinchazo de la burbuja inmobiliaria” y a la crisis de la deuda soberana.

Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que no solo han llevado a varios *crashes* bursátiles (en septiembre y octubre de 2008 con la caída de Lehman Brothers; en agosto de 2011, por la pérdida de la triple A -máxima calificación crediticia otorgada por la agencia de *rating* Standard & Poor's- de los Estados Unidos; en los meses de octubre y noviembre de 2011 como consecuencia de la crisis de deuda soberana y elevadas primas de riesgo de Italia y España; y desde abril de 2012, especialmente en España, habiéndose visto obligado nuestro país a solicitar en junio de 2012 al Eurogrupo ayuda para completar la recapitalización de nuestro sector financiero a través de una línea de crédito de hasta 100.000 millones de euros) sino que además ha llevado a las entidades financieras a restringir la

concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas apalancadas pues, como luego estudiaremos, aproximadamente el 75% de este tipo de operaciones se financian con deuda.

Por ello, las operaciones y el volumen de las mismas se ha reducido considerablemente, obligando además a las entidades de *private equity* a financiar las operaciones con más fondos propios y menos financiación ajena.

Así lo ha ido reflejando MARTÍ PELLÓN en sus siempre puntuales informes anuales sobre las adquisiciones apalancadas destacando las serias dificultades por las que pasó el sector en los años 2008 y 2009, habiéndose recuperado un poco en el año 2010.

En efecto, en su informe del año 2008 señalaba claramente que *“los efectos de la crisis financiera se manifestaron con una caída del 66,4% del importe de las adquisiciones con apalancamiento (buyouts) registradas en España en 2008, alcanzando un total de €2.268 millones. Este retroceso implica alcanzar el menor valor desde 2003.*

La caída en el número de transacciones, desde 50 en 2007 hasta 32 en 2008, refleja la dificultad de cerrar operaciones de volumen importante ante la situación de restricción de crédito.

Tanto el volumen de las transacciones como el tamaño medio de las empresas adquiridas, medido por la facturación y por el empleo, fueron muy inferiores a los registrados en las adquisiciones de 2007. El importe medio de las transacciones cayó de €135 millones en 2007 a €71 millones en 2008”¹⁰⁴.

Asimismo, en el informe de 2009 resalta la tendencia bajista al indicar que *“en 2009, el sistema productivo acusó significativamente el impacto de la crisis financiera. Las operaciones de adquisición apalancada (buyouts) experimentaron una nueva caída desde los €2.268 millones de 2008 hasta los*

¹⁰⁴ MARTÍ PELLÓN, J., “Buyouts en España en 2008”, *Deloitte*, mayo 2009, pág. 4.

€978 millones de 2009, muy lejos del máximo €9.502 millones logrado en 2005”¹⁰⁵.

Y en el año 2010 destaca la mencionada recuperación al señalar que “el incremento de las operaciones de capital riesgo de cierto volumen en 2010, con protagonismo casi exclusivo de entidades de capital riesgo internacionales, tuvo un inmediato reflejo en las operaciones de adquisición apalancada (buyouts). En 2010 se produjo una recuperación de las cifras casi hasta los niveles de 2008, contabilizándose transacciones por €2.184 millones, por encima del mínimo de €978 millones de 2009, pero muy lejos del máximo de €9.502 millones alcanzado en 2005.

Esta recuperación también se produjo en el conjunto de Europa, según los datos del CMBOR, registrándose transacciones por €53 mil millones en 2010, frente a €20 mil millones en 2009. Sin embargo, queda recorrido hasta alcanzar los €73 mil millones de 2008 y más aún para acercarse al máximo de €177 mil millones de 2007.

El número de operaciones registró un crecimiento más moderado, pasando de 33 operaciones en 2009 a 37 en 2010, de las que 27 correspondieron a actuaciones de entidades de capital riesgo”¹⁰⁶.

En cualquier caso, y a pesar de las notorias dificultades, el sector no se ha paralizado por completo y se han llevado a cabo interesantes operaciones como la adquisición de Embutidos Palacios por ProA Capital en el año 2008, la de Generis por Magnum Capital en el año 2009, la de eDreams por Permira en el año 2010 o las adquisiciones del Grupo Mivisa por Blackstone o de Capio Sanidad por CVC en el año 2011.

Eso sí, conviene tener presente que 2012 no se presenta muy halagüeño. En efecto, compartimos sustancialmente el diagnóstico presentado recientemente por HERNANZ apoyado en el último barómetro del sector elaborado por Deloitte y MARTÍ PELLÓN y que en síntesis expone lo siguiente:

¹⁰⁵ MARTÍ PELLÓN, J., “Buyouts en España en 2009”, *Deloitte*, junio 2010, pág. 1.

¹⁰⁶ MARTÍ PELLÓN, J., “Buyouts en España en 2010”, *Deloitte*, junio 2011, pág. 3.

“2012 se presenta como un año clave para la evolución del capital riesgo, un sector a medio camino entre el mundo de las finanzas y el de la gestión empresarial. La piedra filosofal a la que tienen que enfrentarse muchos de los operadores es, precisamente, la base fundamental del negocio: la captación de dinero para nuevos fondos. Y es que según el último barómetro del sector elaborado por Deloitte y el profesor José Martí Pellón, casi la mitad de esta industria da por descontado que será mucho más difícil levantar capital durante los próximos dos años. A corto plazo, nada de nada.

Pueden dar prueba de ello algunos de los fondos que actualmente están en proceso de fundrising, como Nauta, Diana o Tagua, que tras casi un año, en algún caso, aún no han cerrado sus nuevos fondos. En una tesitura similar van a encontrarse en breve gran parte de los que están en activo, como ocurre, por ejemplo, con N+1, Portobello (antigua Ibersuizas), Qualitas o Corpfin. Otros, los que levantaron sus vehículos más tarde, caso de MCH, Magnum o ProA, tienen que empezar a fijarse en el calendario para cumplir con los plazos de inversión (4-6 años) y marcarse nuevos objetivos.

El principal obstáculo para este cometido es la salud económica de España, sobre todo para los fondos nacionales que solo invierten en la Península. Los inversores internacionales prefieren colocar su dinero en mercados más atractivos. Esta deriva es la que ha pretendido esquivar Mercapital, una de las casas señeras del sector, abriendo oficina en Brasil para ampliar horizontes de inversión y de financiación. No es el caso, sin embargo, de los fondos paneuropeos (CVC, Permira, Advent, Bridgepoint...), que por mera asignación geográfica están obligados a monitorizar qué ocurre más abajo de los Pirineos.

Esto explica que firmas como BC Partners o Cinven, sin equipos in situ, destinen recursos para estar en el mercado. Pero no es la norma. Ahora lo corriente es que en el proceso natural de aparición y disolución de fondos el saldo neto sea negativo. Solo en lo que va de año, dos firmas tan conocidas como Gala Capital e Inova Capital han comenzado su

cuenta atrás. Algo antes, otras firmas como Candover o Apax tuvieron que reinventarse o liquidar sus posiciones en España. En cualquier caso, ejemplos que corroboran el sentir generalizado de que el número de operadores a corto plazo disminuirá.

En medio de esta encrucijada, otros fondos de capital riesgo optan por la solución intermedia de volcarse en gestionar la cartera, como puede ser el caso de la británica 3i, hasta que se despeje el horizonte. Y aunque pueda sonar a eufemismo, la gestión no es cuestión baladí, pues ante la actual coyuntura económica, la probabilidad de que cualquier compañía del portafolio pueda terminar en concurso de acreedores está a la vuelta de la esquina, como han demostrado este mismo mes la cadena de peluquerías Marco Aldany (MCH) o el fabricante de muebles tapizados Granfort (Diana).

Todo parecen adversidades y los síntomas, como la disminución del número de transacciones, invitan al pesimismo. Hay menos actividad, con mayoría de vendedores en lugar de compradores, y lo que es peor, expectativas de que siga reduciéndose el mercado. En este sentido, uno de los factores fundamentales que marcan esta situación es la dificultad de acceso a crédito, ya sean operaciones grandes o pequeñas, aunque siempre hay excepciones, como la realizada hace unos días por Doughty Hanson al comprar la cadena USP Hospitales por nada menos que 350 millones de euros.

Sin el apalancamiento, buena parte del modelo de negocio de esta industria se desmorona, ya que limita la rentabilidad esperada de las inversiones. Y este tapón, según los datos del barómetro, no está previsto que desaparezca hasta dentro de dos años. Pasará mucho tiempo hasta que vuelvan a verse big deals como los de Amadeus, Panrico, Telepizza, Applus, Cortefiel o Parques Reunidos, que tocaron el techo de los 1.000 millones de euros. Igual de difícil será volver a levantar fondos de 800 o 500 millones, como los de Corcóstegui o

*Loizaga, para invertir en España. De momento, bastante será con pasar la criba de 2012*¹⁰⁷.

4. Análisis crítico de la visión que la sociedad tiene del capital riesgo.

4.1. La visión que la sociedad tiene del capital riesgo.

Si bien el *private equity* raramente ha recibido un tratamiento exhaustivo en la cultura popular, sí que ha habido varias películas de gran éxito en las que se estereotipaba a los depredadores corporativos.

Entre los más notables ejemplos de *private equity* presentados en películas de cine estuvieron los siguientes:

- (i) Wall Street (1987): el destacado depredador corporativo y *greenmailer* Gordon Gekko, que representaba un cúmulo de los peores rasgos de varias famosas figuras del *private equity*, pretende manipular a un joven agente de bolsa para presentar una OPA sobre una línea aérea en problemas. Aunque Gekko hace ver que le importa la aerolínea, sus intenciones resultan ser las de destrozarse la compañía, deshacerse de sus activos y despedir a todos los empleados, para poder hacerse con el fondo de pensiones de la sociedad. Gekko se convertiría en un símbolo de la avaricia a los ojos del público (con su famosa línea "*Greed, for lack of a better word, is good. Greed is right. Greed works. Greed clarifies, cuts through, and captures, the essence of the evolutionary spirit. Greed, in all of its forms; greed for life, for money, for love, knowledge, has marked the upward surge of mankind and greed, you mark my words, will not only save Teldar Paper, but that other malfunctioning corporation called the U.S.A.*"), que permanecería vinculada a la industria del *private equity*.

Esta película tendría una segunda parte, Wall Street 2: El dinero nunca duerme, que vería la luz en 2010 con un Gordon Gekko más descafeinado y con la que se intenta explicar la actual crisis financiera.

¹⁰⁷ HERNANZ, C., "España pone a prueba durante 2012 la solvencia de su industria del capital riesgo", *El Confidencial*, 19 de febrero de 2012. <http://www.elconfidencial.com/economia/2012/02/19/espana-pone-a-prueba-durante-2012-la-solvencia-de-su-industria-del-capital-riesgo-92862/>

- (ii) *Other People's Money* (1991): un egocéntrico depredador corporativo, "Larry el Liquidador" (Danny DeVito), pone los ojos en New Engly Wire and Cable, un pequeño negocio provinciano dirigido por el patriarca familiar Gregory Peck cuyo interés principal es el de proteger a sus propios empleados y a la ciudad.
- (iii) *Pretty Woman* (1990): aunque la profesión de Richard Gere tiene un interés solo tangencial en la trama, es de resaltar la selección de un depredador corporativo cuya intención es la destrozarse el duro trabajo de un negocio familiar adquiriendo la compañía en una OPA hostil para después vender los activos de la sociedad con un beneficio.

Bastante clarificador es el siguiente diálogo que mantienen Vivian (Julia Roberts) y Edward Lewis (Richard Gere) para explicar a lo que se dedica este último:

"Vivian: You don't actually have a billion dollars, huh?"

Edward: No. I get some of it from banks, investors... it's not an easy thing to do.

Vivian: And you don't make anything...

Edward: No.

Vivian: ... and you don't build anything.

Edward: No.

Vivian: So whadda ya do with the companies once you buy 'em?"

Edward: I sell them.

[Viv reaches for his tie.]

Vivian: Here, let me do that. You sell them.

Edward: Well, I... don't sell the whole company, I break it up into pieces, and then I sell that off, it's worth more than the whole.

Vivian: So, it's sort of like, um... stealing cars and selling 'em for parts, right?

Edward: [sighs exasperatedly] Yeah, sort of. But legal".

En la película, Vivian convence en última instancia al depredador corporativo de lo contrario y este decide no seguir adelante con sus planes originales para la compañía.

- (iv) *Fahrenheit 9-11* (2003): el grupo Carlyle tuvo mucho protagonismo en la película de Michael Moore del año 2003, *Fahrenheit 9-11*. La película sugería que el grupo Carlyle ejercía una tremenda influencia sobre las políticas y los contratos del gobierno de los Estados Unidos, a través de su relación con el padre del presidente, George H. Bush, un antiguo asesor *senior* del grupo Carlyle. Además, Moore citaba la existencia de relaciones con la familia Ben Laden. La película cita al autor Dan Briody alegando que el grupo Carlyle "salió ganando" del 11 de septiembre, ya que era propietaria de United Defense, un contratista militar. Ahora bien, haciendo honor a la verdad hay señalar que su sistema de cohetes de artillería Crusader, de 11.000 millones de valor, desarrollado para el ejército americano, fue uno de los únicos sistemas de armamento cancelados por la administración Bush.
- (v) *Margin Call* (2011): si bien se centra más en el campo de la banca de inversión que en el del *private equity* lo que refleja sin duda es el *modus operandi* de los tiburones financieros. Ambientada en los acontecimientos que rodearon el comienzo de la actual crisis en Estados Unidos e inspirada en el caso Lehman Brothers, *Margin Call* es un retrato lúcido y cruento del momento en que, conscientemente, un banco de inversión decide desatar la mayor tormenta financiera de los últimos tiempos.

Margin Call es en sí la historia de un banco de inversión, que se dedica a vender paquetes de activos, y que descubre que las cuentas no encajan. Es el momento de vender o irse a pique. Es el momento de vender sabiendo que lo que ofrecen no vale nada. Pero como dice el personaje

de Jeremy Irons en una parte increíble del film "*there are three ways to make a living in this business: be first, be smarter, or cheat; I don't cheat*".

También son significativas otras manifestaciones culturales del *private equity* en libros como el ya comentado de *Barbarians at the Gate* o en medios de comunicación especializados en las finanzas.

Por ejemplo, en el año 2007 *The Wall Street Journal* centró su atención sobre la celebración del 60 cumpleaños de Steve Schwarzman, de The Blackstone Group, y la describió de la manera siguiente¹⁰⁸:

"The Armory's entrance hung with banners painted to replicate Mr. Schwarzman's sprawling Park Avenue apartment. A brass band and children clad in military uniforms ushered in guests. A huge portrait of Mr. Schwarzman, which usually hangs in his living room, was shipped in for the occasion. The affair was emceed by comedian Martin Short. Rod Stewart performed. Composer Marvin Hamlisch did a number from <<A Chorus Line>>. Singer Patti LaBelle led the Abyssinian Baptist Church choir in a tune about Mr. Schwarzman. Attendees included Colin Powell and New York Mayor Michael Bloomberg. The menu included lobster, baked Alaska and a 2004 Louis Jadot Chassagne Montrachet, among other fine wines".

Schwarzman fue muy criticado tanto por los detractores de la industria del *private equity* como por compañeros inversores en *private equity*. El extravagante evento recordó a muchos los excesos de otros ejecutivos bien conocidos, incluidos Bernie Ebbers (WorldCom) y Dennis Kozlowski (Tyco International). David Bonderman, el fundador de TPG Capital llegó a decir "*todos hemos querido permanecer en el anonimato – al menos hasta ahora. Cuando se cuelgue la biografía de Steve Schwarzman's en la página web, con todos los signos de dólar, a ninguno de nosotros nos va a gustar la polémica resultante – y eso aunque te guste Rod Stewart*".

¹⁰⁸ SENDER, H. y LANGLEY, M., "Buyout Mogul: How Blackstone's Chief Became \$7 Billion Man – Schwarzman Says He's Worth Every Penny; \$400 for Stone Crabs", *The Wall Street Journal*, 13 de junio de 2007. http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/WSJ070613_Blackstone.pdf

Asimismo, y también en el año 2007, la Asociación Internacional de Trabajadores de Servicios (“SEIU”) lanzó una campaña contra las firmas de *private equity*, en especial las más grandes firmas de adquisiciones, a través de actos públicos, protestas y campañas de entrega de panfletos y campañas por internet^{109 110}. Algunos de los más importantes ejecutivos de sociedades de *private equity* fueron convertidos en el blanco de los miembros de la asociación; sin embargo, la campaña de la asociación fue mucho menos efectiva en la ralentización del auge de las adquisiciones que lo que resultaría el *credit crunch* de los años 2007 y 2008.

En el año 2008 el SEIU trasladaría una parte de su atención, de atacar a las firmas de *private equity* hacia resaltar el papel de los fondos soberanos en *private equity*. El SEIU promovió legislación en California que prohibiría las inversiones por agencias estatales (en particular CalPERS y CalSTRS) en firmas con vínculos con determinados fondos soberanos¹¹¹. Además, el SEIU ha querido criticar el tratamiento fiscal del *carried interest*. De este modo, el SEIU, así como otros críticos del sistema, señalan que muchos ricos inversores de *private equity* pagan sus impuestos con unos tipos más reducidos que muchos de los empleados de a pie de las sociedades de las carteras de inversiones de las firmas de *private equity* (porque la mayoría de sus ingresos quedan diferidos en el tiempo por el *carried interest*, que no son otra cosa que pagos recibidos de los beneficios de los ingresos de fondos de *private equity* como luego veremos)¹¹².

¹⁰⁹ SORKIN, A.R., "Sound and Fury Over Private Equity", *The New York Times*, 20 de mayo de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/05/20/business/yourmoney/20deal.html>

¹¹⁰ HEATH, T. "Ambushing Private Equity: As SEIU Harries New Absentee Owners, Buyout Firms Dispute the Union's Agenda", *The Washington Post*, 18 de abril de 2008. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/04/17/AR2008041704239.html>

¹¹¹ "California's Stern Rebuke", *The Wall Street Journal*, 21 de abril de 2008. http://online.wsj.com/article/SB120873771821130001.html?mod=opinion_main_review_and_outlooks

¹¹² "Protesting a Private Equity Firm (With Piles of Money)", *The New York Times*, 10 de octubre de 2007. <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2007/10/10/protesting-private-equity-with-piles-of-money/>

4.2. Análisis crítico del papel que juega el capital riesgo en la economía.

Como hemos podido constatar en el apartado anterior, el capital riesgo no está actualmente de moda. En efecto, no está bien visto y está siendo atacado tanto desde un punto de vista social y cultural como desde un punto de vista financiero por algunos de los excesos cometidos durante la bonanza económica¹¹³.

Así, además de las críticas contra los depredadores corporativos, recientemente se ha criticado el excesivo apalancamiento utilizado para los LBOs llevados a cabo en los últimos tiempos. En efecto, muchas de las operaciones ejecutadas entre los años 2004 y 2007 se encuentran ahora en serias dificultades¹¹⁴. En efecto, como consecuencia de la crisis económica y financiera que se está viviendo, las sociedades *target* no están siendo capaces de generar los suficientes flujos de caja para repagar la financiación que se obtuvo para adquirir dichas sociedades *target*. Ello obliga a los gestores a llevar a cabo determinadas actuaciones que no son siempre agradables, a saber: reducción de costes en personal mediante expedientes de regulación de empleo, venta de activos estratégicos, generalmente, a través de operaciones de *sale and lease back* inmobiliario, y a refinanciar su deuda en condiciones bastante peores que en el pasado y sometida a un mayor número de garantías.

Ahora bien, ¿son justas las críticas tan feroces que está recibiendo el mundo del capital riesgo a día de hoy?

Como en todo, somos de la opinión de que no se puede generalizar, ni se puede demonizar a un sector que en otro momento fue venerado como a un dios.

De este modo, creemos que gracias a las entidades de capital riesgo y a las adquisiciones apalancadas de sociedades que han llevado a cabo se fomenta una economía competitiva, innovadora y dinámica.

¹¹³ Un estudio bastante crítico es el de GARAYALDE NIÑO, M.L., "El impacto de las adquisiciones apalancadas en la eficiencia de las compañías: el caso español", *Documento de Trabajo de las Universidades Complutense y Autónoma de Madrid*, 2007.

¹¹⁴ En España, por ejemplo, adquisiciones como las de Telepizza, Cortefiel o Bodybell no pasan por su mejor momento.

Asimismo, de acuerdo con lo manifestado por MANZANO FRÍAS *“la expansión de estas operaciones en los últimos años está relacionada con algunos factores especialmente importantes: (i) la búsqueda de rentabilidades (search for yield) en un contexto de bajos tipos de interés y baja apreciación del riesgo; (ii) la expansión de los mercados de transferencia de riesgos, y (iii) la aparición de nuevos intermediarios, como los hedge funds y los vehículos de Collateral Debt Obligations (CDOs).*

*Los factores anteriores han contribuido, en general, a aumentar la liquidez de los mercados financieros, entendida como la facilidad para encontrar contraparte con un bajo coste, facilitando la financiación de operaciones fuertemente apalancadas”*¹¹⁵.

Por otra parte, existen numerosos estudios que afirman que las compras apalancadas fomentan la eficiencia de las compañías. Así, JENSEN demostró que junto a la presión que supone el endeudamiento, la concentración del accionariado en las manos de los directivos y la introducción de una activa supervisión por parte de los capitalistas de riesgo conducen a una mejoría de la actividad de la compañía adquirida¹¹⁶.

Además, la propia Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras nos da en su exposición de motivos algunas claves de la importancia que tiene para la economía el capital riesgo, a saber:

- (i) El capital riesgo impulsa el aumento de la productividad en el sistema económico y coadyuva a garantizar la sostenibilidad de la economía.
- (ii) Las entidades de capital riesgo son de vital importancia para la provisión de financiación a empresas involucradas con las actividades de I+D+i. Así lo señala el apartado II de la mencionada exposición de motivos al señalar que *“los mercados desempeñan un papel fundamental en la financiación de las actividades de I+D+i y de los proyectos empresariales innovadores,*

¹¹⁵ Cfr. nota 1 anterior.

¹¹⁶ JENSEN, M., “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review*, Vol. 76, 1989, págs. 61 a 74.

tal y como reconoce, de forma contundente, el Plan de Acción para el Capital Riesgo (1998-2003). Este Plan resalta los efectos positivos en la economía de esta vía de financiación alternativa a la bursátil y la crediticia, de difícil acceso para buena parte de los proyectos innovadores. Así, su acción beneficiosa se proyecta en el impulso que supone para el aumento de la productividad, la creación de empleo y el desarrollo de una cultura empresarial vibrante y emprendedora. Además, el inversor del capital riesgo suele incorporar un valor añadido a la empresa financiada, aportando credibilidad frente a terceros y ofreciendo su experiencia ante dificultades, su asesoramiento y sus contactos. La contrapartida del riesgo asumido y el largo periodo de maduración necesario suele producirse, en caso de éxito, en forma de plusvalías”.

Adicionalmente, el capital riesgo constituye una fuente de financiación alternativa cuando se tiene una idea de negocio que quiere ponerse en marcha o cuando ya existiendo el negocio, se quiere ampliar su estructura o se desea crear una nueva línea de negocio. Y esta alternativa ofrece muchas ventajas, tanto al empresario como a la economía en general. Así, según la *European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*, el capital riesgo tiene como su principal objetivo ayudar a las empresas pequeñas y medianas a alcanzar sus ambiciones de crecimiento y expansión a través de tres líneas: financiación, consejos estratégicos e información en etapas críticas del negocio.

En este sentido, sirva para destacar las bondades que ofrece la financiación a través del capital riesgo el sexto informe "Impacto Económico y Social del Capital Riesgo en España, 2011" elaborado por ASCRI, que señala que las empresas participadas (*investee firms*), es decir, las empresas que han recibido financiación del capital riesgo, han mostrado para el periodo de análisis, comparativamente con las empresas que no están respaldadas por capital riesgo:

- (i) Mayor crecimiento en ventas.
- (ii) Mayor crecimiento en resultado bruto.

- (iii) Incremento en activos totales e inmateriales.
- (iv) Una importante creación de empleo.
- (v) Mayores tasas de inversión.

Además, tampoco se debe olvidar su ineludible éxito como activo financiero imprescindible en las carteras de cada vez más inversores. En efecto, el éxito del capital riesgo, que le ha permitido batir de forma consistente a lo largo de los últimos 25 años a los mercados de renta variable y otros activos alternativos con una rentabilidad anual media cercana al 15%, está en su peculiar forma de gestión. Una estrategia basada en una gestión muy “activa” de las compañías en cartera, realizada por un equipo directivo experimentado y debidamente incentivado, para obtener rentabilidades superiores al 20% anual en un plazo de inversión medio de cuatro años, ha sido y seguirá siendo la hoja de ruta del éxito del capital privado¹¹⁷.

Finalmente, confiamos en que con el cambio de gobierno producido entre los meses de noviembre y diciembre de 2011 y las nuevas medidas económicas y financieras adoptadas por el nuevo ejecutivo conjuntamente con el apoyo financiero de la Unión Europea, se cree el escenario económico adecuado para que, una vez más, el capital riesgo resurja de sus cenizas cual ave fénix y vuelva a ser utilizado en nuestro país como un medio de financiación e inversión alternativo que nos ayude a salir de esta crisis sin precedentes en la que nos encontramos.

¹¹⁷ SARRÍA, I., “Se abre la caja negra del private equity”, *El Confidencial*, 26 de noviembre de 2011. http://www.cotizalia.com/cache/2007/11/26/13_negra_private_equity.html

CAPÍTULO SEGUNDO: RÉGIMEN JURÍDICO Y FUNCIONAMIENTO DE LAS ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.

1. Régimen jurídico de las entidades de capital riesgo en España¹¹⁸.

1.1. Normativa aplicable.

Las principales normas que resultan de aplicación a las entidades de capital riesgo en España son las siguientes:

- (i) La Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras (en adelante, la “**LCR**”).
- (ii) La Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo.
- (iii) La Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital riesgo.
- (iv) La Circular 3/2010, de 14 de octubre, de la CNMV, sobre procedimientos administrativos de autorización de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras, de autorización de las modificaciones de sus reglamentos y estatutos y de comunicación de los cambios de consejeros y directivos (en adelante, la “**Circular 3/2010**”).

¹¹⁸ Para preparar este epígrafe se ha partido básicamente de la normativa aplicable así como de los siguientes memoranda internos preparados en Linklaters:

- (i) LLUESMA, P. y VIÑUELAS, R., *Características y procedimientos de constitución de Entidades de Capital Riesgo: Fondo y Sociedad*, Linklaters, abril de 2009.
- (ii) LLUESMA, P., y GONZÁLEZ, B., *Requisitos y procedimientos de autorización y constitución de una Sociedad Gestora de Capital Riesgo*, Linklaters, abril de 2009.

1.2. Concepto.

Según el art. 2 de la LCR las entidades de capital riesgo (en adelante, las “ECR”) son entidades financieras cuyo objeto principal consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria¹¹⁹ que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE.

Además, las ECR podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE, siempre que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación¹²⁰.

Finalmente, hay que señalar que las ECR podrán invertir a su vez en otras ECR autorizadas conforme a la LCR y en entidades extranjeras similares con un límite del 20% de su activo.

1.3. Actividades complementarias.

Las ECR, para el desarrollo de su objeto social principal, podrán facilitar préstamos participativos, así como otras formas de financiación, aunque en este último caso únicamente para sociedades participadas que formen parte del coeficiente obligatorio de inversión.

¹¹⁹ No obstante, en relación con la expresa excepción de las entidades inmobiliarias, dicho art. 2 establece que “se considerarán inversiones propias del objeto de la actividad de capital riesgo la inversión en valores emitidos por empresas cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, siempre que al menos los inmuebles que representen el 85% del valor contable total de los inmuebles de la entidad participada estén afectos, ininterrumpidamente durante el tiempo de tenencia de los valores, al desarrollo de una actividad económica en los términos previstos en el Real Decreto Legislativo 3/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas”, lo que implica una posibilidad de canalización de las inversiones hacia sociedades con un cierto sustrato inmobiliario, siempre que su actividad no sea la de promoción inmobiliaria.

¹²⁰ Se trataría de operaciones de P2P o *public to private*.

Igualmente, podrán realizar actividades de asesoramiento dirigidas a las empresas que constituyan el objeto principal de inversión de las ECR según el art. 2 de la LCR, estén o no participadas por las ECR. En el caso de los fondos de capital riesgo, las actividades anteriores serán realizadas por las sociedades gestoras. En el caso de las sociedades de capital riesgo, podrán ser realizadas por ellas mismas o bien, en su caso, por sus sociedades gestoras (art. 3 de la LCR).

1.4. Forma jurídica y clases.

De acuerdo con el art. 4.1 de la LCR, las ECR pueden adoptar la forma jurídica de:

- (i) Sociedad de capital riesgo.
- (ii) Fondo de capital riesgo.

Asimismo, las ECR pueden ser de dos clases:

- (i) ECR de régimen común.
- (ii) ECR de régimen simplificado.

Conforme al art. 4.2 de la LCR, serán consideradas ECR de régimen simplificado aquellas que reúnan las siguientes características:

- (i) La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con carácter estrictamente privado, esto es, sin actividad publicitaria.
- (ii) La oferta de acciones o participaciones debe realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada inversor. No obstante, no se exigirá compromiso mínimo de inversión cuando los inversores sean institucionales, ni cuando sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital riesgo.
- (iii) Deben contar con un número de accionistas o partícipes igual o inferior a veinte. No se tendrán en cuenta a los inversores institucionales ni a

aquellos que sean administradores, directivos o empleados de la sociedad de capital riesgo o de la sociedad gestora de la entidad de capital riesgo.

Se considerarán ECR de régimen común las que no reúnan las características anteriores.

1.5. Fondos de capital riesgo.

A. Concepto.

Los fondos de capital riesgo (en adelante, “**FCR**”) son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo (art. 32.1 de la LCR).

B. Características.

Los FCR se caracterizan fundamentalmente por las siguientes notas:

- (i) **Partícipe:** de acuerdo con el art. 32.2 de la LCR, la condición de partícipe se adquiere mediante la realización de la aportación al fondo común (exclusivamente en efectivo).
- (ii) **Patrimonio y participaciones** (art. 33 de la LCR): el patrimonio de los FCR se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. El patrimonio mínimo inicial será de 1.650.000 euros. El patrimonio estará dividido en participaciones de iguales características que conferirán a su titular un derecho de propiedad sobre el mismo. Dichas participaciones serán nominativas, tendrán la consideración de valores negociables y podrán estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta.
- (iii) **Responsabilidad** (art. 33.3 de la LCR): los partícipes no responderán por las deudas del FCR sino hasta el límite de lo aportado. El patrimonio del fondo no responderá por las deudas de los partícipes ni de las sociedades gestoras.
- (iv) **FCR de régimen simplificado** (art. 33.4 de la LCR): se permitirá la emisión de participaciones con características distintas a las participaciones

generales del FCR que solo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.

- (v) Gestión (art. 36 de la LCR): se debe designar una sociedad gestora constituida con arreglo a la LCR o a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva¹²¹.
- (vi) Auditoría de cuentas: deberán someter a auditoría sus estados financieros tal y como indica el art. 26 de la LCR.

C. Régimen de autorización y registro.

A tenor de lo dispuesto por el art. 7 de la LCR, para dar comienzo a su actividad los FCR deberán:

- (i) Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la CNMV.
- (ii) Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil o, en su defecto, mediante documento privado¹²².
- (iii) Estar inscritas en el correspondiente registro administrativo de la CNMV.

¹²¹ Nótese que la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva ha sufrido numerosas y recientes reformas. Así, las siguientes normas han retocado sustancialmente su articulado:

- (i) La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.
- (ii) La Ley 15/2011, de 16 de junio, por la que se modifican determinadas normas financieras para la aplicación del Reglamento (CE) n° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, sobre agencias de calificación crediticia.
- (iii) La Ley 21/2011, de 26 de julio, de dinero electrónico.
- (iv) La Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
- (v) La Ley 31/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

¹²² Puede constituirse mediante documento privado toda vez que el art. 7 b) de la LCR señala que los requisitos de escritura pública e inscripción en el Registro son potestativos para los FCR.

Según el art. 9 de la LCR y la norma 3 de la Circular 3/2010, la documentación necesaria para obtener la autorización previa de la CNMV es la siguiente:

- (i) La solicitud de autorización. Esta deberá incorporar:
 - a) Una memoria explicativa del proyecto.
 - b) Un folleto informativo.
 - c) Un proyecto de reglamento.
 - d) Un certificado sobre fondos aportados.
 - e) En general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en la LCR.
- (ii) La memoria explicativa del proyecto. Deberá contener necesariamente:
 - a) La identificación de los promotores, aportantes iniciales previstos y sus respectivas participaciones, siempre que sean, directa o indirectamente significativas, tal y como se definen en el art. 27 de la LCR.
 - b) Relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos.
 - c) Fines y objetivos de la futura entidad.
 - d) En su caso, grupo al que pertenezca.
 - e) Política de inversiones y de distribución de resultados.
 - f) Proyecto financiero de la entidad.
 - g) Ámbito personal y geográfico en el que operará.
- (iii) El folleto informativo. De acuerdo con la norma 3.2 de la Circular 3/2010, contendrá aquellos aspectos principales del FCR, de carácter jurídico y

financiero, que permitan al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone.

Así, el folleto informativo contendrá, como mínimo, la siguiente información:

- a) Datos identificativos del FCR y régimen de administración, dirección y gestión de la entidad.
- b) Política de inversión.
- c) Características generales: patrimonio, con indicación del valor inicial de las participaciones, duración del FCR, definición del perfil de los potenciales inversores, número de partícipes en la constitución, número de partícipes con participación significativa y objetivo de patrimonio que se pretende alcanzar, criterios sobre distribución de resultados, denominación del auditor, régimen de disolución y liquidación, carácter abierto o cerrado¹²³ de la entidad y, en su caso, posibilidad de suscripciones o reembolsos con indicación de la periodicidad del cálculo de valor liquidativo.
- d) Comisiones aplicadas.
- e) Obligaciones de información al partícipe y fiscalidad.

De acuerdo con el art. 8 de la LCR, la resolución de la autorización de la CNMV, que en todo caso habrá de ser motivada, deberá notificarse dentro del plazo de los dos meses siguientes a la presentación de la solicitud o al día en que se complete la documentación exigible. Si en tal plazo no se ha notificado una resolución expresa, la solicitud se entenderá desestimada (silencio negativo).

¹²³ Los FCR de carácter cerrado son aquellos cuya oferta de participaciones se realiza con carácter estrictamente privado, y en los que no están previstas ulteriores transmisiones de participaciones a favor de terceros que no tengan la condición de partícipes promotores y que no tengan previsto solicitar su admisión a cotización en una bolsa de valores.

Los FCR de régimen simplificado deberán sujetarse a los requisitos exigidos a las ECR de régimen común, con las siguientes especialidades (art. 14 de la LCR):

- (i) En el proyecto constitutivo deberán hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las ECR de régimen simplificado.
- (ii) El plazo para resolver la solicitud de autorización será de un mes.
- (iii) En caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo, podrá entenderse estimada (silencio positivo).
- (iv) No precisarán de la elaboración del folleto informativo.

Para obtener su inscripción en el Registro de FCR de la CNMV, los FCR presentarán ante la misma la escritura de constitución debidamente inscrita en el Registro Mercantil o los documentos privados que la sustituyan (art. 11.2 de la LCR).

La CNMV dispondrá de un plazo de quince días para proceder a la inscripción desde la presentación de los documentos señalados. La inscripción solo podrá ser denegada si la documentación presentada se apartara de la inicialmente autorizada o fuera incompleta (art. 11.3 de la LCR).

En el caso de los FCR no constituidos mediante escritura pública, la CNMV podrá acordar en un único acto la autorización del fondo y su inscripción en el Registro de FCR. En este supuesto, la inscripción se entenderá condicionada a la aportación a la CNMV de la documentación necesaria en un plazo de quince días (art. 11.4 de la LCR).

El plazo máximo para solicitar la inscripción del FCR en el Registro de FCR de la CNMV es de doce meses desde la fecha de la autorización previa (art. 11.5 de la LCR).

1.6. Sociedades de capital riesgo.

A. Concepto.

Las sociedades de capital riesgo (en adelante, “**SCR**”) son sociedades anónimas cuyo objeto social principal es el definido en el art. 2 de la LCR (art. 28.1 de la LCR). Por tanto, consiste en la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE.

Además, las SCR podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE, siempre que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación.

Finalmente, hay que señalar que las SCR podrán invertir a su vez en otras ECR autorizadas conforme a la LCR y en entidades extranjeras similares con un límite del 20% de su activo.

B. Características.

Las SCR se caracterizan fundamentalmente por las siguientes notas:

- (i) Régimen jurídico: de acuerdo con el art. 28.2 de la LCR, las SCR se regirán por lo establecido en la LCR, y en lo no previsto por ella, por lo previsto para las sociedades anónimas en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, la “**LSC**”).
- (ii) Capital social y acciones: el capital social suscrito mínimo será de 1.200.000 euros, debiéndose desembolsar en el momento de su constitución, al menos, el 50% y el resto, en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. Los

desembolsos del capital social mínimo deberán realizarse en efectivo, en activos aptos para la inversión de las ECR o en bienes que integren su inmovilizado, no pudiendo superar estos últimos el 20% de su capital social.

Los desembolsos adicionales al capital social mínimo o las posteriores ampliaciones de este podrán realizarse, además, en inmovilizado o activos financieros aptos para la inversión conforme a los arts. 18 y 21 de la LCR (art. 28.3 de la LCR).

El capital social estará representado por acciones, representadas mediante títulos, en cuyo caso serán nominativas, o mediante anotaciones en cuenta (art. 28.4 de la LCR).

- (iii) SCR de régimen simplificado (art. 28.4 de la LCR): se permitirá la emisión de acciones de una clase distinta a la general de la sociedad que solo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores.
- (iv) Gestión: señala el art. 31 de la LCR que las SCR podrán gestionar sus activos bien directamente (SCR autogestionadas), bien a través de una sociedad gestora de capital riesgo o una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva o una entidad habilitada para prestar el servicio de inversión a que se refiere la letra d) del apartado 1 del art. 63 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, la “**LMV**”)¹²⁴.
- (v) Auditoría: deberán someter a auditoría los estados financieros (art. 26 de la LCR).

C. Régimen de autorización y registro.

De conformidad con lo dispuesto por el art. 7 de la LCR, para dar comienzo a su actividad, las SCR deberán:

¹²⁴ Las SCR podrán recoger esta posibilidad en sus estatutos previo acuerdo de la junta general o por su delegación el consejo de administración. El eventual acuerdo será elevado a escritura pública e inscrito en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro administrativo. Este acuerdo no eximirá a los órganos de administración de la SCR de ninguna de las obligaciones y responsabilidades que la normativa vigente les impone.

- (i) Haber obtenido la autorización previa del proyecto de constitución por la CNMV.
- (ii) Constituirse mediante escritura pública e inscribirse en el Registro Mercantil.
- (iii) Estar inscritas en el registro de SCR de la CNMV.

Por su parte, el art. 9 de LCR indica que la documentación necesaria para obtener la autorización previa de la CNMV es la siguiente:

- (i) La solicitud de autorización. Deberá incorporar:
 - a) Una memoria del proyecto.
 - b) Un folleto informativo.
 - c) Los estatutos sociales.
 - d) Cuestionario de honorabilidad e historial profesional de quienes desempeñen cargos de administración y dirección de la entidad.
 - e) En general, cuantos datos, informes o antecedentes se consideren oportunos para verificar el cumplimiento de las condiciones y requisitos establecidos en la LCR.
- (ii) Cuestionario de honorabilidad e historial profesional¹²⁵: en caso de consejeros personas jurídicas, estos documentos serán cumplimentados por la persona física que los represente. Si los hubiere, también remitirán

¹²⁵ La LCR, en su art. 10.2.b), entiende que concurre tal honorabilidad en “*quienes hayan venido observando una trayectoria empresarial o profesional de respeto a las leyes mercantiles y demás normas que regulan la actividad económica y la vida de los negocios, así como las buenas prácticas comerciales y financieras*”. Asimismo añade que “*se entenderá que no concurre honorabilidad empresarial o profesional en quien haya sido, en España o en el extranjero, inhabilitado como consecuencia de un procedimiento concursal, se encuentre procesado, o, tratándose de los procedimientos a que se refieren los Títulos II y III del Libro IV de la Ley de Enjuiciamiento Criminal, se hubiera dictado auto de apertura del juicio oral, o tenga antecedentes penales, por delitos de falsedad, contra la Hacienda Pública y contra la Seguridad Social, de infidelidad en la custodia de documentos y violación de secretos, de blanqueo de capitales, de receptación y otras conductas afines, de malversación de caudales públicos, contra la propiedad, o esté inhabilitado o suspendido, penal o administrativamente, para ejercer cargos públicos o de administración o dirección de entidades financieras*”.

un cuestionario de honorabilidad aquellas personas que ejerzan funciones de alta dirección.

- (iii) Memoria explicativa del proyecto que, de acuerdo con el art. 9.2 de la LCR, deberá contener necesariamente:
- a) La identificación de los promotores, aportantes iniciales previstos y sus respectivas participaciones, siempre que sean, directa o indirectamente significativas, tal y como se definen en el art. 27 de la LCR.
 - b) Relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos, fines y objetivos de la futura entidad.
 - c) En su caso, grupo al que pertenezca.
 - d) Política de inversiones y de distribución de resultados.
 - e) Proyecto financiero de la entidad.
 - f) Ámbito personal y geográfico en el que operará.

En el supuesto de que la SCR tenga previsto designar una sociedad gestora, elaborará esta memoria conforme al modelo de memoria explicativa de SCR con gestora.

- (iv) El folleto informativo se ajustará a lo previsto en el art. 28 de la LMV y en las disposiciones que lo desarrollan, con las peculiaridades que para dichas entidades puedan establecerse.

De acuerdo con la norma 3.2 de la Circular 3/2010 el folleto contendrá aquellos aspectos principales de la SCR, de carácter jurídico y financiero, que permitan al inversor formular un juicio fundado sobre la inversión que se le propone.

De este modo, el folleto informativo contendrá, como mínimo, la siguiente información:

- a) Datos identificativos de la SCR y régimen de administración, dirección y gestión de la entidad.
- b) Política de inversión.
- c) Características generales: se deberá detallar el capital, con indicación del porcentaje desembolsado y valor nominal de las acciones, duración de la SCR, definición del perfil de los potenciales inversores, número de accionistas en la constitución, número de accionistas con participación significativa y objetivo de capital social que se pretende alcanzar, criterios sobre distribución de resultados, denominación del auditor, régimen de disolución y liquidación, carácter abierto o cerrado¹²⁶ de la entidad y, en su caso, posibilidad de suscripciones o reembolsos con indicación de la periodicidad del cálculo de valor liquidativo.
- d) Comisiones aplicadas.
- e) Obligaciones de información al partícipe o accionista y fiscalidad.

Las SCR cuya gestión, administración y representación no esté encomendada a una sociedad gestora deberán además cumplir los siguientes requisitos recogidos en el art. 10.2 de la LCR:

- (i) Debe contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos, incluidos mecanismos de seguridad en el ámbito informático y procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgos, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta, adecuados a las características y volumen de su actividad.
- (ii) Su consejo de administración debe estar formado por, al menos, tres miembros y sus consejeros, así como sus directores generales y

¹²⁶ Las SCR de carácter cerrado son aquellas cuya oferta de acciones se realiza con carácter estrictamente privado, y en las que no están previstas posteriores transmisiones de acciones a favor de terceros que no tengan la condición de accionistas promotores, y que no tengan previsto solicitar su admisión a cotización en una bolsa de valores.

asimilados tengan una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional.

(iii) La mayoría de los miembros de su consejo de administración, así como todos los directores generales y asimilados, deben contar con conocimientos y experiencia adecuados en materias financieras o de gestión empresarial, así como las personas físicas que representen a las personas jurídicas que sean consejeros.

(iv) Debe contar con un reglamento interno de conducta.

Según el art. 8 de la LCR, la resolución de la autorización de la CNMV, que en todo caso habrá de ser motivada, deberá notificarse dentro del plazo de los dos meses siguientes a la presentación de la solicitud o al día en que se complete la documentación exigible. Si en tal plazo no se ha notificado una resolución expresa, la solicitud se entenderá desestimada (silencio negativo).

Por lo que se refiere a las SCR de régimen simplificado deberán sujetarse a los requisitos exigidos a las ECR de régimen común, con las siguientes especialidades (art. 14 de la LCR):

(i) En el proyecto constitutivo deberán hacer mención de la intención de sujetarse a las normas de las ECR de régimen simplificado.

(ii) El plazo para resolver la solicitud de autorización será de un mes.

(iii) En caso de que no sea notificada la resolución dentro de dicho plazo, podrá entenderse estimada (silencio positivo).

(iv) No precisarán de la elaboración del folleto informativo.

En cualquier caso, para obtener su inscripción en el Registro de SCR, las SCR presentarán ante el mismo las escrituras de constitución o transformación debidamente inscritas en el Registro Mercantil (art. 11.2 de la LCR).

La CNMV dispondrá de un plazo de quince días para proceder a la inscripción desde la presentación de los documentos señalados en el apartado anterior. La

inscripción solo podrá ser denegada si la documentación presentada se apartara de la inicialmente autorizada o fuera incompleta (art. 11.3 de la LCR).

El plazo máximo para solicitar la inscripción de la SCR en el Registro de SCR de la CNMV es de doce meses desde la fecha de la autorización previa (art. 11.4 de la LCR).

1.7. Sociedades gestoras de capital riesgo.

A. Concepto.

El art. 40 de la LCR define a las sociedades gestoras de las entidades de capital riesgo (en adelante “**SGECR**”) como aquellas sociedades anónimas cuyo objeto social principal es la administración y gestión de fondos de capital riesgo y de activos de sociedades de capital riesgo¹²⁷. Como actividad complementaria podrán realizar tareas de asesoramiento a determinadas empresas no financieras definidas en el art. 2 de dicha Ley.

Asimismo, está previsto que las funciones de las SGECR puedan también ser realizadas por (i) las instituciones de inversión colectiva, reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva¹²⁸ y (ii) las entidades habilitadas para prestar el servicio de inversión de gestión discrecional de carteras que recoge el art. 63.1 d) de la LMV.

La obligación principal de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo es actuar en interés de los partícipes o accionistas en las inversiones y patrimonios que gestionen. Frente a ellos serán responsables de todos los perjuicios que les causaren por el incumplimiento de las obligaciones legalmente establecidas.

¹²⁷ Tal y como estamos viendo, mientras que los fondos de capital riesgo son patrimonios separados sin personalidad jurídica, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, las sociedades de capital riesgo son sociedades anónimas, que pueden desarrollar las actividades que les son propias, por ellas mismas o a través de una sociedad gestora.

¹²⁸ Si bien para ello deberán presentar en la CNMV, junto a la solicitud de autorización de modificación de sus estatutos sociales, una memoria descriptiva que acredite el cumplimiento de los requisitos establecidos en apartado 2 del art. 10 de la LCR (art. 41.3 de la LCR).

B. Características.

Del art. 42 de la LCR, se puede deducir que las características de las SGECR son las siguientes:

- (i) Forma societaria: deben estar constituidas como sociedades anónimas. Las acciones representativas de su capital social podrán estar representadas por medio de títulos nominativos o de anotaciones en cuenta.
- (ii) Capital social inicial: como mínimo debe de ser de 300.000 euros, y debe estar íntegramente desembolsado. Asimismo, se requiere que dicho capital esté invertido en activos adecuados para el cumplimiento de su fin social.
- (iii) Organización y medios: deben contar con una buena organización administrativa y contable, así como con los medios humanos y técnicos¹²⁹, adecuados a las características y volumen de su actividad.
- (iv) Requisitos de honorabilidad de sus administradores, directores generales y asimilados: sus consejeros, así como sus directores generales y asimilados deben tener una reconocida honorabilidad comercial, empresarial o profesional.
- (v) Cuentas anuales: deben someter a informe de auditoría sus estados financieros (art. 42.4 en relación con el art. 26.4 de la LCR).

C. Funciones.

En el art. 43 de la LCR se describen claramente las funciones que desempeñan las SGECR, a saber:

- (i) Gestionar los activos de las sociedades o los fondos de capital riesgo¹³⁰.

¹²⁹ Se entienden incluidos los mecanismos de seguridad en el ámbito informático y los procedimientos de control interno y de gestión, control de riesgos, procedimientos y órganos para la prevención del blanqueo de capitales y normas de conducta

¹³⁰ Asimismo, hay que tener en cuenta que, previa autorización de la CNMV, las SGECR podrán subcontratar a una tercera entidad parte de la gestión que lleven a cabo, sin que su

- (ii) Redactar el reglamento de gestión de los fondos.
- (iii) Llevar la contabilidad de los fondos de capital riesgo y de los activos de las sociedades de capital riesgo, con separación de la suya propia.
- (iv) Determinar el valor de las participaciones y acciones conforme al régimen establecido en el reglamento de gestión.
- (v) Emitir los certificados de participaciones.
- (vi) Distribuir los resultados del ejercicio.
- (vii) Establecer los criterios de inversión.
- (viii) Designar a las personas que participarán en los órganos de gestión o administración de las sociedades participadas.
- (ix) Determinar los medios y programas de asesoramiento técnico, económico y financiero.

D. Procedimiento de autorización y registro.

Las SGECR, para poder iniciar sus actividades, deberán ser autorizadas por la CNMV y estar inscritas en el Registro de SGECR de la CNMV. Este procedimiento de autorización y registro de las SGECR se compone de los siguientes pasos:

- (i) Autorización del proyecto de constitución de SGECR (art. 42.2 de la LCR):
 - a) Solicitud de autorización a la CNMV: las SGECR, para convertirse en tales, deberán remitir a la CNMV la solicitud de autorización del proyecto de constitución.
 - b) Dicha solicitud deberá ir acompañada de la siguiente documentación:

responsabilidad se vea afectada por ello (las SGECR serán solidariamente responsables ante los partícipes o accionistas de los perjuicios que se pudieran derivar de la actuación de la otra entidad).

- Folleto informativo: si bien la sociedad gestora no está obligada a presentar folleto informativo (art. 42.2 de la LCR), en el caso de que se presente, este documento contendrá el proyecto de los estatutos, así como aquellos aspectos principales de carácter financiero y jurídico de la entidad (en este sentido puede ser recomendable presentar un certificado sobre fondos aportados).
- Memoria explicativa sobre el proyecto de constitución: deberá contener cuanta información se precise para permitir una correcta evaluación de la entidad que se pretende crear.

La memoria deberá incluir necesariamente la siguiente información:

- Identificación de los promotores, aportantes iniciales previstos y sus respectivas participaciones significativas.
 - Relación de los mismos con otras entidades financieras y posibles vínculos entre ellos.
 - Fines y objetivos de la futura entidad.
 - En su caso, grupo al que pertenezca.
 - Política de inversiones y de distribución de resultados.
 - Proyecto financiero de la entidad.
 - El ámbito personal y geográfico en el que operará.
- Cuestionarios de honorabilidad e historiales profesionales: los miembros del consejo de administración deberán cumplimentar el formulario disponible en <http://www.cnmv.es/index.htm>. En caso de consejeros personas jurídicas, estos documentos serán cumplimentados por las personas físicas que los representen. Si los hubiere, también se remitirá un cuestionario de honorabilidad de toda persona que ejerza funciones de alta dirección.

- Otros documentos: deberán aportarse el borrador de reglamento interno de conducta, y el borrador del manual de blanqueo de capitales¹³¹.
- c) Resolución de la autorización de la CNMV (art. 8 de la LCR): esta resolución deberá ser, en todo caso, motivada, y deberá notificarse dentro de los dos meses siguientes a la presentación de la solicitud o al día en que se complete la documentación exigible. Si en tal plazo no se ha notificado una resolución expresa, la solicitud se entenderá desestimada.

En este sentido, la CNMV solo podrá denegar la autorización cuando no se cumplan los requisitos previstos en la normativa aplicable.

- (ii) Inscripción de la SGECR en el correspondiente Registro de la CNMV:
- a) Constitución e inscripción en el Registro Mercantil de la SGECR: este paso deberá llevarse a cabo conforme a lo previsto para la constitución e inscripción de sociedades anónimas tanto en la LSC como en el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (en adelante, el “**RRM**”).
- b) Solicitud de inscripción en la CNMV: habrá que aportar la escritura ya inscrita en el Registro Mercantil, y los acuerdos del consejo de administración de la sociedad aprobando los borradores del reglamento interno de conducta y del manual de blanqueo de capitales.

La CNMV dispondrá de un plazo de quince días para proceder a la inscripción (art. 11.3 de la LCR).

Asimismo, hay que tener en cuenta que no se practicarán inscripciones en caso de que medien más de doce meses entre la fecha de la autorización previa y la de la solicitud de inscripción en el

¹³¹ El borrador del manual de blanqueo de capitales será remitido por la CNMV al Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capital (SEPBLAC) para su revisión.

registro correspondiente por causa imputable al interesado. En tal caso la autorización se entenderá caducada (art. 11.5 de la LCR).

E. Causas de revocación de la autorización.

El Ministerio de Economía y Competitividad podrá, a propuesta de la CNMV, revocar la autorización concedida a una SGECR, en los supuestos establecidos en el art. 44 de la LCR, que son los siguientes:

- (i) No hacer uso de la autorización dentro de los doce meses siguientes a la fecha de la notificación de la misma.
- (ii) Renunciar expresamente a la autorización, independientemente de que se transforme en otra entidad o acuerde su disolución.
- (iii) Incumplir de forma sobrevenida cualquiera de los requisitos para la obtención de la autorización.
- (iv) Incumplir de forma grave, manifiesta y sistemática los requisitos establecidos para el ejercicio de su actividad.
- (v) Cuando existan razones fundadas y acreditadas de que la influencia ejercida por las personas que posean una participación significativa en la sociedad gestora pueda resultar en detrimento de la gestión correcta y prudente de la misma y dañar gravemente su situación financiera.
- (vi) Cuando se infrinjan de manera grave, manifiesta y sistemática las disposiciones previstas en la LCR o en el resto de normas que regulen el régimen jurídico de las sociedades gestoras de las entidades de capital riesgo.
- (vii) Cuando se dé alguna de las causas de disolución forzosa previstas en los arts. 360 y siguientes de la LSC.
- (viii) Si se hubiera obtenido la autorización en virtud de declaraciones falsas, omisiones o por otro medio irregular.
- (ix) Si se acuerda la apertura de un procedimiento concursal.

- (x) Como sanción, según lo previsto en el Título IV de la LCR.
- (xi) Cuando transcurran más de dos años sin realizar la actividad de gestión de entidades de capital riesgo.

1.8. Régimen de inversiones¹³².

El régimen de inversiones de las ECR se encuentra recogido en los arts. 17 a 25 de la LCR.

En virtud del mismo, las ECR de régimen común deben observar los siguientes coeficientes de inversión y reglas de diversificación en relación con las inversiones que lleven a cabo:

- (i) Coeficiente obligatorio de inversión: las ECR deberán mantener al menos el 60% de su activo computable en participaciones en el capital de empresas aptas, pudiendo no obstante dedicar hasta 30 puntos porcentuales de dicho activo a la concesión de préstamos participativos a tales empresas.
- (ii) Coeficiente de libre disposición: el activo de las ECR no sujeto al coeficiente obligatorio podrá mantenerse tanto en participaciones en el capital de empresas no aptas como en valores de renta fija negociados, efectivo, préstamos participativos, financiación de cualquier tipo a empresas participadas aptas y, en el caso de las SCR, hasta el 20% de su capital social en elementos que integren su inmovilizado.
- (iii) Requisitos de diversificación: las ECR no podrán invertir más del 25% de su activo computable en una misma empresa ni más del 35% en empresas pertenecientes a un mismo grupo de sociedades.

¹³² ASCRI, CLIFFORD CHANCE y GARRIGUES, *El nuevo régimen jurídico del capital riesgo en España*, 5 de abril de 2006.

- (iv) Reglas temporales: el coeficiente obligatorio de inversión deberá cumplirse al finalizar cada ejercicio social.

Además, la nueva norma contempla dos intervalos de tiempo durante los que pueden incumplirse los porcentajes establecidos a efectos de coeficientes obligatorios de inversión y libre disposición, así como los requisitos de diversificación: durante los tres años siguientes a la inscripción de la ECR en el Registro de la CNMV o a la realización de un aumento de capital o una nueva aportación a los recursos de la ECR, y durante los 24 meses posteriores a la liquidación de alguna de las inversiones que integraban el coeficiente obligatorio.

Por otra parte, si bien los mercados de valores son en principio ajenos al ámbito de actuación del capital riesgo, la LCR ofrece, tanto a las ECR de régimen común como simplificado, varias excepciones que flexibilizan en gran medida el régimen de inversiones en valores cotizados en mercados nacionales y extranjeros:

- (i) *Public to private*: las ECR pueden adquirir participaciones en el capital de empresas negociadas en primeros mercados de valores, considerándose inversiones aptas siempre que obtengan la exclusión de cotización en el plazo de un año.
- (ii) Admisiones a cotización de empresas participadas: las ECR que promuevan la admisión a cotización de sus empresas participadas en un primer mercado podrán continuar computando su inversión dentro del coeficiente obligatorio durante un plazo máximo de tres años.
- (iii) Segundos mercados: en todo caso podrán computarse dentro del coeficiente obligatorio de inversión las acciones y participaciones en empresas que coticen en segundos mercados o mercados alternativos destinados a pequeñas y medianas empresas.

Asimismo, de acuerdo con la LCR, se considerarán aptas y computables dentro del coeficiente obligatorio aquellas inversiones realizadas, tanto por las ECR de régimen común como simplificado, en sociedades cuyo activo esté constituido en más de un 50% por inmuebles, a condición de que un número de inmuebles que represente, al menos, el 85% del valor contable de todos ellos, esté afecto, ininterrumpidamente durante el periodo de tenencia, al desarrollo de actividades económicas.

Finalmente, la inversión en otras ECR encuentra en la LCR dos vías alternativas, dependiendo esencialmente del grado de dedicación a ese tipo de operaciones:

- (i) Régimen general: toda ECR puede dedicar hasta 20 puntos porcentuales de su coeficiente obligatorio a la inversión en otras ECR, a condición de que estas no reinviertan a su vez más del 10% de su activo en otras ECR (es decir, las entidades invertidas deben ser vehículos de inversión directa).
- (ii) Fondos de fondos: las ECR que se acojan al régimen de fondos de fondos deberán invertir, al menos, el 50% de su coeficiente obligatorio en ECR de inversión directa, si bien no podrán invertir en una misma ECR más del 40% de su activo.

Ambas alternativas se encuentran disponibles para las ECR de régimen común y simplificado. En todo caso y con independencia del camino elegido, las ECR se erigen como vehículos genuinamente internacionales, al permitirse las inversiones tanto en ECR nacionales como en entidades extranjeras que, independientemente de su denominación o estatuto jurídico, desarrollen actividades propias de capital riesgo.

2. Funcionamiento típico de un FCR¹³³.

2.1. Introducción.

Tras haber analizado en detalle el régimen jurídico de las ECR, creemos de sumo interés comprender, desde un punto de vista práctico, el funcionamiento típico de la ECR que más se utiliza en el mundo del capital riesgo, a saber, los FCR.

Lo que se pretende ahora es comprender los aspectos clave del funcionamiento de los FCR, conocer la estructura típica de estos fondos y analizar y entender algunos de los términos y condiciones habituales que se dan en la práctica diaria de los FCR.

2.2. Aspectos clave.

Cualquier inversor que desee participar o invertir en un FCR ha de tener claras, entre otras cosas, las siguientes cuestiones:

- (i) Se trata de inversiones poco líquidas.
- (ii) Los activos en los que va a invertir el FCR son, en muchas ocasiones, difíciles de valorar.
- (iii) No se sabe *a priori* cuándo se producirán exactamente los desembolsos que requieran las inversiones.
- (iv) Los FCR dan lugar a estructuras caracterizadas por las siguientes notas:
 - a) Los inversores comprometen su inversión al inicio pero los desembolsos se hacen efectivos cuando realmente el FCR decide invertir en algún activo o proyecto.
 - b) Generalmente, se trata de vehículos cerrados de duración definida. En efecto, son cerrados porque (i) no todos los inversores pueden acceder a un FCR debido a que es frecuente la obligación de invertir

¹³³ MANCHADO, V., *Fondos de Private Equity: algunos aspectos fundamentales*, Memorandum interno de Linklaters, febrero de 2009.

una cuantía mínima muy elevada y (ii) no entran ni salen inversores durante la vida del fondo.

- c) Se establecen restricciones a la transmisión de la cualidad del partícipe en el FCR para que no existan riesgos en el cumplimiento de los compromisos de aportación.
- d) La remuneración del gestor dependerá, como luego veremos, de las distribuciones de caja que se realicen a los inversores.

2.3. Cómo se estructura un fondo.

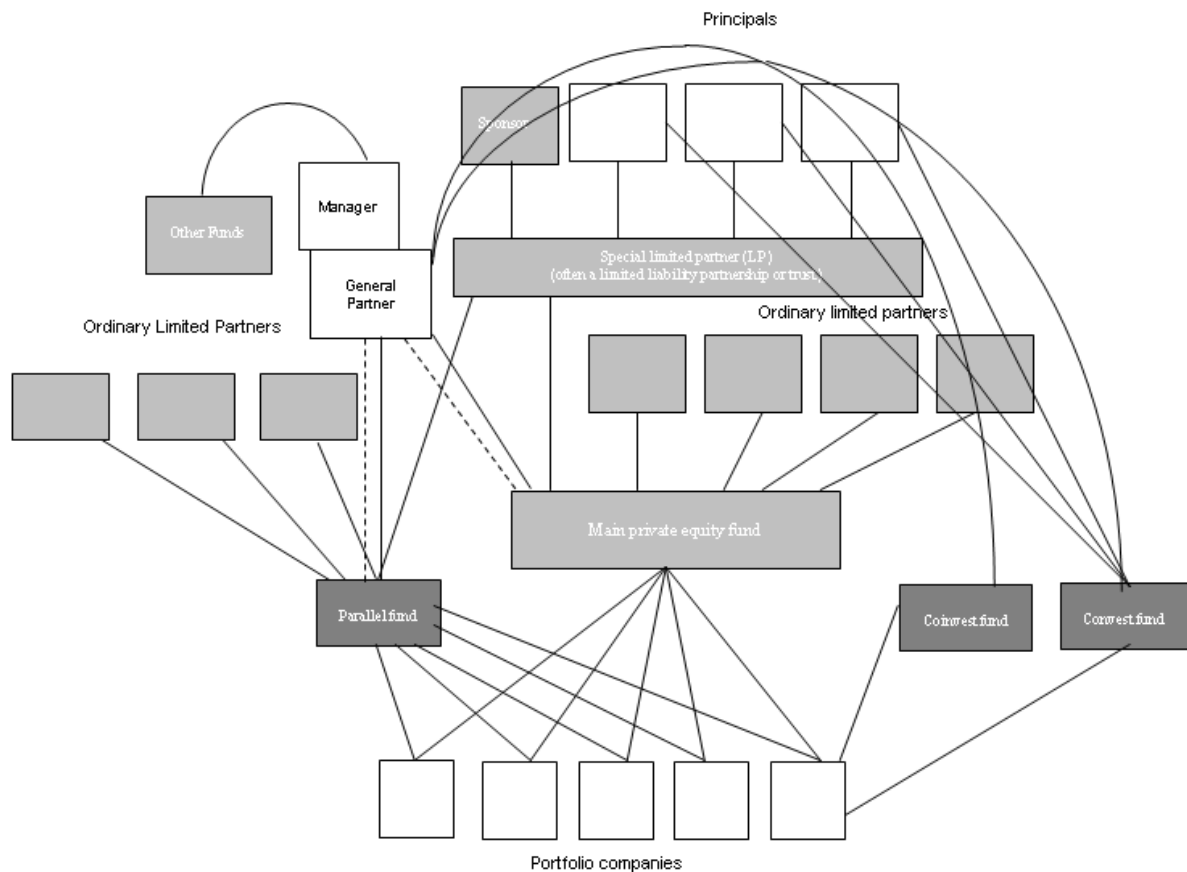
La fórmula mágica a la hora estructurar un fondo consiste en alinear los intereses entre inversores, gestores de fondo y directivos de empresa¹³⁴.

Al hablar del régimen jurídico de las ECR, ya hemos visto que en España el capital riesgo suele estructurar sus operaciones a través de SCR y FCR (bien de régimen común, bien de régimen simplificado) gestionadas, por una SGECR o un consejo de administración en el caso de las SCR y por una SGECR en el caso de los FCR.

Por lo que se refiere al campo internacional y, en particular, al mundo anglosajón, si bien es cierto que no es objeto de este trabajo analizar sus estructuras en profundidad, creemos de interés esbozar al menos alguna pincelada sobre las mismas. Así, en el gráfico expuesto a continuación encontramos un modelo clásico e internacional de estructura de fondos de *private equity*¹³⁵.

¹³⁴ BLOOMFIELD, S., *Venture capital funding. A practical guide to raising finance*, Kogan Page, London, 2008.

¹³⁵ La estructura que se dibuja coincide con la definición de fondo de *private equity* dada por LÓPEZ LUBIÁN, F.J., *op. cit.*, pág. 89. Así, “un fondo es un compromiso de una serie de inversores institucionales (*Limited Partners* o LP) para entregar una cantidad de dinero al gestor del fondo (*General Partner* o GP) durante un cierto periodo de tiempo (10 años, por ejemplo), en el momento en el que este lo solicita (*capital call*) para efectuar una inversión. El dinero no se entrega a la constitución del fondo, sino cuando se realizan las inversiones y se devuelve a lo largo de la vida del fondo. Los inversores o LP no controlan el calendario de desembolsos-devoluciones, aunque esperan una cierta rentabilidad”.



Como se ve, la estructura es ciertamente compleja (y se puede complicar aún más, muchas veces por motivos fiscales) e incluye algunos sujetos de los que es conveniente hablar un poco, a saber:

- (i) El *general partner*: es la persona (o la gestora) encargada del día a día de la gestión de los FCR. En definitiva, se trata de la casa de capital riesgo implicada en el proyecto y encargada de obtener las cantidades necesarias de fondos de pensiones, aseguradoras e inversores institucionales para “levantar” el fondo.
- (ii) El *manager*: es frecuente que el *general partner* delegue tareas y responsabilidades de gestión a otra entidad, llamada *manager*, que estará íntimamente vinculada con el mismo y que será la que generalmente cobre las comisiones por gestión (*management fees*) de las inversiones realizadas por el FCR.
- (iii) Los *ordinary limited partners*: es la denominación con la que se conoce a cada inversor que invierte su dinero en FCR. Suelen ser fondos de pensiones, aseguradoras e inversores institucionales.

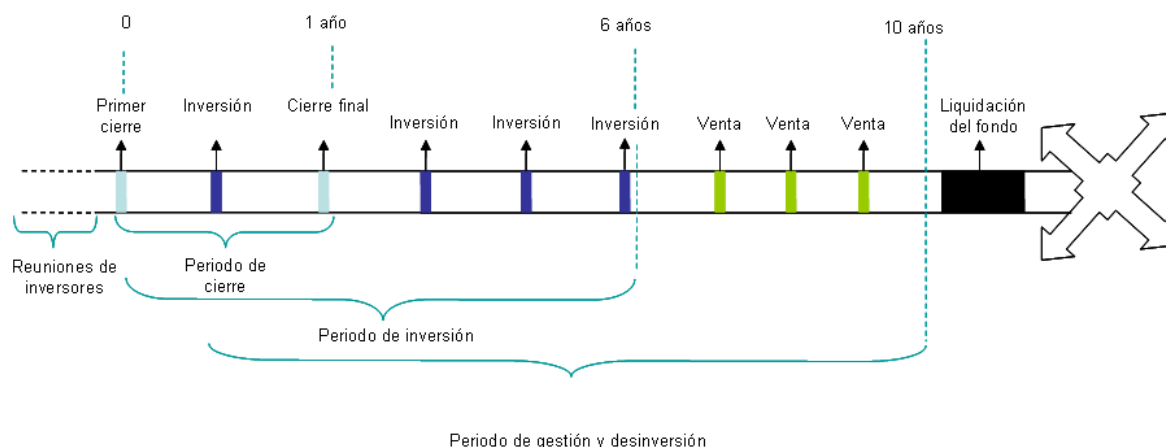
- (iv) El *special limited partner*: suele adoptar la figura de *trust* o de *limited liability partnership* (similar a una sociedad de responsabilidad limitada) y es el vehículo a través del cual el *sponsor* canaliza su inversión en el FCR.
- (v) El *sponsor*: se trata del patrocinador financiero del proyecto o inversión además de ser uno de los grandes inversores en el mismo. Los *sponsors* realizan un seguimiento muy exhaustivo de sus participadas y, en general, tienen equipos gestores muy profesionales.

Por otra parte, y tal y como se ve en el gráfico anterior, en ocasiones, existe la posibilidad de que los inversores co-inviertan de forma paralela al fondo (lo que se conoce como *co-investment policy*). Las motivaciones que pueden llevar a hacer uso de la co-inversión cambian en función de los sujetos. Así, para el fondo la co-inversión puede resultar de interés si el proyecto en el que pretende invertir es demasiado grande para que el FCR lo afronte en solitario. Por su parte, los inversores pueden estar interesados en estructurar la inversión de forma paralela al fondo, bien para pagar menos comisiones (*fees*) al FCR (o incluso no pagarlas), bien para poder elegir las inversiones (*cherry picking*) en las que desean invertir sin tener que depender de la política de inversiones del FCR.

2.4. La vida del fondo.

Como ya hemos mencionado anteriormente, las inversiones de las ECR y, por tanto, también las de los FCR, tienen un carácter eminentemente temporal. De este modo, la vida del FCR no se puede prolongar *sine die*, sino que, por el contrario, tiene una fecha de caducidad.

En el gráfico siguiente se expone, a modo de ejemplo, la vida típica de un FCR:



Como vemos, podemos distinguir las siguientes etapas en la vida de un FCR:

- (i) Reuniones preliminares con los inversores: es un periodo de aproximación y conocimiento recíproco entre el FCR (su proyecto y su política de inversión) y los inversores.
- (ii) Periodo de cierre: los cierres (*closings*) constituyen un proceso por el que la gestora y los inversores del FCR se obligan respectivamente a constituir e invertir en el fondo. Suelen durar un año y se pueden distinguir dos tipos:
 - a) *Dry closings*: son aquellos en los que no hay un desembolso efectivo.
 - b) *Wet closings*: se trata de cierres en los que sí se produce el desembolso efectivo.

En cualquier caso, a la hora de llevar a cabo un cierre siempre se han de tener presentes cuestiones tan importantes como la compensación a realizar a favor de inversores anteriores, los ajustes a implementar entre los vehículos paralelos de inversión o las inversiones que se hayan llevado a cabo entre distintos cierres.

- (iii) Periodo de inversión: incluye el periodo de cierre y va más allá en el tiempo, pues es el momento en el que se llevan cabo los compromisos de aportación de fondos y los efectivos desembolsos de los mismos

(*commitments and drawdowns*) para invertir en los proyectos seleccionados. En definitiva, es el periodo en el que se pueden solicitar desembolsos para llevar a cabo las inversiones.

La justificación del periodo de inversión se encuentra en que los FCR son fondos cerrados de duración definida y, en consecuencia, se ha de fijar un calendario para llevar a cabo las inversiones. A esto se le une el hecho de que se ha de permitir un periodo posterior de maduración de las inversiones para que posteriormente, en fase de desinversión, se obtengan las rentabilidades esperadas.

De este modo, el periodo de inversión suele durar entre cuatro o cinco años desde el cierre final, o incluso antes si un porcentaje elevado del capital comprometido ya se ha invertido (normalmente, más del 70 o 75%).

En cualquier caso, desde el punto de vista de los inversores conviene tener presente que:

- a) Estos se comprometen a aportar un importe máximo. Por tanto, una vez que han desembolsado ese máximo se restringe la posibilidad de solicitar nuevos desembolsos.
- b) Normalmente se acuerda un máximo de compromisos que puede aceptar el fondo (*hard cap*). Por eso, siempre se ha dicho que el acceso a las inversiones de capital riesgo es muy restringido.
- c) Los desembolsos serán realizados a solicitud del gestor (*capital calls*).

Asimismo, desde el punto de vista de los gestores, no se ha de olvidar que a fin de alinear intereses se espera que estos inviertan o co-inviertan junto con el resto de inversores, bien en el propio fondo, bien operación por operación, o bien a través de un vehículo co-inversor.

Por otra parte, se pueden dar situaciones de incumplimiento (*default*) en los casos en los que los gestores realizan una solicitud de desembolso y esta no se lleva a cabo.

En estos casos, y salvo que se hayan previsto posibles excepciones al desembolso (*excuses*), lo habitual es que se desplieguen algunas de las siguientes consecuencias:

- a) Pago de intereses si el cumplimiento es tardío.
 - b) Amortización de la participación en el fondo (*forfeiture*).
 - c) Venta a un tercero de la participación en el fondo del inversor en mora.
 - d) Pérdida de los derechos políticos y económicos correspondientes.
- (iv) Periodo de gestión y de desinversión: abarca desde el momento en el que se realiza la primera inversión hasta el momento en el que se desinvierte en el último de los proyectos invertidos.

Al realizarse las distintas inversiones, el FCR comienza a gestionar las empresas que adquiere con el fin de sacarles el mayor jugo posible, maximizando ingresos y minimizando costes, con el fin de (i) repagar las deudas con las que se financiaron las adquisiciones y (ii) venderlas posteriormente materializando las plusvalías esperadas.

- (v) Liquidación del fondo y distribución de las ganancias: transcurridos aproximadamente diez años desde la constitución del fondo y una vez que se han gestionado los distintos proyectos y se ha desinvertido en los mismos, se procede a la liquidación del fondo y a distribuir las ganancias obtenidas entre los inversores y los gestores del FCR.

2.5. Comisiones (*fees*)¹³⁶.

Los gestores del FCR van a cobrar una serie de comisiones variadas por gestionar el FCR y las sociedades en las que este último invierta o participe.

Las comisiones que normalmente cobran son las siguientes:

¹³⁶ Un estudio muy interesante sobre los *fees* de los FCR se encuentra en D'APICE, P., *Manual de procesos tipo para fondos de capital privado*, Banco Interamericano de Desarrollo, junio de 2009.

- (i) Comisión de gestión (*management fee*): es la comisión fija anual pagada al *general partner*. Suele ser un porcentaje (entre el 1 y el 2%) del volumen del fondo gestionado.

En algunos casos se establece una reducción escalonada (*step-down/ramp-down*) del porcentaje al final del periodo de inversión.

La finalidad de esta comisión es la de solventar los gastos operativos del gestor como sueldos, gastos administrativos, oficina, viajes, información, etc.

- (ii) Comisión de éxito (*carried interest/carry*): es una comisión que se basa en la participación en los beneficios. Así, se incentiva a los gestores para que el fondo genere mejores resultados dándoles una participación en las plusvalías resultantes.

Es el principal incentivo para el gestor y constituye su verdadera fuente de ganancias. En la gran mayoría de los casos, se establece en el 20% de las ganancias, después de haber devuelto el capital a los inversores, incluyendo honorarios y gastos. Algunos gestores internacionales de muy buena reputación pueden cobrar hasta el 30%, pero son muy pocos casos y su éxito histórico debe ser excepcional. A la inversa, algunos gestores nuevos pueden aceptar comisiones menores, de hasta el 10%.

La estructura estándar del *carried interest* consiste en un esquema de “cascada”, según el cual los ingresos del fondo se distribuyen en forma escalonada, como se describe a continuación:

- a) Devolución del capital: primero se devuelve el capital invertido a los inversores. El capital consiste en la totalidad de las aportaciones realizadas con destino a inversiones, honorarios o gastos.

- b) Rentabilidad mínima (*hurdle rate*): los ingresos siguientes se distribuyen a los inversores hasta que hayan obtenido un retorno equivalente al *hurdle rate*¹³⁷.
- c) Compensación o *catch up*: la totalidad o una parte de los ingresos siguientes se distribuye al gestor hasta completar el 20% del total de ganancias distribuidas (lo que representa el 25% de las distribuciones a los inversores en concepto de *hurdle rate*, descrito en el punto anterior)¹³⁸.

¹³⁷ A nivel internacional, el *hurdle* para los fondos en dólares varía entre un 6% y un 10% compuesta anual. Al ser calculada en forma compuesta anual (o TIR), se genera un incentivo para que el gestor no demore las salidas, ya que el paso del tiempo “sube el listón” para el cálculo del *carried interest*.

Es importante destacar que el *hurdle* no es un retorno mínimo garantizado para el inversor. Debido a la naturaleza de sus inversiones, ningún FCR puede garantizar una rentabilidad mínima. El *hurdle* es un incentivo para motivar al equipo gestor del fondo a alcanzar una rentabilidad mínima, y esta no necesariamente refleja el coste de oportunidad del capital. Nótese que, a pesar de las amplias variaciones del coste del dinero en los últimos veinte años, el *hurdle rate* típico se ha mantenido entorno al 8%.

Un *hurdle* muy elevado puede incentivar al gestor a buscar inversiones más arriesgadas. Eventualmente, puede desmotivar al equipo y desviar su atención a otras fuentes de ingresos. Esto es más importante aún, cuando el retorno esperado del fondo es bajo (por ejemplo, del 0% al 15%), y es allí cuando más se necesita un gestor motivado.

Además, debe tenerse en cuenta que el *hurdle* solo tiene un efecto real en la distribución de los ingresos para resultados entre cero y el *hurdle* más la compensación del gestor. Para resultados superiores, la totalidad de los ingresos por encima del capital se distribuyen 80/20 debido al mecanismo de compensación. El *hurdle* en este caso, solo habrá afectado el perfil temporal de las distribuciones. De manera que, si el fondo tiene éxito, el *hurdle* se vuelve irrelevante. A la inversa, si un fondo pierde dinero, el *hurdle* también será irrelevante ya que los inversores tienen preferencia para recuperar su capital, pero no tienen un retorno mínimo garantizado.

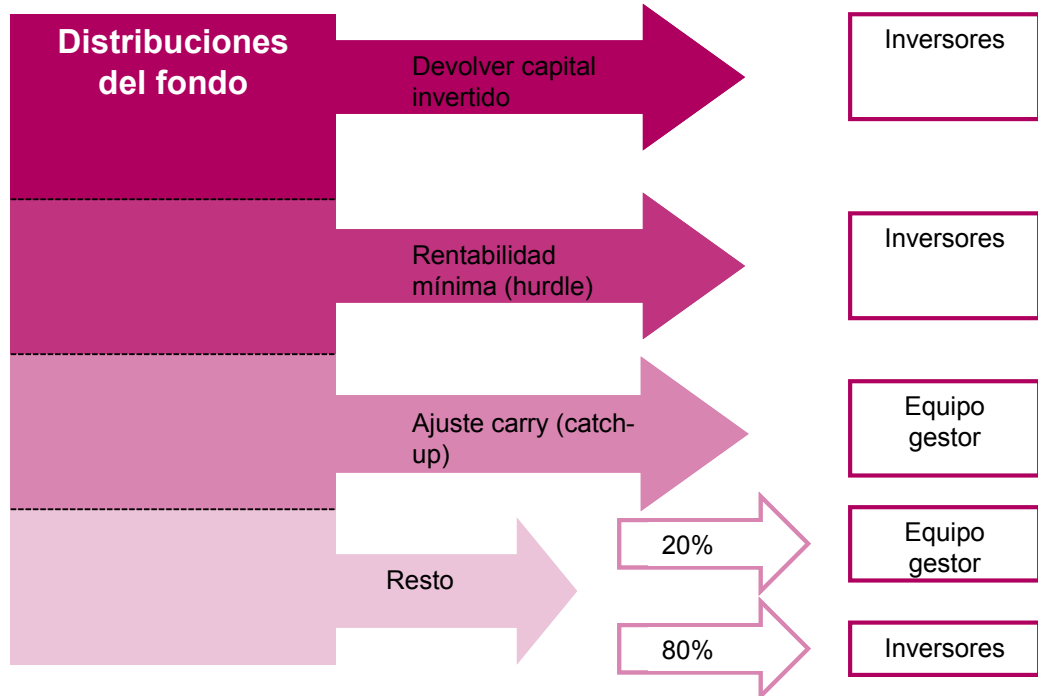
¹³⁸ El mecanismo de compensación o *catch up* permite al gestor equiparar su participación en las ganancias después de haberse distribuido el *hurdle* a los inversores. De esta manera, si el fondo obtiene un rendimiento mayor al *hurdle* más la porción de *carry* que corresponde al gestor, la totalidad de las ganancias por encima del capital aportado se habrá distribuido 80/20.

Este mecanismo es ampliamente aceptado, con las siguientes variantes:

- (i) *Full catch up*: bajo esta modalidad, después de distribuir el *hurdle* a los inversores, la totalidad de los ingresos se distribuye al gestor hasta completar el porcentaje de *carry* (20%) sobre la totalidad de las ganancias distribuidas. Para un *carry* de 20%, el *full catch up* equivale al 25% del montante distribuido en concepto de *hurdle*.
- (ii) *Catch up gradual*: bajo esta modalidad, después de distribuir el *hurdle*, un porcentaje de los ingresos adicionales mayor al *carry* se distribuye al gestor, hasta tanto este haya recibido su porcentaje de *carry* sobre la totalidad de ganancias distribuidas. A partir de allí, todos los ingresos se distribuyen 80/20. El porcentaje típico de *catch up* bajo el esquema gradual varía entre 50% y 80%, siendo este último el más difundido. Este mecanismo tiene el efecto de prolongar el periodo para completar el *catch up*, de manera que el gestor solo recibirá el total del *carry* para resultados del fondo más elevados. Al final de la vida del fondo, el efecto es similar a un *hurdle* más elevado. La

d) Distribución 80/20: cada euro adicional de ganancia se distribuye el 80% para los inversores y el 20% para el gestor.

Expresado gráficamente la estructura sería la siguiente:



Por otra parte, debemos distinguir las distintas modalidades de *carry* existentes o dicho en la jerga del capital riesgo los *carry models*. Así, yendo del más favorable al inversor al más favorable para el gestor, podemos distinguir los siguientes:

a) *Whole fund carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:

- El *carry* solo se devenga una vez que los inversores obtengan un retorno igual al importe invertido más el importe pendiente de desembolso (si procede), más la rentabilidad mínima sobre dichos importes.

diferencia está en el perfil temporal de la distribución de ingresos.

- El gestor no puede cobrar *carry* de más, dándose así una protección absoluta para los inversores.
- La percepción del *carry* se demora. Ello puede implicar, sin embargo, la desincentivación del equipo gestor.

b) *Invested capital carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:

- El *carry* solo se devenga una vez que los inversores obtengan un retorno igual al importe invertido en el fondo, más el retorno preferente sobre dicho importe.
- Asegura que los inversores reciban el retorno sobre su inversión antes que el *carry* sea generado.
- Existen riesgos potenciales de pagar *carry* en exceso.
- Las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*) se hacen necesarias. Sobre ellas volveremos más adelante.

c) *Realised investment carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:

- El *carry* solo se devenga una vez que los inversores obtengan un retorno igual al importe invertido en el activo del que resultan los importes que se distribuyen, más el importe invertido en activos desinvertidos previamente, más la rentabilidad mínima sobre dichos importes.
- Al igual que en el supuesto anterior, se da el riesgo de pago de *carry* en exceso.
- El *carry* se paga antes que bajo los modelos de *invested capital* y *whole fund carry*.
- Surgen también las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*).

d) *Deal by deal carry*: este modelo de *carry* se caracteriza por las siguientes notas:

- El *carry* nace una vez que la plusvalía generada por el activo en cuestión supera el importe originalmente invertido más el retorno mínimo sobre dicho importe.
- Solo considera la operación en cuestión y no la de activos previamente desinvertidos.
- Hay un mayor potencial de pagar un *carry* excesivo.
- Surgen también las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*).

Como hemos visto, en tres de los modelos de *carry* (*invested capital*, *realised investment* o *deal by deal*) son habituales las obligaciones de devolución (*clawback*) y retención (*escrow*).

El objetivo de la cláusula de *clawback* es mantener la relación 80/20 en la distribución de las ganancias del fondo. Así, consiste en la obligación del gestor de devolver todo o parte del *carry* recibido (neto de impuestos) si los gestores han percibido más del porcentaje de beneficios del fondo que corresponda (típicamente un 20%) o los inversores no han percibido el dinero invertido y la rentabilidad mínima asociada (típicamente un 8%).

Íntimamente relacionado con la cláusula de *clawback* se encuentra la retención de cantidades o *escrow*. Así, normalmente se retiene un porcentaje (normalmente, alrededor de un 25%) de las distribuciones de *carry* que se hagan. Su objetivo último es proteger al inversor de la posibilidad de que los gestores no puedan devolver los fondos sujetos al *clawback* en el momento de la liquidación¹³⁹.

(iii) Comisiones que se cargan a las participadas (*transaction fees*): el gestor puede cobrar honorarios por transacción, monitoreo o servicios de

¹³⁹ Aún con las cantidades retenidas en el *escrow*, existe el riesgo de las mismas sean insuficientes a la hora de ejecutar la cláusula de *clawback*.

asesoramiento. Esto es más común entre los fondos de adquisición o fondos con *management fees* por debajo de la media del mercado. También pueden darse cuando el gestor lidera una transacción sindicada con otros fondos o co-inversores.

Dichos honorarios se cargan a las empresas en las que el fondo invierte o a los co-inversores y suelen compartirse con el fondo, mediante un descuento al *management fee*. La parte compartida con el fondo va desde el 50% hasta el 100% de la comisión. Alternativamente, puede fijarse un límite monetario hasta el cual los honorarios de transacción corresponden en su totalidad al gestor, y a partir de allí se comparten o van en su totalidad al fondo.

2.6. Transmisiones.

Los FCR son fondos cerrados, es decir, no permiten la redención anticipada del capital a solicitud del inversor. Los compromisos de capital son incondicionales e irrevocables, salvo en casos de faltas graves por parte del gestor, inhabilitación o salida de las personas clave (*key men*), o alguna otra causa específica prevista en la constitución del fondo, que pudiera suspender los compromisos de los inversores hasta tanto se remedie la situación.

Cualquier inversor que desee abandonar el fondo, debería recurrir a la venta de su participación¹⁴⁰. Para ello, deberá contar con la aprobación del gestor, y así y todo, probablemente deba mantener su compromiso para futuras llamadas de capital o desembolsos.

Así, si un inversor quiere transferir su participación en el fondo, deberá primero ofrecerla a los demás inversores, y luego al gestor. Si no hay interés o el interés es solo por una parte, el inversor podrá ofrecer el saldo a terceros en los mismos términos y condiciones. Para ello, debe preverse un mecanismo transparente de notificación y oferta. En cualquier caso, suele requerirse la aprobación del gestor. Estas condiciones no se aplican para las transferencias

¹⁴⁰ En muchas ocasiones, esto no será posible pues los FCR suelen ser vehículos cerrados cuyas participaciones no son libremente transmisibles.

de participaciones a sociedades filiales o a otras entidades o vinculadas con el inversor.

La transferencia de la participación en el fondo, no obstante, puede no liberar al inversor de su compromiso de capital. La transferencia del compromiso es más difícil y requiere la aprobación expresa del gestor, y en cualquier caso requerirá un proceso de *due diligence* del nuevo inversor.

Las limitaciones a la transmisibilidad tienen unos objetivos claros, a saber:

- (i) Evitar el riesgo de incumplimiento de compromisos y desembolsos.
- (ii) Evitar los riesgos de incumplimientos a nivel regulatorio.
- (iii) Proteger la confidencialidad.

2.7. Persona clave (*key man*).

La persona o personas clave (*key person* o *key man*) son aquellas consideradas clave para el éxito del fondo. Generalmente, son los directores o socios del gestor, incluyendo aquellos que condujeron el proceso de obtención de fondos.

Una cláusula *key man* establece que si una o todas las personas clave del FCR renuncian, quedan incapacitadas para desempeñar sus obligaciones, o dejan de estar involucradas en el proyecto, los inversores pueden suspender automáticamente las actividades de inversión, suspender los compromisos de inversión y destituir al gestor.

La cláusula puede prever que estas consecuencias sean automáticas o bien que se desplieguen tras una deliberación y votación entre los inversores.

Lo más prudente en estos casos es estipular también un mecanismo que permita resolver el problema; por ejemplo, otorgando al gestor un plazo prudente para presentar nuevos candidatos a suceder al antiguo hombre clave.

Ahora bien, en estos casos conviene distinguir si efectivamente el *investment case* depende de la habilidad y conocimientos de personas específicas y no del potencial de una gran organización ya establecida.

2.8. Cese del gestor.

Este es un punto clave de los términos y condiciones de un nuevo fondo. Los inversores desean contar con la mayor flexibilidad posible para destituir al gestor si se ha perdido la confianza en él.

Por su parte, el gestor suele realizar importantes inversiones en tiempo y dinero para montar un fondo, lo que constituye para ellos un proyecto de dedicación exclusiva de largo plazo (especialmente cuando se trata de un gestor profesional). Por ello, se resisten a aceptar la destitución sin estar motivada.

Antiguamente, los FCR no podían destituir al gestor sin una causa justificada. Así, la destitución tenía lugar únicamente en los supuestos de insolvencia, incapacidad, negligencia, fraude, dolo, vulneración de las leyes o la incapacidad o renuncia de uno o varios *key men*.

En estos casos, se necesitaba una mayoría del 50% de los compromisos de inversión para llevar a cabo la destitución y la consecuencia económica inmediata para los gestores era la pérdida de su comisión de gestión así como del *carried interest*.

Actualmente, además de mantenerse las destituciones del gestor por causa justificada hay una tendencia a promover la flexibilización de las condiciones para la destitución del gestor. En algunos fondos se emplea la cláusula de “divorcio sin culpa” (*no-fault divorce*), cláusula que para ser ejecutada requiere el voto de mayorías especiales de inversores. Es importante que un eventual cese sin causa cuente con el apoyo de una amplia mayoría de inversores (típicamente 67% o 75%), ya que estos pueden dar lugar a conflictos de interés cuando algún inversor tenga un interés particular en cambiar al gestor.

En cualquier caso, cuando se destituye al gestor sin causa, suele preverse un pago indemnizatorio del orden de uno a dos años de comisión de gestión, más

la retención del *carry* de las operaciones cerradas hasta la fecha de su destitución.

2.9. Conflictos.

A fin de evitar situaciones irreversibles, es interesante detectar y tratar en los términos del fondo los potenciales conflictos que puedan surgir.

Así, es frecuente prever mecanismos como los siguientes:

- (i) Establecer restricciones a la posibilidad de levantar nuevos fondos con objetivos de inversión sustancialmente similares (*successor funds*). Normalmente, esta prohibición permanecerá vigente hasta que finalice el periodo de inversión.
- (ii) Fijar claramente que los requisitos que deben cumplir las operaciones con partes vinculadas, siendo de vital importancia que las mismas se lleven a cabo en condiciones y a precios de mercado.
- (iii) Regular la posibilidad de compensar los ingresos con las comisiones de gestión.
- (iv) Detallar claramente las reglas de distribución de oportunidades de inversión.
- (v) Establecer la obligación de informar (incluso de someter algunas decisiones) al comité asesor.

2.10. Gobierno corporativo.

Los principales órganos de gobierno y supervisión de un FCR son la asamblea de inversores, el comité asesor y el comité de inversiones.

A. Asamblea de inversores.

Dado que en muchos países no existen regulaciones específicas para los FCR, las facultades de los inversores suelen estar limitadas a aquellas expresamente incluidas en el reglamento (o *LP Agreement*) y varían de fondo en fondo.

No obstante, por la naturaleza de patrimonio autónomo de los FCR y el carácter de socios de responsabilidad limitada (*limited partners*) de los inversores, las facultades de estos suelen ser muy limitadas.

En particular, con el fin de limitar su responsabilidad, los inversores no tienen ninguna injerencia en las decisiones de inversión o administración del fondo.

Por otra parte, las decisiones importantes, como cambios al reglamento, destitución del gestor (cuando está previsto), extensión de la vida del fondo o del periodo de inversiones, etc., típicamente requieren el voto de mayorías especiales de inversores (67%, 75% o más).

Los inversores de un FCR tendrán generalmente los siguientes derechos:

- (i) Participar en los resultados económicos generados del giro ordinario de las operaciones de la cartera colectiva.
- (ii) Examinar los documentos relacionados con la cartera colectiva, a excepción de aquellos que se refieran exclusivamente a los demás inversores.
- (iii) Negociar sus participaciones en el fondo, de conformidad con la naturaleza de los documentos representativos de dichas participaciones.
- (iv) Ejercer los derechos políticos derivados de su participación, a través de la asamblea de inversores.

En general, los FCR internacionales no prevén un órgano de gobierno del tipo de una asamblea de inversores. En estos casos, existe una asamblea o reunión anual, convocada por el gestor, donde se informa a los inversores sobre el desempeño del fondo; pero dicha asamblea no tiene funciones ejecutivas ni facultades especiales. Adicionalmente, suele preverse que en

dicha reunión no se brindará información sobre los proyectos bajo evaluación por cuestiones de confidencialidad.

En aquellas jurisdicciones en las que sí se prevé una asamblea de inversores como órgano de gobierno corporativo, las funciones que se le otorgan a la misma suelen ser las siguientes:

- (i) Elegir los miembros del comité de vigilancia.
- (ii) Aprobar las cuentas anuales del fondo.
- (iii) Designar, cuando lo considere conveniente, un auditor externo.
- (iv) Cambio y destitución del gestor.
- (v) Liquidación del fondo y designación del liquidador
- (vi) Aprobar o improbar el proyecto de fusión del fondo.
- (vii) Las demás asignadas por el reglamento del fondo.

B. Comité asesor (advisory board).

Los FCR internacionales cuentan con un órgano de consulta, denominado *advisory board*, cuyas principales características son: (i) es un órgano o comité del fondo; (ii) representa los intereses de los inversores; (iii) es de carácter consultivo, por lo que no tiene responsabilidad sobre las decisiones de inversión y administración del fondo; (iv) puede tener derecho a aprobar o consentir ciertas cuestiones en determinados casos (nuevos *key men*, prórroga de la vida del fondo, etc.); y (v) son consultados en casos de conflicto de interés.

C. Comité de inversiones (investment committee).

El comité de inversiones es un órgano del gestor. Está a cargo de las decisiones de inversión y desinversión del fondo, y de todas aquellas decisiones que puedan tener un impacto significativo en el valor de las participaciones de los inversores.

Son funciones del comité de inversiones:

- (i) Evaluar y aprobar los proyectos de inversión presentados por el gestor, de acuerdo con el perfil de riesgo y la política de inversión del fondo.
- (ii) Evaluar y aprobar la venta o liquidación de las inversiones del fondo.
- (iii) Evaluar y aprobar la fusión y/o escisión de las empresas o proyectos en los que haya invertido el fondo (en la medida en que el fondo tenga autoridad suficiente para influir en dicha decisión a nivel de la empresa).
- (iv) Verificar que no existan conflictos de interés en los negocios y actuaciones del fondo. En el supuesto en que el comité de inversiones llegara a identificar potenciales conflictos de interés, deberá ponerlos en conocimiento del comité asesor.
- (v) Evaluar y proponer, en general, todas las medidas que reclame el interés común de los inversores.
- (vi) Determinar los criterios de valoración del portafolio de inversiones.
- (vii) Cuando fuera parte de la estrategia del fondo, aprobar el endeudamiento y/o reestructuración del pasivo del fondo.

2.11. Cómo rentabilizar la inversión en el fondo¹⁴¹.

A cambio de la falta de liquidez de la inversión, así como del elevado riesgo asumido, los inversores en un fondo de *private equity* confían en obtener unas rentabilidades que pueden oscilar entre dos mil y seiscientos puntos básicos por encima de las condiciones de mercado de otras inversiones menos arriesgadas.

Para obtener las anteriores rentabilidades los gestores de los fondos suelen hacer uso de las siguientes técnicas:

- (i) Aumentan el apalancamiento financiero de las empresas en las que se ha invertido. Como veremos detenidamente en un capítulo posterior, el

¹⁴¹ Para más información al respecto véase LÓPEZ LUBIÁN, F.J., *op. cit.*, págs. 90 y 91.

apalancamiento financiero es positivo cuando mediante el uso de deuda es posible incrementar la rentabilidad financiera de una inversión. Esta deuda genera un coste financiero (intereses), pero si la inversión genera un ingreso mayor que los intereses a pagar, el excedente pasa a aumentar el beneficio de la empresa.

- (ii) Profesionalizan la gestión de las empresas en las que participan, buscando la mayor eficiencia posible, aumentando así la rentabilidad operativa de las mismas generando mayores ingresos y reduciendo al máximo los costes.
- (iii) Mejoran la gestión de los activos fijos y circulantes de las sociedades que adquieren. Así, no es infrecuente que para generar rentabilidad a la inversión la casa de *private equity* decida vender los inmuebles de la sociedad adquirida, permaneciendo la sociedad en los mismos en calidad de arrendataria y con una opción de compra futura sobre los mismos (operación de *sale and lease back*¹⁴²). Es más, puede ocurrir lo que tan gráficamente explicaba Richard Gere en *Pretty Woman*, a saber, que la empresa tenga menor valor en conjunto que la suma de sus partes, interesando, por tanto, dividir la misma en distintos lotes y venderlos por separado (bien mediante ventas de activos, bien mediante la escisión de la sociedad adquirida).
- (iv) Finalmente, no debemos olvidar que el momento clave para obtener la rentabilidad será el de la salida o desinversión de las sociedades adquiridas. Recordemos que las entidades de capital riesgo no pueden permanecer más allá de un plazo determinado participando de una sociedad de ahí que sea tan importante una salida exitosa de la sociedad objetivo (también conocida como sociedad *target*) y la materialización de las plusvalías latentes generadas.

A estos efectos, las formas clásicas de desinversión son las siguientes:

¹⁴² Por ejemplo, las casas de capital riesgo PAI, Permira y CVC, propietarias de Cortefiel como consecuencia de un LBO, se desprendieron del patrimonio inmobiliario de la compañía a través de un *sale and lease back*, obteniendo un suculto botín en forma de plusvalías inmobiliarias con las que repagaron parte de la financiación de la compra de la sociedad.

- a) La salida a bolsa de la sociedad objetivo.
- b) La venta de la sociedad objetivo a un tercero.
- c) La liquidación de la sociedad objetivo.

Ahora bien, estas vías de desinversión no son siempre posibles. En este sentido, en los últimos años se han desarrollado mecanismos alternativos para los casos en los que no son viables las técnicas clásicas de desinversión. Estas vías alternativas son básicamente dos:

- a) La recapitalización de la empresa (*recap*) con la que se incorpora nueva deuda a la empresa que se emplea para retribuir a los inversores del fondo, mediante la distribución de dividendos o la reducción de capital con devolución de aportaciones.
- b) El *secondary buyout* que consiste en vender la sociedad objetivo a otra entidad de capital riesgo.

Sobre estas vías de desinversión volveremos más adelante, en capítulos posteriores, para tratarlas con mayor detenimiento.

CAPÍTULO TERCERO: INTRODUCCIÓN A LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS.

1. Concepto y naturaleza jurídica.

Tal y como ya comentamos en el capítulo primero, entre las operaciones típicas de los operadores de capital riesgo encontramos las adquisiciones apalancadas de empresas. Ahora bien, debido a que esta operación, en general, y el conjunto de contratos que se han de preparar para la correcta ejecución de la misma, en particular, constituyen el epicentro de este trabajo, se procede a continuación en este capítulo y en los sucesivos a un estudio individualizado y de mayor profundidad que el resto de operaciones ejecutadas por los operadores de *private equity*.

Pues bien, uno de los procedimientos para adquirir una compañía consiste en financiar parte del precio de la compra a través de recursos ajenos.

En este sentido, una adquisición apalancada o *leveraged buyout* (en adelante, “**LBO**” en singular y “**LBOs**” en plural) se puede definir como aquella compraventa en la que el comprador adquiere una sociedad (en adelante, la “**Sociedad Target**”) o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia Sociedad *Target*¹⁴³.

En efecto, una transacción típica de adquisición apalancada implica la adquisición de una Sociedad *Target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras

¹⁴³ SERRANO ACITORES, A., “La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo”, *Asocia*, enero de 2007, págs. 6 y siguientes.

(generalmente conocidas como proveedores de deuda o entidades financiadoras).

Los LBOs se enmarcan, sin duda alguna, dentro de la institución de la compraventa de empresas. No obstante, mucho se ha discutido acerca de si este tipo de compraventa tiene naturaleza mercantil o civil.

A pesar de que para autores como SEGURA DE LASSALETTA¹⁴⁴ se trata de operaciones cuya naturaleza jurídica se encuadra fundamentalmente dentro de la compraventa civil, creemos, con la doctrina¹⁴⁵ y jurisprudencia¹⁴⁶ mayoritaria, que los LBOs tienen carácter mercantil.

Con independencia de que al analizar el contrato de compraventa se estudie esta cuestión en más detalle, queremos anticipar ahora las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de este tipo de adquisiciones, a saber:

- (i) Es evidente el ánimo de lucro del comprador.
- (ii) El objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial.
- (iii) Los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio. Así, en el correspondiente contrato de compraventa se regularán plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target*, ya sea a través de la venta

¹⁴⁴ SEGURA DE LASSALETTA, R., "Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales", en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 141 y siguientes.

¹⁴⁵ Así lo consideran los maestros GARRIGUES, URÍA, LANGLE y PAZ-ARES, entre otros muchos.

¹⁴⁶ En el orden jurisprudencial es clásica la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se declara que "*la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del Código de Comercio como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio*". Dicha doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa ha sido reafirmada por Sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, 10 de febrero de 1936, 4 de abril de 1941 y 13 de marzo de 1943, entre otras.

de la sociedad adquirida mediante ventas privadas¹⁴⁷ o mediante una oferta pública de venta en bolsa y, de este modo, materializar las plusvalías latentes generadas.

- (iv) Al pretender la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el art. 325 del Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se aprueba el Código de Comercio (en adelante, el “**CCom**”) a cuyo tenor “*será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa*”.

2. Notas características.

Las adquisiciones apalancadas se caracterizan por las siguientes notas:

- (i) Sea de naturaleza civil o mercantil, lo que está claro es que tanto la normativa recogida en los arts. 1445 y siguientes del Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se aprueba el Código Civil (en adelante, el “**CC**”) como la recogida en los arts. 325 y siguientes del CCom, se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas.

En efecto, si bien de la definición que hemos dado de la operación esta podría parecer sencilla, lo cierto es que suelen dar lugar a transacciones verdaderamente complicadas y a una variedad de jerga esotérica para describirlas.

En este sentido, y a la luz del art. 1255 del CC, sobre autonomía de la voluntad, se ha ido configurando una instrumentación jurídica estandarizada tan sofisticada (no solo en España sino también en el

¹⁴⁷ Se trata de los *secondary buyouts*, es decir, aquellas operaciones en la que habiéndose producido un primer *buyout*, la entidad de capital riesgo inicial, que por su propia naturaleza realiza inversiones de carácter temporal, vende su participación y da entrada a otra entidad de capital riesgo, manteniéndose generalmente, sin embargo, la participación en el proyecto de los directivos.

extranjero) que algunos han calificado de “*fruto de la fantasía y la alquimia societaria*”¹⁴⁸.

- (ii) Son operaciones basadas en prácticas anglosajonas por lo que, tal y como expusimos en la introducción del presente trabajo, muchos de los términos empleados en las mismas son vocablos en inglés.
- (iii) Una parte importante de la adquisición está financiada con deuda o recursos ajenos. Dada su importancia, volveremos sobre esta cuestión más adelante.
- (iv) Se trata de operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos. Así, además de comprador y vendedor, participan todas las entidades encargadas de financiar la operación y, en su caso, directivos o empleados bien de la Sociedad *Target* o bien ajenas a la misma.
- (v) Como consecuencia de la nota (iv) anterior y debido a la complejidad de los LBOs, intervienen tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación.
- (vi) La forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar¹⁴⁹) una sociedad vehículo (en adelante, “**Newco**”) que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*. De este modo, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de *Newco* y de la Sociedad *Target*.
- (vii) La Sociedad *Target* soporta el coste financiero de la adquisición pues, o bien garantiza con sus activos el repago de la deuda, o bien la repaga mediante los flujos de caja libres que la referida Sociedad *Target* pueda generar. Como veremos, es aquí donde se plantea el problema de determinar la admisibilidad de la operación a la luz de la prohibición legal de asistencia financiera.

¹⁴⁸ SEGURA DE LASSALETTA, R., *op. cit.*, pág. 141.

¹⁴⁹ Son numerosas las gestorías que tienen ya constituidas sociedades vehículos (generalmente, sociedades limitadas) sin actividad para venderlas a los patrocinadores financieros y ahorrar así un valioso tiempo que permitirá cerrar antes la operación.

- (viii) Las principales razones para concertar operaciones de este tipo son fundamentalmente las siguientes:
- a) Situaciones de desinversión por parte de grupos de sociedades que pretenden deshacerse de una rama de actividad o de una filial.
 - b) La liquidación o escisión de una sociedad.
 - c) La más habitual, que es la venta de una sociedad de carácter familiar.
- (ix) Una empresa que sea buena candidata a un LBO debe cumplir los siguientes requisitos:
- a) Generación estable y predecible de caja para hacer frente al servicio de la deuda¹⁵⁰.
 - b) Empresa estable o de lento crecimiento: relacionado con el punto anterior, la empresa no debe ser de rápido crecimiento, porque esto implica la necesidad de disponer de liquidez que la alimente y, por tanto, no se puede utilizar para devolver la deuda.
 - c) Equipo experimentado y estable.
 - d) Bajo endeudamiento: la empresa debe tener un *ratio* de endeudamiento pequeño, es decir, su capacidad de endeudamiento debe estar infrautilizada. Así podrá endeudarse para ser adquirida mediante un LBO.
 - e) Posibilidad de reducir costes: por ejemplo, reducir el número de empleados, reducir los gastos de capital, reducir costes administrativos, establecer mejores controles sobre costes operativos, etc.
 - f) Existencia de activos no estratégicos: la posible venta de estos activos proporcionará liquidez para devolver la deuda.

¹⁵⁰ El servicio de la deuda está formado por los gastos financieros más la amortización financiera. Por tanto, la generación de caja debe ser suficiente para hacer frente a estos conceptos y con un riesgo económico (que mide la variabilidad de los flujos de caja libres de la empresa) bajo para evitar que en algún periodo haya escasez de fondos.

- g) Es recomendable que los directivos sean socios de la empresa: cuanto mayor sea la implicación de los directivos en el capital social de la empresa, más se implicarán en su gestión y más seguros estarán los acreedores de que su deuda será satisfecha.
 - h) Pocas necesidades de capital de trabajo y programa de inversiones poco exigente: cuanto menores sean las inversiones en activo fijo y circulante, más flujos de caja libre estarán disponibles para hacer frente al servicio de la deuda.
- (x) Para que esta operación tenga éxito se deben cumplir los siguientes requisitos:
- a) Equipo de directivos consistente, a poder ser con experiencia en este tipo de operaciones.
 - b) Grupo de accionistas-patrocinadores fuertes (normalmente un capital riesgo o *private equity*).
 - c) Selección de un sector industrial atractivo y fragmentado, listo para someterse a procesos de consolidación.
 - d) Estructura de capital simplificada, preferiblemente con un único grupo de accionistas dado que, posteriormente, será necesario complicar la estructura con nuevas emisiones, lo que implicará la necesidad de contentar a todas las partes.
- (xi) Una vez ejecutado el LBO, se producen cambios en diferentes estructuras. Así, se modifican:
- a) La estructura de la propiedad: con el LBO se produce un cambio en el accionariado de la Sociedad *Target*. En efecto, *Newco* e indirectamente los promotores del LBO (un *private equity*, o los directivos, o una combinación de ambos) pasarán a ser los nuevos socios de la Sociedad *Target*.

Asimismo, en ocasiones también se convertirán en socios de la Sociedad *Target* los prestamistas, principales y subordinados, quienes suelen quedarse con la opción de asistir a los consejos de administración y decidir sobre el equipo directivo.

En consecuencia, el poder de los prestamistas es elevado ya que siguen de cerca las actividades de los directivos y pueden influir en decisiones estratégicas.

En cualquier caso, a la hora de configurar la estructura de propiedad lo ideal es intentar conseguir que cada uno de los nuevos socios tenga un fuerte incentivo para conseguir aumentar el valor de la empresa.

- b) La estructura del activo: el cambio en la estructura accionarial afecta a las decisiones estratégicas de cuáles son los negocios en los que se debe permanecer. Los nuevos accionistas, en la búsqueda de la rentabilidad y el aumento de valor, reflexionan sobre cuáles son las áreas de negocio que mayor valor aportan y cuáles no.

Una vez se identifican las áreas de elevado valor añadido, cabe decidir sobre el futuro del resto de áreas.

Frecuentemente, los accionistas deciden salir de esas áreas de negocio generando así un flujo de caja que sirve para realizar inversiones en las áreas clave y acometer la amortización de la deuda.

- c) La estructura organizativa: la presión de hacer frente a las obligaciones de la deuda y de los intereses, obliga a los directivos a optimizar la estructura organizativa buscando la reducción de costes y la mejora de flujos de tesorería.

Los principales factores organizativos empleados son:

- Reducción del tamaño del equipo asesor.
- Acortamiento de las líneas de autoridad y comunicación.

- Centralización de las decisiones estratégicas y descentralización de las operativas.
- Modificación de los sistemas de incentivos, haciéndolos depender de la productividad alcanzada.
- Dotación de fluidez y flexibilidad al sistema informativo de gestión.

d) La estructura financiera: al producirse un aumento en el endeudamiento cambia la estructura del pasivo de las sociedades implicadas en el LBO. Sobre la estructura de financiación hablaremos más adelante.

(xii) Tal y como ya se ha indicado, la operación es realizada generalmente por una entidad de capital riesgo y, por tanto, la inversión tiene carácter transitorio. Así, los compradores pretenden aumentar el valor de la empresa adquirida y venderla en un plazo de entre tres y siete años, materializando las plusvalías generadas. Sobre este aspecto abundaremos un poco más adelante.

3. Ventajas y riesgos.

Las principales ventajas que ofrece un LBO para el adquirente son, entre otras, las siguientes:

- (i) Le permite llevar a cabo la compraventa con una aportación mínima de fondos propios.
- (ii) Los intereses de la deuda se consideran gasto deducible a efectos del Impuesto sobre Sociedades¹⁵¹.

¹⁵¹ Ahora bien, a este respecto se ha de tener en cuenta que el Real Decreto-ley 12/2012, de 30 de marzo, por el que se introducen diversas medidas tributarias y administrativas dirigidas a la reducción del déficit público ha modulado dicha deducibilidad. En efecto, el mencionado Real Decreto-ley modifica a través de su art. 1 el art. 20 del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades y limita la deducibilidad de los gastos financieros. Así, con la nueva norma no serán deducibles en el año los gastos financieros que excedan del 30% del resultado (EBITDA) del ejercicio, siendo en todo caso deducible la cantidad de un millón de euros. Eso sí, los gastos que no fueran deducibles en el año sí lo serán en periodos futuros, con un máximo de dieciocho años. Asimismo, el reciente Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la

- (iii) Siempre que se lleve a cabo una reorganización y una expansión adecuada de la Sociedad *Target* permite generar unas plusvalías a medio plazo bastante considerables (una TIR del 20% o superior).

Sin embargo, no podemos obviar los inconvenientes y riesgos que puede suponer un LBO, a saber:

- (i) El eventual fracaso financiero como consecuencia de una elección errónea de la Sociedad *Target*.
- (ii) La falta de terceros interesados en la compra de la Sociedad *Target* (o de la participación mayoritaria) propiedad del operador de capital riesgo cuando este desee desinvertir.
- (iii) La problemática que genera la prohibición de asistencia financiera en este tipo de operaciones.

4. Tipos.

En función de los sujetos adquirentes en la operación podemos distinguir los siguientes tipos de LBO:

- (i) *Management buyout* (“**MBO**”): en este caso la adquisición de la Sociedad *Target* la llevan a cabo los directivos de la propia Sociedad *Target*, bien solos o bien apoyados por parte de uno o varios patrocinadores financieros.

Las ventajas principales son:

- a) Se aprovecha la oportunidad de adquirir el negocio a un precio más favorable que para otros inversores.
- b) Los directivos de la propia compañía son los que tienen un mayor conocimiento de la empresa.

estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad ha restringido aún más esta posibilidad al haber adoptado como medida de carácter indefinido, la modificación de la limitación a la deducibilidad de gastos financieros, haciéndola extensiva a todas las empresas en general, sin circunscribirse a su pertenencia a un grupo mercantil.

- (ii) *Management buy in* (“**MBI**”): aquí la adquisición de la Sociedad *Target* la ejecuta un equipo profesional externo a la Sociedad *Target*, normalmente seleccionado por parte del patrocinador o patrocinadores financieros.

Estos supuestos suelen darse cuando los prestamistas no quieren apoyar financieramente a los directivos de empresas pobremente dirigidas y que deseen adquirirlas, al suponer que fracasarán en su intento de mejorar la gestión de las mismas. Preferirán pues, a un nuevo equipo directivo, conocido por las entidades financieras que soportan la operación¹⁵².

- (iii) *Buy in management buyout* (“**BIMBO**”): en este supuesto protagonizan la compra de la Sociedad *Target* tanto directivos de la Sociedad *Target* como profesionales ajenos a la misma.
- (iv) *Leveraged employee buyout* (“**LEBO**”): la adquisición de la Sociedad *Target* es llevada a cabo por los propios empleados.

Presenta la ventaja de la transformación del espíritu y los ánimos de los empleados, puesto que pasarán a trabajar para ellos mismos, lo que implica un aumento de la lealtad y devoción al trabajo, reflejándose en poco tiempo en los resultados.

- (v) *Institutional buyout* (“**IBO**”): en este tipo de adquisiciones un inversor institucional participa mayoritariamente en la inversión.
- (vi) *Owners buyout* (“**OBO**”): en él uno de los socios de la Sociedad *Target* ejecuta la compra de la participación de los demás socios.
- (vii) *Leveraged take-over bids*: se trata de los LBOs sobre sociedades cotizadas. También son conocidos como operaciones *public to private* o P2P debido a que después de la adquisición se excluye a la Sociedad *Target* de cotización. Sobre ellos volveremos más adelante y les dedicaremos un capítulo en el que explicaremos todas sus peculiaridades.

¹⁵² De hecho, es habitual que las entidades financieras se dediquen a buscar grupos de ejecutivos que puedan levantar determinadas empresas mal gestionadas.

- (viii) *Secondary buyout* (“**SBO**”): es aquella operación en la que un fondo de *private equity* compra a otro fondo de *private equity* su participación en una empresa previamente adquirida por este.

Por otra parte, es posible distinguir otras modalidades de LBO, a saber¹⁵³:

- (i) Por el objeto de los LBOs, podemos distinguir entre adquisiciones apalancadas de activos (*assets LBOs*) y adquisiciones apalancadas de acciones o participaciones (*stocks LBOs*).

La elección de uno u otro tipo de LBO dependerá de las ventajas fiscales (por ejemplo, compensar bases imponibles negativas o evitar la doble imposición) y contables (revalorización de activos y actualización de balances).

- (ii) En función de la estructura financiera y de cómo esté garantizada la misma podemos distinguir entre adquisiciones apalancadas garantizadas (*secured LBOs*), si los activos de la Sociedad *Target* son utilizados para garantizar el pago de la financiación, y adquisiciones apalancadas no garantizadas (*unsecured LBOs*), si la financiación no se encuentra respaldada con garantías sobre los activos de la Sociedad *Target*.

Ahora bien, como indica TORTUERO “*en la práctica esta distinción no tiene trascendencia, puesto que los LBOs emplean una combinación de financiación garantizada y no garantizada*”¹⁵⁴.

- (iii) También puede distinguirse entre LBOs amistosos y hostiles, en función de si todos los socios de la Sociedad *Target* han acordado enajenar su participación en dicha sociedad o de si alguno de ellos se ha opuesto a la operación.

Finalmente, no debemos olvidar una modalidad especial conocida como *leveraged build up* (“**LBU**”) y que no es otra cosa que la adquisición de una

¹⁵³ Se trata de la clasificación esbozada por CANDELARIO, MACÍAS, I. y LEYVA SAAVEDRA, J. en “El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras”, en *Estudios Financieros*, Madrid, 2000.

¹⁵⁴ TORTUERO, J., *op. cit.*, pág. 12.

empresa para que actúe de catalizadora en un proceso de adquisición e integración de empresas que pretenda una rápida expansión, utilizando endeudamiento significativo en el proceso de compra.

En efecto, MASCAREÑAS nos describe perfectamente el LBU y sus características fundamentales al señalar que el LBU *“o acumulación apalancada es un tipo de estrategia financiera que consiste en la utilización del endeudamiento como instrumento para financiar una serie consecutiva de adquisiciones en un intento de establecerse firmemente en un sector. Para conseguirlo, o bien se parte de una empresa de la que ya se es propietario y a la que se denomina compañía plataforma, o bien se comienza desde cero penetrando en el sector elegido.*

Un LBU suele iniciarse cuando una firma patrocinadora recluta a un alto directivo con objeto de hacerle socio y colocarle al frente de un equipo de gestión. Respaldo por el patrocinador, el equipo directivo busca realizar una serie de adquisiciones que desemboquen en la formación de una gran compañía. La adquisición inicial podría incluso ser lo suficientemente importante como para utilizarla de plataforma para futuras compras, que irían aumentando el tamaño de la empresa hasta alcanzar la dimensión deseada. Una variante consiste en un empresario que desea que su negocio crezca de forma externa y para financiar el crecimiento busca a un grupo patrocinador del LBU al que quiere someter a aquel. De esta forma, la creación de valor surge al combinar la financiación propia y la ajena con la gestión adecuada.

Una de las razones del éxito de los LBU radica en que la formación de una gran compañía permite a la firma que gestiona la compra apalancada recibir unos pagos por la venta de aquella que van desde cinco a ocho veces sus flujos de caja, lo que es mucho más que los múltiplos de los precios medios pagados por empresas más pequeñas que se mueven en un rango de dos a cinco veces sus flujos de caja. Cuanto mayor sea la empresa implicada en un LBU, más atractiva resultará ser para una mayor familia de adquirentes potenciales.

Cuando la empresa alcanza un tamaño suficientemente grande como para poder cotizar en bolsa, se podría utilizar esta opción como forma de posibilitar a los propietarios de la compañía la desinversión de sus recursos.

El LBU, además, al realizarse a través de fusiones-adquisiciones de tipo horizontal puede generar economías de escala que le permita competir con ventaja con otras empresas más pequeñas del mismo sector y, por tanto, mejorar sus márgenes de beneficios. A lo que contribuye la mejora en la eficiencia de la gestión de la empresa debido a la introducción de sistemas y disciplinas que son difíciles de implantar en compañías más pequeñas. En otras palabras, los LBU se organizan de cara a generar beneficios económicos mediante un proceso de crecimiento externo que alimenta, consolida y captura la energía creada por empresarios con éxito, de tal manera que los negocios en un sector fragmentado se convierten en una única empresa rentable”¹⁵⁵.

5. Partes implicadas en las adquisiciones apalancadas.

Entre las diferentes características que hemos enumerado para describir el LBO, merece especial atención la de que los LBOs son operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos.

Así, en cualquier operación con cierta complejidad encontraremos al menos a las siguientes partes:

5.1. Los compradores. En especial, los patrocinadores financieros.

Desde el punto de vista de los compradores, este tipo de operaciones frecuentemente son protagonizadas por patrocinadores financieros (también conocidos en el argot como inversores financieros, promotores financieros o en inglés como *financial sponsors*), en particular, por fondos de *private equity*,

¹⁵⁵ MASCAREÑAS, J., “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero”, en la obra *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005, págs. 207 y 208.

aunque no necesariamente, existiendo también ejemplos, de operaciones promovidas por inversores industriales¹⁵⁶.

De este modo, la operación estará normalmente dirigida por uno o dos ejecutivos del patrocinador financiero que tendrán una función esencial en las negociaciones relacionadas con todos los elementos del negocio.

Asimismo, y tal y como hemos visto, en función de la modalidad de LBO ante la que nos enfrentemos podemos encontrar como parte compradora a otro tipo de inversores como pueden ser los directivos (bien de la propia Sociedad *Target*, o bien un nuevo equipo de directivos configurado *ad hoc*) e incluso los propios empleados de la Sociedad *Target*. Sin embargo, y debido al enfoque de nuestro trabajo, nos vamos a centrar en los patrocinadores financieros.

Los patrocinadores financieros son generalmente entidades de *private equity* que obtienen fondos de una variedad de fuentes, incluidos fondos de pensiones, bancos, compañías de seguros, personas físicas y agencias gubernamentales. Invierten dichos fondos en nombre de aquellos inversores en participaciones de control en compañías que desarrollan negocios maduros y que pueden estar o no cotizando en un mercado de valores.

Un patrocinador financiero esperará generar un retorno de su inversión de entre un 15 y un 25%¹⁵⁷ y para ello emplean una gama de diferentes técnicas, entre las que se incluyen:

- (i) La mejora de la rentabilidad del negocio (mediante la mejora de los términos comerciales con proveedores, la reducción de plantilla y el incremento de la eficiencia de los empleados).
- (ii) La expansión de las ventas o la redefinición de la estrategia.
- (iii) La combinación de la Sociedad *Target* con otras compañías de la cartera del patrocinador financiero para obtener sinergias de crecimiento.

¹⁵⁶ Por ejemplo, las ofertas públicas de adquisición de Barclays Bank sobre Banco Zaragozano (2003), de Autogrill sobre Aldeasa (2005), de Yell sobre Telefónica Publicidad e Información (2006) o de Imperial Tobacco sobre Altadis (2007).

¹⁵⁷ Este retorno se denomina, por lo general, múltiplo TIR (tasa interna de retorno).

(iv) La venta de activos no esenciales.

Sin embargo, la técnica más importante que emplean los patrocinadores financieros para aumentar el retorno de su inversión es la maximización del importe de financiación de deuda y la minimización del importe a aportar de fondos propios para adquirir la Sociedad *Target*, es decir, intentan generar el efecto apalancamiento del que hablaremos en el siguiente capítulo y que, en síntesis, consiste en incrementar la rentabilidad de los fondos propios incorporando más financiación ajena a la empresa.

Por otra parte, y como venimos viendo a lo largo de todo el presente trabajo, para el patrocinador financiero es fundamental poder rentabilizar su inversión en la Sociedad *Target* dentro de un plazo adecuado de tiempo tras la adquisición, materializando de una manera clara las plusvalías que generan.

Tradicionalmente, los patrocinadores financieros tratan de lograr una salida completa de la Sociedad *Target* durante los tres o cinco años siguientes a la adquisición, ya sea mediante la salida a bolsa de la Sociedad *Target* o mediante la venta de la misma a un comprador comercial u otro patrocinador financiero. Antes (o en lugar de) una salida completa, los patrocinadores financieros tratarán también de rentabilizar su inversión mediante una recapitalización del negocio o a través de la venta de algunos de los activos no fundamentales de la empresa¹⁵⁸.

Finalmente, no queremos dejar de mencionar que cada vez es más frecuente que los patrocinadores financieros aúnen sus fuerzas formando consorcios a la hora de adquirir una Sociedad *Target* concreta. Ello les permite embarcarse en operaciones mucho mayores, ya que, por un lado, les será más fácil obtener financiación ajena y, por otro, en conjunto podrán realizar mayores aportaciones de fondos propios para la ejecución de la adquisición¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Estos métodos se denominan a menudo salida parcial, dado que el patrocinador financiero conserva la titularidad de la Sociedad *Target* a pesar de haber recibido un retorno sobre su inversión.

¹⁵⁹ Un ejemplo de este tipo de consorcios lo encontramos en la adquisición de Cortefiel en el año 2005. Tras haber formulado OPAs competidoras, finalmente las empresas de capital riesgo PAI, Permira y CVC se unieron y convirtieron en copropietarias de la empresa textil.

Asimismo, también es cada vez más frecuente que los patrocinadores financieros aúnen sus fuerzas con inversores comerciales o industriales a fin de aprovechar su *know-how* y de lograr sinergias con sus negocios.

5.2. Los vendedores.

A. Tipos de vendedores.

Desde el punto de vista de los vendedores, podemos distinguir los siguientes tipos:

- (i) Grandes corporaciones (cotizadas o no) que venden una o más de sus divisiones no fundamentales a un patrocinador financiero (quien dirigirá dichas divisiones de manera independiente como empresa individual).
- (ii) Patrocinadores financieros que venden una empresa en cartera adquirida mediante una adquisición apalancada a otro patrocinador financiero a fin de lograr una salida (operación que ya hemos visto y que es conocida como SBO).
- (iii) Socios fundadores de grandes empresas que buscan vender dicho negocio en su totalidad a un patrocinador financiero a fin de materializar su riqueza (práctica común en Alemania, en donde muchas empresas relativamente grandes permanecen en manos privadas).
- (iv) Socios de sociedades familiares que como consecuencia de dificultades en el relevo generacional de la cadena de mando optan por vender, consiguiendo así un evento de liquidez y repartiendo la riqueza obtenida entre las ramas familiares en conflicto (ejemplo común de lo que ha estado ocurriendo en España, donde la mayoría de las PYMES -y en consecuencia, la mayoría de las empresas que forman el tejido empresarial español- son sociedades familiares)¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Un ejemplo de esto lo encontramos en la adquisición de Embutidos Palacio por la firma de *private equity* ProA Capital en el año 2008. En efecto, con esta operación Embutidos Palacios cambia de manos con la tercera generación. A doce kilómetros de Logroño, la carnicería de Albelda de Iregua regentada por el abuelo de la saga se convirtió, a partir de los años 80, en fabricante industrial de embutidos, fundamentalmente chorizos, gracias al impulso de Dolores García y sus tres hijos, Jaime, Francisco Javier y Ángel Pablo Palacios.

B. Procedimientos de venta.

La venta de la Sociedad *Target* supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. A mayor abundamiento, más allá de la libertad de pactos concedida por el art. 1255 del CC, no existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición apalancada de una empresa.

Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.

Si bien estos procedimientos se estudiarán en profundidad en un capítulo posterior, no queremos dejar de apuntar, al menos, algunas notas características. Así, el procedimiento *one-to-one* es aquel en que el comprador y el vendedor o vendedores negocian de forma directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad *Target*.

Por lo que se refiere al procedimiento de subasta privada, generalmente, el vendedor (incluidos los patrocinadores financieros en aquellos casos en que venden una empresa que tienen en cartera) contratarán a un banco de inversión para que organice un proceso de subasta en su nombre a fin de generar interés en dicho negocio, maximizar los ingresos procedentes de la venta y asegurarse de que la Sociedad *Target* sea vendida en el horizonte temporal deseado por el vendedor.

Tales procesos de subasta pueden ser muy intensos, con numerosos patrocinadores financieros compitiendo duramente por adquirir la misma Sociedad *Target*¹⁶¹. Normalmente, el vendedor celebrará dos o tres rondas de

Todo cambió con la creación del consejo familiar. A partir de entonces, los hermanos Palacios, con el trabajo del día a día delegado en el equipo directivo, se dedicaron a diversificar su patrimonio en diferentes sectores (inmobiliario) y empezaron a escuchar ofertas por la compañía.

¹⁶¹ Un ejemplo claro lo encontramos en la adquisición de Caprabo por parte de Eroski en el año 2007. En dicha subasta Morgan Stanley fue el banco de inversión que intermedió en la operación y en ella pujaron tres inversores industriales como fueron Carrefour, Eroski y

pujas y tratará de mantener la tensión competitiva hasta la fecha misma del contrato de compraventa al no conceder exclusividad a ningún patrocinador financiero concreto durante dicho proceso. Ello da lugar a una considerable carga de trabajo para los patrocinadores financieros y a las entidades financiadoras de cada uno de ellos (así como a sus letrados y demás asesores).

C. Operaciones de MBO.

En algunos casos, como pueden ser las operaciones de MBO, el equipo directivo que gestiona la Sociedad *Target* puede inspirar la venta de la misma mediante un acercamiento a sus correspondientes propietarios con una solicitud de compra respaldada por un patrocinador financiero. En un mercado de vendedores, dicho enfoque podría incitar al propietario de la empresa a celebrar una subasta.

D. Operaciones de public to private.

Como veremos en la segunda parte de esta obra al tratar esta operación concreta y sus especialidades, un patrocinador financiero puede querer adquirir una sociedad cotizada para después excluirla de cotización. En tales circunstancias, el acercamiento inicial del patrocinador financiero se hará al consejo de administración de la compañía cotizada, por ser este quien gestiona la Sociedad *Target*.

Dicho consejo de administración realizará una recomendación a los accionistas sobre si deben o no aceptar la oferta y vender sus acciones. En este sentido, se ha de tener presente que los patrocinadores financieros, normalmente son reticentes a llevar a cabo ofertas que sean consideradas hostiles (es decir, no recomendadas por el consejo).

E. Reinversión del vendedor.

Un vendedor puede tratar de maximizar el precio principal recibido por una Sociedad *Target* reinvertiendo una parte del mismo en el nuevo proyecto y

Alcampo y dos fondos de capital riesgo, a saber, Permira y Blackstone, este último a través de El Árbol.

siguiendo en contacto con su antigua empresa, generalmente, adquiriendo participaciones de *Newco*, convirtiéndose así en compañero de viaje del patrocinador financiero y, en su caso, de los directivos y demás co-inversores que participen en la operación.

5.3. Las entidades financiadoras.

Puede haber adquisición de empresas sin financiación ajena, pero no puede haber operación de LBO sin financiación ajena. En efecto, una característica fundamental de un LBO es la necesidad de que una gran parte de la adquisición se financie con deuda. De este modo, las entidades financiadoras (también conocidas como proveedores de deuda) devienen parte esencial de la operación.

Así, en las adquisiciones apalancadas de empresas se emplean diversos productos para proporcionar la financiación de la deuda. Se describen en más detalle en el siguiente capítulo y en la segunda parte de este trabajo, siendo la deuda principal o *senior*, la deuda *second lien*, la deuda *mezzanine* y la financiación puente (hacia posteriores operaciones en mercados de capital) los productos con los que se opera más a menudo.

La existencia de una pluralidad de entidades financiadoras se debe fundamentalmente al hecho de que se trata de operaciones de muchos millones de euros y ninguna entidad financiera está dispuesta a asumir un riesgo tan elevado. Por ello, parte o la totalidad de la financiación de la deuda para la adquisición de la Sociedad *Target* será sindicada en los mercados bancarios.

Dado que, por lo general, no es posible que el proceso de venta y la sindicación de la deuda tengan lugar al mismo tiempo, una entidad financiadora (o un reducido número de ellas) suscribirá la financiación de la deuda, teniendo lugar la sindicación tras la firma.

El mandato de actuar como "coordinador" (*arranger*) o "asegurador" (*underwriter*) de la financiación de la deuda normalmente será otorgado por parte del patrocinador financiero de forma competitiva tras negociaciones

paralelas con varios posibles proveedores de deuda, siendo tomada la decisión relativa al mandato en función de los términos comerciales clave ofrecidos por cada proveedor de deuda (en concreto, precio -comisiones e intereses-, importe de la deuda y flexibilidad en relación a otras cuestiones comerciales clave tales como adquisiciones y enajenaciones). La competencia entre los proveedores de deuda por dichos mandatos (y las comisiones por adelantado y los negocios asociados que generan) puede ser intensa y, en el contexto de un proceso de subasta por una Sociedad *Target*, las entidades financiadoras a menudo tratarán de desplegar varias "ramas de negociación" con diferentes patrocinadores financieros a fin de aumentar su probabilidad de apoyar al pujador ganador.

Por otra parte, en el contexto de una subasta por una Sociedad *Target* no es infrecuente que se recurra a una figura de financiación conocida como *staple finance*. En estos casos el vendedor selecciona a una entidad financiadora que ofrece a todos los posibles compradores la financiación de adquisición en unos términos determinados (importe de deuda y condiciones fijados). En definitiva, la entidad financiera ofrece un paquete de financiación básica a los distintos pujadores. Eso sí, después la entidad financiadora mantiene reuniones con varios de los diferentes compradores para ajustar su oferta de financiación a las necesidades de cada uno¹⁶².

Este enfoque tiene por objeto facilitar a los pujadores la disponibilidad de financiación de la deuda, aumentándose así la eficiencia del proceso de subasta para el vendedor.

Asimismo, los vendedores pueden también emplear el *staple finance* para evitar que un proveedor de deuda concreto que goce de una posición especial en el mercado en un sector concreto, se alinee demasiado con un pujador específico (lo cual reduciría la tensión de precios entre los potenciales pujadores).

¹⁶² Un ejemplo lo encontramos en la adquisición de USP Hospitales por parte de Mercapital. En efecto, en mayo de 2004 ING fue seleccionado por USP y UBS, banco asesor en la venta de USP para proporcionar *staple finance* a los distintos compradores.

5.4. Los directivos.

Aunque el patrocinador financiero intervendrá en decisiones estratégicas en relación a la Sociedad *Target* que adquiera, un requisito clave para la consecución del éxito del plan de negocio que se preparará para mejorar a la empresa en cuestión será que el patrocinador financiero identifique y respalde a un equipo directivo con responsabilidad sobre la ejecución del mismo y la gestión diaria de la Sociedad *Target*.

Así, el patrocinador financiero podrá conservar el equipo directivo existente en la Sociedad *Target* o sustituirlo en parte o en su totalidad. Es más, si los convierte en sus propios socios obligándoles a co-invertir nos encontraremos ante las ya mencionadas operaciones de MBO, MBI o BIMBO.

En este sentido, siempre es interesante incentivar a los directivos vía fondos propios. En efecto, este es un aspecto importante de las operaciones de adquisición apalancada ya que con ello se pretende asegurar la participación e implicación del equipo directivo, tanto en los riesgos como en las recompensas de la operación, motivándoles a crear valor para sí mismos y para los patrocinadores financieros.

5.5. Los asesores profesionales.

A fin de que el LBO sea un éxito es necesario que las diversas partes implicadas en la operación sean debidamente asesoradas por los profesionales pertinentes.

Entre los distintos profesionales, se pueden destacar los siguientes:

- (i) Bancos de inversión: en las adquisiciones más grandes, un patrocinador financiero normalmente nombrará a un banco de inversión para que gestione la operación y para que proporcione asesoramiento estratégico durante la negociación de la operación, tanto con el vendedor en relación con el proceso de venta como con el prestamista en relación con la financiación de la operación (especialmente si se tienen que emitir títulos de deuda).

Como hemos visto, también es habitual en los procesos de subasta que los vendedores contraten un banco de inversión que les organice todo el procedimiento de la subasta.

- (ii) Empresas de consultoría: en las adquisiciones de mayor envergadura, el patrocinador financiero contratará frecuentemente a una consultoría para que elaboren un informe acerca del mercado en el que opera la Sociedad *Target*.
- (iii) Los auditores de cuentas y los expertos contables: es esencial su contratación para que emitan un prolijo informe de *due diligence* financiera, analizando la situación financiera de la Sociedad *Target* (incluido un detallado análisis de la "calidad" de su EBITDA, de las proyecciones financieras y de la probabilidad de incumplimiento de las previsiones del plan de negocio).
- (iv) Los asesores fiscales: serán responsables de elaborar un documento estructural que establezca el tratamiento fiscal de la adquisición y su financiación. También serán los encargados de llevar a cabo una *due diligence* fiscal de la Sociedad *Target*. En la mayoría de los casos, los asesores fiscales serán los abogados de los patrocinadores financieros.
- (v) Los abogados de los patrocinadores financieros: normalmente estarán muy implicados en todos los aspectos de la operación. En efecto, llevarán a cabo la *due diligence* legal, elaborarán y negociarán los documentos relacionados con el capital y fondos propios de la operación (el contrato de inversión, los estatutos de *Newco*), negociarán (i) el contrato de adquisición de la Sociedad *Target* con los abogados del vendedor, (ii) los contratos de trabajo y/o arrendamientos de servicios de los directivos con los abogados de la dirección y (iii) los contratos de financiación con los abogados de las entidades financiadoras, así como el paquete de garantías vinculado a dichos contratos. Finalmente, actuarán también como abogados del grupo de sociedades resultante tras la operación.
- (vi) Los abogados de los directivos: solo intervienen en las operaciones de MBO, MBI o BIMBO. En operaciones de gran volumen de inversión para

los patrocinadores financieros que acompañan a los directivos en la operación, la función de los abogados en estos casos se limita normalmente a asesorar a los directivos acerca de sus inversiones de capital en *Newco*, de sus contratos de trabajo o de arrendamiento de servicios, así como a garantizar que el contrato de adquisición de la Sociedad *Target* no resulte excesivamente oneroso para ellos.

En el caso de adquisiciones más pequeñas encabezadas casi en exclusiva por los directivos y con poca inversión por parte del patrocinador financiero, los abogados de los primeros generalmente tienen un papel más importante y pueden dirigir las negociaciones en nombre de *Newco*. Cuando este sea el caso, la función de los abogados de los patrocinadores financieros será la de dedicarse a revisar el trabajo para la adquisición realizado por los abogados de la dirección y dirigir la redacción de los documentos relacionados con la inversión de capital.

- (vii) Los abogados de las entidades financiadoras: además de los borradores de la documentación bancaria, los abogados de las entidades financiadoras a menudo revisarán los informes de *due diligence* elaborados por los distintos asesores de *Newco*, estarán pendientes del contrato de adquisición y vigilarán el adecuado equilibrio entre las *representations & warranties* del vendedor y las posibles *disclosure letters* que este emita.
- (viii) Actuarios del comprador: en operaciones en países anglosajones, es frecuente que el patrocinador financiero contrate actuarios para valorar y analizar los planes de pensiones existentes en la Sociedad *Target*. Así, si la Sociedad *Target* tuviera un plan de pensiones infradotado (*underfunded*), los patrocinadores financieros, sus fondos, otras empresas que estos tengan en cartera y sus representantes en el consejo de la Sociedad *Target* podrían verse expuestos después de la operación a reclamaciones financieras por parte del regulador de pensiones de acuerdo con la legislación sobre pensiones.

Por tanto, antes de realizar cualquier inversión, el patrocinador financiero querrá realizar una *due diligence* detallada acerca de los fondos de los planes de pensiones, que normalmente incluirá pedir a los actuarios que valoren si las contribuciones a los planes de pensiones constituyen fondos suficientes para garantizar las pensiones de los trabajadores que se jubilen en el futuro.

La *due diligence* le ayudará a estructurar la adquisición de forma que se minimicen estos riesgos¹⁶³.

- (ix) Actuarios de los vendedores: el vendedor nombrará a actuarios para que revisen la valoración que los actuarios del comprador hagan del plan de pensiones de la Sociedad *Target*.
- (x) *Brokers* de seguros: el patrocinador financiero podrá contratar a un *broker* de seguros para que estudie la cobertura de los seguros de la Sociedad *Target* y para que elabore un informe que recomiende si deberían realizarse cambios en la estructura de seguros de la misma.
- (xi) Auditores medioambientales: al encontrarnos en un mundo cada vez más preocupado y concienciado por la ecología y el medioambiente, parece lógico que también en las operaciones de LBO se cuiden los aspectos medioambientales. Así, cada vez es más frecuente que el patrocinador financiero contrate auditores medioambientales para que evalúen los diferentes riesgos medioambientales que pueden existir al adquirir a la Sociedad *Target*, y verifiquen si los procesos puestos en marcha por esta última cumplen con toda la legislación medioambiental y si se produce algún tipo de contaminación o si existe alguna contingencia en este sentido.

¹⁶³ Un ejemplo de si las cuestiones relacionadas con las pensiones tienen un impacto significativo en la capacidad/voluntad de un patrocinador financiero de cerrar un negocio fue la adquisición fallida de WH Smith por parte de Permira en el año 2004.

CAPÍTULO CUARTO: FUNDAMENTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS SOBRE LOS QUE SE ASIENTAN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS.

1. Planteamiento.

Si bien es cierto que el presente trabajo tiene un enfoque claramente jurídico, no se puede desconocer que la figura que analizamos tiene evidentes componentes tanto económicos como financieros que un jurista implicado en este tipo de transacciones debe conocer a fin de poder estructurar y preparar la documentación legal que dará forma a esos componentes económico-financieros.

En efecto, una operación de adquisición de empresas cuyo nombre viene aderezado por el calificativo “apalancada” implica que nos tengamos que detener, aunque sea brevemente, en analizar algunos de los fundamentos económicos y financieros básicos sobre los que se asientan los LBOs.

Ahora bien, conviene que el lector tenga en cuenta que excede del propósito de esta obra realizar un análisis exhaustivo de los principios de *corporate finance* que tienen impacto en este tipo de operaciones, pues para ello existen obras mucho más completas y detalladas¹⁶⁴. Por ello, a continuación se tratan aquellas materias que creemos que deben constituir una cultura económico-financiera mínima para poder comprender las adquisiciones apalancadas de empresas.

2. Valoración de un LBO¹⁶⁵.

La valoración de empresas supone determinar el valor intrínseco de una compañía con la finalidad de establecer una decisión de inversión. Por ello, la

¹⁶⁴ Si se desea una mayor información de carácter financiero, recomendamos MASCAREÑAS, J., *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005, o a BREALEY, R., MYERS, S. y ALLEN, F., *Principios de finanzas corporativas*, 8ª edic. McGraw Hill, Madrid, 2006.

¹⁶⁵ Vid. ROSENBAUM, J. y PEARL, J., *Investment Banking. Valuation, leveraged buyouts and mergers & acquisitions*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2009.

determinación del valor intrínseco debe recoger el valor propio de la compañía medido a través de la capacidad de la misma de generar dinero para los propietarios de las acciones o participaciones.

Por lo que se refiere al supuesto concreto de las adquisiciones apalancadas de empresas, varios han sido los métodos utilizados por los analistas para valorar la Sociedad *Target*. Así:

- (i) Numerosos expertos suelen valorar los LBOs aplicando el método de múltiplos de transacciones comparables con respecto a los ingresos. Ahora bien, este método aporta un valor aproximado que sirve solo de referencia, pero no aporta un análisis exhaustivo del valor del LBO, pues no incorpora las características de los flujos de caja que componen el verdadero valor de la empresa.
- (ii) Por este motivo, también es común aplicar el método de descuento de flujos de caja (“**DFC**”) con el objetivo de analizar la estructura del LBO y su capacidad de hacer frente a la deuda implícita en la operación. También es frecuente utilizar este método por los patrocinadores financieros según los diversos precios de adquisición barajados.
- (iii) En ocasiones, y como tasa de descuento de los flujos de caja libres futuro estimados, se suele utilizar el coste del capital medio ponderado. Sin embargo, este método salvo que su cálculo se prevea de forma dinámica, presenta numerosas dudas ya que la estructura financiera del LBO varía de año en año.
- (iv) Finalmente, y como consecuencia de las deficiencias señaladas en los métodos anteriores, el método que goza de mayor aceptación entre los expertos para valorar un LBO es el del cálculo del valor actual ajustado (o “**VAA**”). Este método se basa en el DFC, es decir, parte del cálculo de la capacidad de la empresa de generar caja. Igual que en el DFC, las variables clave que hay que determinar son la evolución de los ingresos y de los márgenes, las inversiones necesarias y la política de amortizaciones.

El flujo de caja libre indicará los recursos financieros que se pueden repartir los accionistas/socios y los acreedores. A partir del flujo de caja libre se halla el flujo de caja libre de deuda restando la devolución de la deuda de cada uno de los años. Si el flujo de caja libre de deuda es positivo, nos indica que la empresa puede soportar la estructura financiera planteada; si es negativo, deberá reducir el nivel de deuda.

El método de valoración del VAA obtiene el valor de la empresa a través de la suma del valor que tendría la empresa sin deuda (VU o *Value Unleveraged*) y del valor de la desgravación fiscal (VAF o Valor del Ahorro Fiscal también conocidos como VEF o Valor del Escudo Fiscal).

Una vez hallado el VAA, debemos restar la deuda para obtener el valor de las acciones/participaciones (o fondos propios).

Por otra parte, en la valoración del LBO se debe prestar especial atención al riesgo. Este análisis consiste en proyectar los flujos de caja que se espera que genere la compañía y corroborar que son suficientes para pagar los intereses de las deudas y la amortización del principal. En este análisis se establecen diferentes supuestos cambiando el horizonte, el tipo de interés y el porcentaje de deuda aplicable.

3. El apalancamiento financiero.

Una de las preguntas que surgen al tratar los LBOs es por qué es interesante endeudarse fuertemente para llevar a cabo la adquisición de la Sociedad *Target*.

La respuesta se obtiene entendiendo la figura del apalancamiento financiero así como las ventajas que de este se pueden derivar siempre y cuando se den como condición previa una serie de presupuestos económico-financieros.

Tal y como señala GONZÁLEZ-GALLARZA GRANIZO “*el término de apalancamiento financiero evoca aquellas reestructuraciones financieras que consisten en un notable incremento de los recursos ajenos de la empresa,*

*generalmente bajo forma de endeudamiento bancario aunque también cabe su plasmación en emisiones de bonos u otros instrumentos*¹⁶⁶.

Nosotros únicamente nos vamos a centrar en una de sus manifestaciones, a saber, las adquisiciones apalancadas de empresas.

De este modo, conviene, en primer lugar, que entendamos desde un punto de vista económico-financiero por qué se utiliza el apalancamiento para adquirir empresas¹⁶⁷.

De acuerdo con el profesor LÓPEZ LUBIÁN el apalancamiento financiero es “*el efecto que se produce en la rentabilidad de la empresa como consecuencia del empleo de deuda en su estructura de financiación*”¹⁶⁸. En definitiva, se trata del incremento de rentabilidad que experimentan los fondos propios a medida que se incorpora más deuda en la empresa.

El impacto del apalancamiento financiero ha de analizarse teniendo en cuenta: (i) por un lado, la relación entre la deuda y los capitales propios, y, (ii) por otro, el efecto de los gastos financieros sobre el margen ordinario.

El apalancamiento financiero es positivo cuando mediante el uso de deuda es posible incrementar la rentabilidad financiera de una inversión. Esta deuda genera un coste financiero (intereses), pero si la inversión genera un ingreso mayor que los intereses a pagar, el excedente pasa a aumentar el beneficio de la empresa.

Así:

¹⁶⁶ GONZÁLEZ-GALLARZA GRANIZO, R., “La financiación de adquisiciones y otras formas de apalancamiento financiero”, en la obra colectiva *Estudios jurídicos sobre operaciones de reestructuración societaria*, coordinada por M.M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, págs. 457 a 485.

¹⁶⁷ Si se quiere profundizar en el estudio del apalancamiento financiero recomendamos la lectura de:

- (i) ROSS, S. A., WESTERFIELD, R.W. y JORDAN, B.D., “Apalancamiento financiero y política de estructura de capital”, *Fundamentos de finanzas corporativas*, McGraw Hill, Madrid, 2006, págs. 536 a 570.
- (ii) BREALEY, R., MYERS, S. y ALLEN, F., “Es importante la política de endeudamiento”, en la obra *Principios de finanzas corporativas*, 8ª edic. McGraw Hill, Madrid, 2006, págs. 481 a 508.

¹⁶⁸ LÓPEZ LUBIÁN, F.J., “El apalancamiento financiero”, *Diario ABC*, 25 de enero de 1998.

Rendimiento del activo > coste de deuda = apalancamiento financiero positivo

El mercado inmobiliario constituye un buen ejemplo de la utilidad de este concepto: los inversores adquieren una vivienda, pagan una pequeña parte y el resto lo financian a un tipo de interés relativamente bajo (pongamos, en torno al 4% anual).

Por ejemplo: un ahorrador que adquiere un piso por 100.000 euros, paga 20.000 euros y los 80.000 euros restantes los financia mediante hipoteca. Al año, vende la vivienda por 150.000 euros y devuelve la hipoteca, pagando 3.000 euros en concepto de intereses. Si hubiese adquirido la vivienda exclusivamente con fondos propios, la rentabilidad hubiera sido del 50% - obtuvo 50.000 euros de beneficio-, pero al financiar 80.000 euros mediante préstamo bancario, a los 20.000 realmente aportados por el ahorrador se le obtienen 47.000 euros de beneficio (150.000 euros - 80.000 euros - 3.000 euros - 20.000 euros), es decir, una rentabilidad de más del 200 %. Y al ahorrador le quedan, además, otros 80.000 euros para seguir invirtiendo.

Igual ocurre a la hora de adquirir una empresa: al no financiarse toda la inversión con fondos propios, el beneficio que recibe en función de lo invertido es mayor (siempre que el activo genere ingresos superiores al coste de los intereses), y, por lo tanto, la rentabilidad también.

A cambio, existe un coste mayor en la operación (el tipo de interés), que incrementa el riesgo de que finalmente haya beneficio. Además, al aumentar el endeudamiento, hay mayor riesgo de insolvencia. Por último, la incertidumbre es mayor, pues no se conoce realmente la futura evolución de las rentas generadas por los activos.

En definitiva, el uso apropiado del apalancamiento es una vía para mejorar y aumentar la rentabilidad sobre los recursos propios de la compañía y, por ende, para crear un valor adicional para los inversores o accionistas. Ahora bien, a fin de que este tipo de operación financiera sea exitosa, resulta vital gestionar con acierto la cantidad de deuda asumida, manteniendo una actitud proactiva que se base en el conocimiento del negocio y en las perspectivas sobre su evolución futura. Para ello, tanto los inversores como los directivos tendrán que

no solo diferenciar claramente entre la especulación y la gestión empresarial sino además adoptar decisiones de aspectos tan relevantes como la naturaleza de la deuda (moneda nacional o divisa), jerarquía de la misma (si es subordinada o no), coste real de la deuda, naturaleza del tipo de interés (si es fijo o variable), las garantías exigidas en su caso, así como la actitud ante el riesgo.

A la luz de lo anterior, un patrocinador financiero, por lo general, tratará de maximizar el importe de financiación de deuda y minimizar el importe de aportación de fondos propios utilizados para la adquisición de la Sociedad *Target*.

Esto se debe a que la cantidad a pagar en la amortización de la deuda no fluctúa en referencia al valor del negocio. Aumentos (o reducciones) del valor del negocio en una salida se ven por tanto "magnificados" en relación al nivel original de aportación de fondos propios.

La siguiente tabla utiliza ejemplos para ilustrar el efecto del apalancamiento, asumiendo una venta a los tres años de realizada la adquisición de la Sociedad *Target*, un tipo de interés del 10%, y diferentes escenarios que implican apalancamientos tanto reducidos como elevados y retornos bajos y altos a la salida.

En cada caso, la totalidad de la deuda y los intereses se paga de los ingresos brutos de venta. Las cifras de porcentaje del retorno subrayan el aumento del retorno que puede generar el apalancamiento cuando una empresa tiene un buen comportamiento, así como el riesgo de grandes pérdidas cuando no lo tiene.

	Valor de salida bajo		Valor de salida alto	
	Apalancamiento. Bajo	Apalancamiento. Alto	Apalancamiento. Bajo	Apalancamiento. Alto
Precio inicial pagado	100	100	100	100
Financiación inicial con fondos propios	80	40	80	40
Financiación inicial con deuda	20	60	20	60
Ingresos brutos de venta	100	100	400	400
Devolución de la financiación de la deuda e intereses	26	78	26	78
Importe retornado como porcentaje de la financiación original con fondos propios	92,50%	55,00%	467,50%	810%
Importe retornado como múltiplo de la financiación original con fondos propios	0,9x	0,6x	4,7x	8,1x
TIR	-2,57%	-18,07%	67,21%	100,41%

4. El EBITDA.

El EBITDA es otro de los grandes protagonistas en las operaciones de LBO. EBITDA es el acrónimo de *earnings before interests, taxes, depreciation and amortization* y no es otra cosa que la cifra que se obtiene a partir del estado de resultados o estado de pérdidas y ganancias de una empresa. Así, representa el margen o resultado bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses (carga financiera), las amortizaciones o depreciaciones y el Impuesto sobre Sociedades.

Aunque no se trata de un concepto contable formalmente reconocido, el EBITDA es, con carácter general, una medida aceptada de los beneficios, y

utilizada por los patrocinadores financieros y las entidades financiadoras en las operaciones de adquisiciones apalancadas porque excluye la depreciación y la amortización (que no son partidas de efectivo o caja) e intereses y pagos impositivos (que fluctúan en función de cómo opta por financiarse la propia Sociedad *Target*). Por lo tanto, el EBITDA ofrece una representación más fiel de los flujos de caja libres y las "ganancias" de la Sociedad *Target* que el beneficio de explotación o el EBIT.

De este modo, tanto los patrocinadores financieros como las entidades financiadoras estarán muy centrados en el EBITDA histórico de la Sociedad *Target*, en concreto, en el periodo correspondiente a los últimos doce meses para el cual se disponga de cifras.

Como estamos viendo, el nivel de apalancamiento depende de forma resumida de dos factores:

- (i) La capacidad de generar caja del negocio y la visibilidad o recurrencia de esta.
- (ii) Activos con los que cuenta el negocio sobre todo si son "vendibles" lo que permite incrementar el apalancamiento.

Ahora bien, en sentido estricto, el importe de financiación de deuda ofrecido para una adquisición viene, en definitiva, determinado por los niveles de deuda que pueden soportar los beneficios/flujos de caja de la Sociedad *Target*, y no por el valor de los activos de la misma (aunque las entidades financiadoras obtendrán garantías sobre los activos de la Sociedad *Target* para proteger su posición frente a una insolvencia).

Por ello, las entidades financiadoras típicamente calcularán el volumen de deuda como un múltiplo sobre la cifra más reciente de EBITDA disponible de la Sociedad *Target* (en una base de 12 meses) a fin de establecer múltiplos de apalancamiento con respecto a la deuda *senior*, con respecto a la deuda total y con respecto a la deuda cuyos intereses sean pagaderos en efectivo (denominada *cash pay debt*, en contraposición de aquella deuda cuyos intereses sean capitalizables).

La siguiente tabla de fuentes y usos ilustra la forma en la que las entidades financiadoras examinarán la Sociedad *Target* en función del efectivo necesario al cierre de la operación y la información financiera de que dispongan.

Uso de los fondos		Fuentes de los fondos		
			Importe	% Cap.
Precio de adquisición	90	Deuda <i>senior</i>	40	40,0%
Costes de la transacción	10	Deuda <i>mezzanine</i>	20	20,0%
		Deuda PIK	10	10,0%
		Deuda total	70	70,0%
		Fondos propios	30	30,0%
Total usos	100	Total fuentes	100	100,0%
Datos financieros		Estadísticas crediticias		
Datos financieros:		Deuda <i>senior</i> /EBITDA		3,6x
EBITDA pro forma	11,0	Devolución total <i>cash pay debt</i> /EBITDA		5,5x
Gastos pro forma por intereses deuda <i>senior</i>	2,8	Deuda total/EBITDA		6,4x
Gastos pro forma por intereses <i>cash pay debt</i>	5,2	EBITDA/Gastos intereses deuda <i>senior</i>		3,9x
Precio de adquisición/EBITDA	8,2x	EBITDA/Gastos intereses <i>cash pay debt</i>		2,1x
		F. propios como % de la Capitalización Total		30,0%

Pues bien, siendo esto así, conviene tener presente que generalmente se suele prestar a nivel de deuda *senior* entre tres y cuatro veces el EBITDA de la Sociedad *Target*, aunque en épocas de exuberancia puede ser un múltiplo más alto. En efecto, así lo narraba MANZANO FRÍAS en el año 2007 (época de *boom* de operaciones de LBO):

“Como indicadores del grado de apalancamiento de estas operaciones, cabe mencionar la ratio de la deuda en relación con el indicador de rentabilidad EBITDA (earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation). Esta se situó algo por encima del 5% en 2006, frente al 4% en 2002, fecha en la que esta ratio comenzó a experimentar una tendencia creciente [véase Standard and Poors (2006)]. Por otro lado, en 2006 el porcentaje de préstamos sobre el mismo indicador de rentabilidad se situaba en Estados Unidos en torno al 5,2%, y en Europa en torno al 5,5%. Según algunos estudios [véase Goldman Sachs (2007)], parece que esta ratio es mayor para los préstamos procedentes de operaciones de LBO que para el total de préstamos de unas características parecidas (otros leveraged loans).

Los precios medios de la empresa objetivo en las operaciones de LBO han experimentado un fuerte crecimiento en los últimos años, derivado, en medida difícil de cuantificar, tanto de la revalorización de los negocios como consecuencia de la mejora en la eficiencia y de la explotación de las economías de escala en la empresa objetivo como de la fuerte competencia entre fondos de capital riesgo para encontrar proyectos de inversión rentables en un marco de condiciones de financiación muy holgadas. Así, los precios medios de adquisición han aumentado, hasta suponer nueve veces el EBITDA en Estados Unidos, mientras que en Europa se situaban en niveles algo más bajos: en torno a siete veces esta medida de rentabilidad”¹⁶⁹.

¹⁶⁹ MANZANO FRÍAS, M.C., *op. cit.*, pág 42.

5. La financiación de la adquisición.

5.1. Aspectos generales.

Un aspecto fundamental de los LBOs es la financiación. De hecho, el calificativo de “apalancada” (o “*leveraged*” en su versión inglesa) se debe a que la adquisición de la empresa se financia en una parte muy elevada con deuda.

A la hora de configurar la estructura de financiación en un LBO existen dos modelos básicos, la estructura basada en fondos propios (que posee una mayor financiación propia que ajena) y la estructura basada en el endeudamiento (que a diferencia de la anterior tiene una mayor financiación ajena que propia).

En la estructura de financiación basada en fondos propios, se incorporará una parte importante de deuda subordinada, dando una mayor flexibilidad al prestatario que la deuda *senior* (debido a las cláusulas de protección). Esta estructura permite también una mayor flexibilidad a la institución compradora a la hora de realizar adquisiciones, porque la capacidad de decisión no está restringida por los prestamistas.

Sin embargo, se renuncia a los beneficios del apalancamiento cuando el endeudamiento es más bien pequeño.

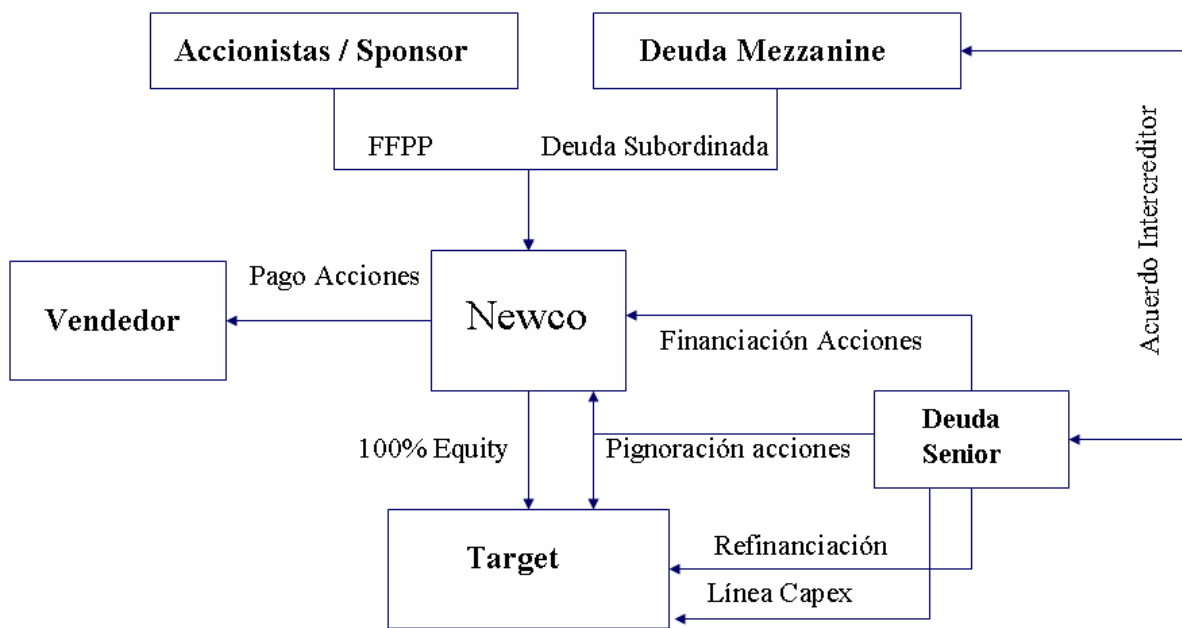
Por el contrario, la estructura de financiación basada en el endeudamiento permite la utilización inmediata del apalancamiento y su impulso para aumentar el rendimiento de la inversión. A cambio, el patrocinador pierde flexibilidad al realizar las sucesivas adquisiciones, dado que ahora deberá contar con el prestamista en el momento de tomar decisiones, pudiendo necesitar la autorización de este para efectuar la compra.

Como vemos, tanto un modelo como otro presentan ventajas e inconvenientes, utilizándose uno u otro en función de las necesidades de los compradores.

Ahora bien, lo cierto es que tratándose de LBOs y debido a lo que su propio nombre significa, lo más frecuente es utilizar la estructura de financiación basada en el endeudamiento.

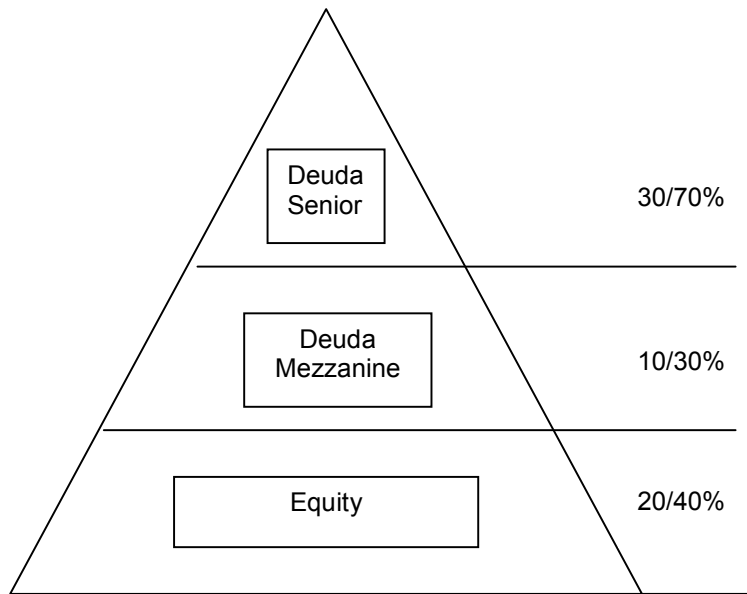
Con independencia de que en la segunda parte de esta obra se trate en detalle la financiación de la adquisición (*rectius*, los contratos de financiación y su contenido específico) conviene ahora dar unas breves pinceladas sobre las características de la deuda (combinada con los fondos propios) utilizada por los patrocinadores financieros para adquirir el control de la Sociedad *Target*.

Así, el esquema clásico de un LBO desde el punto de vista de la financiación sería básicamente el siguiente:



Por otra parte, según se refleja en el gráfico siguiente, la estructura financiera de un LBO típico en España consistiría en un 20-40% de capital (*equity*), un 30-70% de deuda bancaria preferente (*senior*) y un 10-30% de deuda subordinada (*mezzanine*)¹⁷⁰.

¹⁷⁰ Eso sí, no podemos olvidar que desde que comenzara la crisis económica y financiera en agosto de 2007 se ha generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos lo que en nuestro caso, ha supuesto que las entidades financieras a fin de no asumir riesgos innecesarios (i) ya no financian porcentajes tan elevados de la operación (ii) han aumentado sus márgenes para obtener mayores beneficios y (iii) se han vuelto más exigentes con el otorgamiento de las garantías sobre los activos de la Sociedad *Target*. Esto no hace sino (i) complicar las adquisiciones apalancadas pues el pago del precio de las mismas depende en gran medida de las cantidades que las entidades financiadoras estén dispuestas a aportar; y (ii) obligar a los patrocinadores financieros a aportar un mayor porcentaje de *equity*.



Tal y como señala ERLAIZ COTELO, “*el hecho de representar a los diferentes financiadores en distintos escalones de una pirámide no es casual sino que lo que se pretende reflejar con ello es otra de las características de los LBOs: la jerarquización de la deuda, el hecho de que unos financiadores tienen preferencia sobre otros a la hora de recuperar las cantidades aportadas en la operación, junto con los rendimientos que en cada caso correspondan*”¹⁷¹.

En cualquier caso, la estructura ideal de financiación de deuda para cualquier operación particular dependerá de una serie de factores, entre ellos:

- (i) El tamaño de la operación.
- (ii) El sector de negocio de la Sociedad *Target*.
- (iii) La previsibilidad de los flujos de caja y el grado de estacionalidad de la Sociedad *Target*.

¹⁷¹ ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones de Leveraged Buy Out (LBO)”, en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y coordinada por I. ERLAIZ COTELO, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra) 2006, págs. 533 y siguientes.

- (iv) El nivel de flexibilidad operativa (especialmente en relación a futuras enajenaciones y adquisiciones) y la flexibilidad de salida necesaria.
- (v) Los requisitos de gasto de capital.
- (vi) La capacidad de la Sociedad *Target* de cumplir los tipos de pactos financieros habitualmente exigidos por las entidades financiadoras para dicho producto de financiación de deuda concreto.

A continuación, se enuncian las características básicas de cada una de las modalidades de deuda utilizadas en una operación de LBO. Su desarrollo en profundidad se realizará en la segunda parte de este trabajo. Allí se explicará al detalle los préstamos y créditos sindicados con los que se financian principalmente los LBOs.

5.2. Deuda *senior*.

La deuda principal o *senior* consiste en una financiación de carácter preferente otorgada por un sindicato de entidades financieras en virtud de la cual los acreedores tienen derecho a cobrar el principal y los intereses con prioridad respecto al resto de financiadores del LBO.

La deuda *senior* se caracteriza, además, por las siguientes notas:

- (i) Su pago está garantizado por los flujos de caja esperados y por los activos de la Sociedad *Target* que serán hipotecados y pignorados según el caso.
- (ii) Es la deuda más barata pues los márgenes habituales para el acreedor oscilan entre un EURIBOR más 2% y un EURIBOR más 4%¹⁷².
- (iii) Suele cubrir aproximadamente entre un 30 y un 70% de los recursos financieros totales del LBO.

¹⁷² Vid. nota 170 anterior.

- (iv) Tiene una duración aproximada entre cinco y diez años, siendo posible pactar la amortización anticipada por parte del prestatario a cambio, generalmente, de una comisión de cancelación anticipada.
- (v) Es una deuda dividida generalmente en los siguientes tramos:
 - a) Tramo de financiación de la adquisición.
 - b) Tramo de refinanciación de la deuda existente de la Sociedad *Target*.
 - c) Tramo para financiar las necesidades de circulante de la Sociedad *Target*. Este tramo se articula a través de una línea *revolving*.
 - d) Tramos puente.
 - e) Tramo capex (*capital expenditures*) para financiar inversiones en activos fijos de la Sociedad *Target*.
 - f) Tramo para financiar futuras adquisiciones permitidas de la Sociedad *Target*.

5.3. Deuda *mezzanine*.

A. Concepto y caracteres.

La deuda *mezzanine*, tal y como indica su significado (entreplanta), es la parte de financiación que se encuentra entre la deuda *senior* y el capital social.

Los prestamistas subordinados o *mezzanine* son entidades de capital riesgo, compañías de seguros, fondos de inversión o fondos de pensiones que se agrupan bajo el mando de un banco de inversión con el fin de completar la financiación para realizar la adquisición de la compañía.

La deuda *mezzanine* se caracteriza, además, por las siguientes notas:

- (i) Se trata de deuda subordinada. Así, no se producirá la devolución del principal al acreedor *mezzanine* si no ha sido previamente cobrada en su integridad la deuda *senior*.

- (ii) Su pago está garantizado mediante hipotecas y prendas de segundo rango sobre los activos de la Sociedad *Target*.
- (iii) El tipo de interés es más elevado que el de la deuda *senior* debido a que están sometidos a un riesgo de cobro más elevado. Así, los márgenes habituales para el acreedor *mezzanine* oscilan entre un EURIBOR más 5% y un EURIBOR más 14%¹⁷³. Por ello, al inversor se le proporcionará un rendimiento superior al que obtendría mediante la deuda *senior*, con un riesgo inferior al que representa la adquisición de *equity* (en efecto, tiene menos riesgo que los fondos propios de la compañía porque antes de repartir los dividendos se deben pagar los intereses de la deuda *mezzanine*).
- (iv) Este tipo de financiación es adecuado cuando existen limitaciones para acceder a la deuda tradicional o cuando la dilución derivada de las ampliaciones de capital no es aceptable.
- (v) Suele cubrir aproximadamente entre un 10 y un 30% de los recursos financieros totales del LBO.
- (vi) Dependiendo de las circunstancias, puede proporcionar una financiación adicional a la deuda *senior* equivalente a dos o tres veces los flujos de tesorería de la empresa.
- (vii) Permite estructuras más flexibles y agresivas que hacen posible la financiación de compañías o proyectos con mayor riesgo.
- (viii) Los proveedores de la deuda *mezzanine* van más allá que los de la deuda *senior*, ya que incorporan una visión de inversor industrial. Así, es habitual exigir un observador en el órgano de administración de la Sociedad *Target*, lo que refuerza aún más el interés industrial de la financiación. Dicho observador puede asistir con voz pero sin voto a las reuniones del órgano de administración o de la junta general de socios.

¹⁷³ Vid. nota 170 anterior.

- (ix) Tiene una duración aproximada entre ocho y diez años. Así, al ser superior el plazo de la deuda *mezzanine* que el de la deuda *senior* se facilita la preferencia de cobro a este último pues los derechos del *mezzanine* devienen líquidos y exigibles después de los del *senior*.

Las ventajas de utilizar deuda *mezzanine* en lugar de otro tipo de financiación son:

- (i) No se amortiza el principal hasta el final de la vida del préstamo.
- (ii) Menos dilución que una ampliación de capital (con excepciones).
- (iii) Enfoque de capital: el retorno no solo se obtiene mediante el pago de intereses, sino vía crecimiento de la empresa y, por tanto, del valor de la acción/participación.
- (iv) El proveedor del *mezzanine* apoya, por tanto, la gestión de la compañía.

De este modo, una empresa con las siguientes características es la candidata ideal a la financiación mediante deuda *mezzanine*:

- (i) Capacidad de generar *cash flow*.
- (ii) Fuerte posicionamiento en el mercado.
- (iii) Oportunidades de crecimiento en el sector.
- (iv) Buena trayectoria de rentabilidad.
- (v) Equipo directivo de gran experiencia.

Por tanto, resulta evidente que la deuda *mezzanine* huye de negocios *start-up* o similares.

B. Tipos de deuda subordinada.

Dentro del amplio abanico de posibilidades que existen de financiación mediante *mezzanine*, pueden distinguirse las siguientes modalidades:

a) *Deuda bullet.*

La deuda *bullet* es un tipo de préstamo cuya amortización del principal se realiza al final de la vida del mismo. Durante la vida del préstamo tan solo se pagan los intereses.

b) *Préstamo con prima de cancelación anticipada.*

El préstamo con prima de cancelación anticipada posibilita la amortización del préstamo antes de su vencimiento. En la deuda *senior* o principal se suele cobrar un porcentaje sobre la cantidad anticipada, en razón del quebranto financiero que supone una alteración del calendario de amortización. En este tipo de deuda, sin embargo, sucede lo contrario: se prima en el caso de que se amortice anticipadamente.

c) *Préstamo pay if you can o PIYC.*

En este tipo de préstamos el pago de los intereses se realiza cuando se supera un determinado nivel de *cash flow*. Es un préstamo muy útil para compañías pertenecientes a sectores cíclicos.

d) *Payment in kind notes o PIK.*

Se trata de una modalidad de deuda *mezzanine* que se caracteriza por encontrarse subordinada contractual y estructuralmente y llevar aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda. En ella, el principal y los intereses acumulados se amortizan al final de la vida del préstamo.

e) *Deuda convertible, canjeable y warrants (equity kicker).*

A nivel *mezzanine*, también suele ser habitual la utilización de la figura del *equity kicker*. Su funcionamiento consiste en que a fin de diluir el riesgo, el financiador o financiadores del LBO piden además a los adquirentes acciones convertibles en preferentes o *warrants* para adquirir acciones ordinarias de la Sociedad *Target*.

Así, podemos distinguir las siguientes manifestaciones de esta figura: la deuda convertible, la deuda canjeable y los *warrants*.

En primer lugar, los bonos convertibles son un instrumento de renta fija (bono) que cuenta con la posibilidad de ser convertido (si el tenedor del bono quiere) en un número determinado de acciones nuevas dentro de un plazo y a un precio determinados:

Bono convertible = bono simple + *warrant*

Por su parte, los bonos canjeables son instrumentos de renta fija que pueden ser canjeados por acciones ya existentes de una compañía diferente de la emisora de los bonos. La opción de compra tiene como subyacente las acciones de una compañía que no tiene por qué ser la misma que la emisora del bono.

Bono canjeable = bono simple + opción de compra

Finalmente, por lo que se refiere a los *warrants*, se trata de una opción de compra sobre acciones de nueva emisión de una compañía, a diferencia de la opción de compra, que se realiza sobre acciones ya existentes de la compañía. Por tanto, el *warrant* provoca un incremento del capital de la sociedad; mientras que la opción de compra, no. El *warrant* es un contrato que compromete a la empresa que lo emite a entregar una acción nueva al poseedor del mismo a cambio de una cantidad prevista en el contrato.

f) Bonos de alto rendimiento.

La financiación entresuelo, *mezzanine* o subordinada en ocasiones está basada en los bonos de alto rendimiento (*high yield bonds*), también conocidos como bonos basura (*junk bonds*), que se identifican en el mercado por su carácter subordinado, falta de garantía y alto rendimiento para compensar el riesgo.

Los bonos de alto rendimiento son obligaciones de baja calidad crediticia, es decir, que están clasificados como no-inversión por, al menos, una de las agencias independientes de calificación o *rating*.

Las principales características de los bonos de alto rendimiento son:

- (i) Plazo: suele ser menor que el de los bonos de mayor calificación, debido a que se comprometen a pagar un tipo de interés superior (alrededor de un 2,5% por encima del de la deuda principal o un 4% por encima del interés interbancario).

El plazo suele ser de cinco años y suelen llevar incorporada una cláusula de amortización anticipada cuando así lo desee el emisor.

- (ii) Tamaño: la emisión se suele dividir en partes con diferentes amortizaciones y de diferentes clases, a saber, bonos cupón cero, bonos subordinados y pagarés.
- (iii) Cláusulas de protección: no suelen ser tan restrictivas como las de la deuda principal y se refieren a (i) significativas restricciones sobre los dividendos y otros pagos hasta que mejore el *ratio* de endeudamiento de la empresa; y (ii) a restricciones sobre un endeudamiento adicional hasta que el *ratio* de endeudamiento y la cobertura de intereses alcancen unos valores determinados.
- (iv) Volatilidad: suelen estar respaldados por una menor cantidad de activos y de fondos propios que la deuda *senior*, por lo que son más flexibles a las fluctuaciones en el valor de mercado de las acciones de la empresa.

El riesgo implícito en este tipo de bonos se descompone en:

- (i) Tipo de interés libre de riesgo (es fijo).
- (ii) Riesgo de interés: variación del precio del bono como consecuencia de una alteración en el valor de los tipos de interés.
- (iii) Riesgo de impago: riesgo de que el emisor sea incapaz de hacer frente al pago de la deuda.
- (iv) Riesgo de reinversión: riesgo de que el dinero procedente de los cupones se reinvierta a un tipo de interés inferior al rendimiento del propio bono.

- (v) Riesgo de iliquidez: mayor o menor dificultad de negociarlo en los mercados de valores.

5.4. Otros tipos de financiación.

Adicionalmente a lo anterior, es frecuente utilizar otros tipos de financiación en el contexto de un LBO. En particular, merecen ser mencionados los siguientes:

- (i) Deuda *second lien*: se trata de un híbrido entre la deuda *senior* y la deuda *mezzanine* pues tiene la misma preferencia de cobro que la deuda *senior*, pero está subordinada a ella en lo que a garantías se refiere.
- (ii) Préstamos participativos: de acuerdo con el art. 20 del Real Decreto-ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica son aquellos que reúnen las siguientes características:
 - a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.
 - b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario solo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que este no provenga de la actualización de activos.
 - c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.

d) Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil¹⁷⁴.

(iii) Titulizaciones¹⁷⁵: las titulizaciones son transacciones en las que derechos de crédito u otros activos de una Sociedad *Target* se emplean para respaldar una emisión de deuda en mercados de capitales (habitualmente en forma de bonos cotizados y con calificación crediticia).

Lo cierto es que solo sociedades *target* con flujos de caja muy estables y predecibles son aptas para una titulización. Las titulizaciones permiten elevados grados de apalancamiento a márgenes relativamente reducidos pero consumen mucho tiempo y son caras de ejecutar, además de conducir a una financiación a largo plazo con elevados costes de pagos anticipados y escasa flexibilidad comercial. Una titulización, por lo general, tendría que ser objeto de una financiación puente al cierre de la adquisición mediante el empleo de deuda bancaria proporcionada por las entidades financiadoras en términos sustancialmente similares a aquellos que se emplearían en una financiación de deuda *senior*. Por tanto, a

¹⁷⁴ Para un estudio en detalle de la figura del préstamo participativo recomendamos:

- (i) BROSETA PONT, M., "Régimen de los Préstamos Participativos", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 14, abril-junio 1984.
- (ii) BUSTOS CONTELL, E., "Préstamo Participativo Instrumento de Financiación de las Pymes", *Aeca*, Madrid, 2002.
- (iii) GARCÍA MANDALONIZ, M., "Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación", *Revista de Derecho Mercantil*, número 247, 2003.
- (iv) GARCÍA VILLAVERDE, R., "Créditos Participativos", *Revista de Derecho de Sociedades*, número 9, 1997.
- (v) MARTÍNEZ SANCHIZ, J.A., "Préstamos y créditos participativos y subordinados", *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XXVIII, enero 1989.
- (vi) PALÁ LAGUNA, E., "Algunas cuestiones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 70, abril-junio 1998.

¹⁷⁵ Como señala LAMO CÁRCAMO las operaciones de titulización pueden definirse como un método de financiación en virtud del cual una entidad transforma un activo o un derecho de cobro no negociable en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados. Se trata, por tanto, de transformar en un valor negociable (y, por tanto, en algo líquido y susceptible de fácil negociación) un activo ilíquido. Para más información véase el estudio realizado por LAMO CÁRCAMO, J.M., "Operaciones de titulización", en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 121 y siguientes.

efectos prácticos, es imposible coordinar simultáneamente el cierre de una titulización con el cierre de una adquisición.

5.5. Acuerdo entre acreedores.

A efectos, de que se respete la jerarquía y preferencia de las distintas fuentes de financiación, es bastante frecuente que *Newco* y las distintas entidades financieras que conceden la deuda *senior* y la deuda *mezzanine* firmen un acuerdo entre acreedores en virtud del cual se pacta el orden de prioridad en los pagos de *Newco* y las reglas de ejecución de las garantías otorgadas para asegurar el repago de la financiación concedida a *Newco*.

Sobre el acuerdo entre acreedores, también conocido como *intercreditor agreement* volveremos en la segunda parte de esta obra.

5.6. Operaciones de cobertura de riesgos.

La fluctuación al alza de los tipos de interés así como de los tipos de cambio puede perjudicar seriamente a los receptores de la financiación. A efectos de disminuir su exposición a esos riesgos se han ido articulando una serie de mecanismos entre los que podemos destacar los siguientes:

- (i) *Caps*: se establece un techo o tope máximo a los tipos de interés que los financiadores podrán cobrar.
- (ii) Derivados financieros: se cubren los riesgos financieros mediante opciones, futuros o permutas financieras (*swaps*), siendo lo más frecuente utilizar los contratos marco ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) o CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras)¹⁷⁶.

5.7. Capital social.

Finalmente, no debemos olvidar la financiación con *equity* de una parte de la operación. Así, entre el 20 y el 40% del importe total de los recursos

¹⁷⁶ Un estudio muy interesante sobre los *swaps* es el realizado por CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., "El contrato de *Swap* o permuta financiera", en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 577 y siguientes.

económicos del LBO suelen aportarse en forma de capital social (*equity*), generalmente, a través de un aumento de capital en *Newco* por parte de los adquirentes¹⁷⁷.

En efecto, las entidades financiadoras esperan ver un nivel mínimo de financiación de fondos propios entre las fuentes totales de financiación de la operación. El importe preciso será un punto importante de negociación entre el patrocinador financiero y las entidades financiadoras, y el método para el cálculo de este porcentaje (y la correspondiente redacción en la carta de mandato y en los contratos de financiación) deberá ser previsto con precisión a fin de evitar sorpresas inesperadas en el cierre de la operación a la hora de aportarse por el patrocinador financiero la financiación de los fondos propios.

6. El plan de negocio.

Habrà de elaborarse un plan de negocio detallado para la Sociedad *Target* en el que se describa su comportamiento financiero histórico reciente y se emplee dicho comportamiento como base para predicciones sobre el crecimiento futuro de la misma a lo largo de los próximos diez años más o menos. Dichas previsiones se basarán en premisas relativas a variables financieras futuras, incluyendo el crecimiento de las ventas, los ahorros en costes, la fiscalidad y los tipos de interés.

Los patrocinadores financieros, a la hora de tomar su decisión de aportar fondos propios en la adquisición de la Sociedad *Target*, normalmente modelizarán diversos escenarios de crecimiento cuyo éxito representará el "recorrido al alza de los fondos propios" en la empresa (e igualmente su "riesgo de fondos propios" de que dichos escenarios¹⁷⁸ no tengan lugar).

Ejemplos de dichos tipos de escenarios incluyen la entrada en nuevos mercados geográficos o de productos, la construcción de nuevas tiendas, importantes reestructuraciones de plantilla u operativas para reducir costes, la renegociación de los contratos de suministro o de otros contratos de especial

¹⁷⁷ Vid nota 170 anterior.

¹⁷⁸ Los escenarios, en definitiva constituyen la base de su decisión de invertir, en vista de los retornos que esperan (y necesitan) lograr.

relevancia (para mejorar las condiciones financieras de la Sociedad *Target*), negociación de nuevos contratos o acuerdos (para ofrecer flujos de ingresos adicionales a la Sociedad *Target*) y adquisiciones de otros negocios similares a fin de aumentar los ingresos y el beneficio.

Por otra parte, el plan de negocio también es de gran importancia para las entidades financiadoras a la hora de decidir si se procede o no con la operación. De este modo:

- (i) El patrocinador financiero y las entidades financiadoras acordarán un conjunto de casos base de previsiones financieras. Se entregará a las entidades financiadoras un modelo financiero de caso base acordado que refleje dichas previsiones¹⁷⁹ como condición previa a la financiación y se utilizará para establecer los *ratios* financieros que deben cumplir los financiados y que serán incluidos en los contratos de financiación¹⁸⁰.
- (ii) Se pedirá a *Newco* (a través de *representations & warranties*) que responda de la exactitud de la información financiera histórica contenida en el caso base acordado (que constituye el punto de partida de las previsiones) y que las previsiones en el caso base acordado son adecuadas y se basan en premisas razonables.

¹⁷⁹ A la hora de llegar a una conclusión sobre el comportamiento financiero previsto de la Sociedad *Target*, las entidades financiadoras inevitablemente necesitarán confiar en la capacidad de los patrocinadores financieros y del equipo directivo que respaldan para lograr cierto nivel de mejoras en las ventas y el comportamiento operativo (y, por lo tanto, del EBITDA) de la Sociedad *Target*. Sin embargo, las previsiones con las que se sienten cómodos las entidades financiadoras serán más conservadoras que aquellas pretendidas por los patrocinadores financieros, y las entidades financiadoras evitarán exponerse a riesgos de fondos propios en la Sociedad *Target* en relación a la devolución de la deuda (aunque cuando la deuda intermedia incluya *warrants*, estos últimos proporcionarán a los prestamistas intermedios una participación en el recorrido al alza de los fondos propios en el negocio).

¹⁸⁰ A la hora de acordar este caso base, las entidades financiadoras tendrán en cuenta la capacidad de la Sociedad *Target* de cubrir y devolver la financiación de la deuda a lo largo de su vida y, en concreto el importe de deuda que es probable quede pendiente a la fecha final de devolución y que deberá ser financiado mediante una nueva línea crediticia. Históricamente, las operaciones de adquisición apalancada estaban estructuradas para eliminar (o al menos casi completamente) cualquier riesgo de refinanciación para las entidades financiadoras. No obstante, en el mercado de los años 2004 a 2007 y debido a la fuerte posición negociadora que ostentaban en esta época los patrocinadores financieros era mayor el número de transacciones que incluían cierto riesgo de refinanciación para las entidades financiadoras. Sin embargo, desde el año 2008 las entidades financiadoras, gracias a las turbulencias en los mercados, han recuperado poder negociador y están volviendo a limitar su exposición a este tipo de riesgos.

- (iii) El patrocinador financiero y las entidades financiadoras trabajarán con los asesores contables y financieros encargados de la *due diligence* fiscal y financiera a fin de asegurarse de que las premisas del modelo (por ejemplo, en relación a la deducibilidad de intereses, tipos de gravamen de la Sociedad *Target* y las bases de cálculo del EBITDA) están justificadas por los informes correspondientes.
- (iv) Finalmente, las entidades financiadoras también preverán hipótesis de trabajo "a la baja" (por ejemplo, si se reducen las ventas o no se logran ahorros de costes), la probabilidad de dichos escenarios y la capacidad de la Sociedad *Target* de cubrir la financiación de la deuda en caso de que sucedan¹⁸¹.

7. Bloqueo de dividendos.

Es un principio básico de los LBOs que el patrocinador financiero no reciba un retorno en efectivo por su aportación de fondos propios hasta que la financiación de la deuda para la adquisición haya sido devuelta. Ciertas excepciones ocasionales que se tratan a continuación deberán ser consideradas caso por caso¹⁸²:

- (i) Comisión al cierre de la operación (*upfront fee*): normalmente el patrocinador financiero obtendrá una cuantiosa comisión al cierre de la adquisición. Normalmente, las entidades financiadoras no plantearán mayor problema a esta comisión siempre que tal importe se refleje de manera adecuada en el flujo de fondos entregados al cierre y en el modelo de caso base acordado.

¹⁸¹ Estos casos a la baja constituirán parte importante del proceso de aprobación del comité interno de riesgo de las entidades financiadoras encargadas de asegurar la financiación a la hora de comprometerse en la operación. Se incluirán varios escenarios a la baja en la memoria informativa elaborada para la sindicación de la financiación de la deuda.

¹⁸² Normalmente, los proveedores de deuda permitirán el pago de importes mínimos a los patrocinadores financieros para que puedan hacer frente a gastos administrativos y de otro tipo derivados de las actividades a desarrollar en el contexto del LBO. Los proveedores de deuda, por lo general, tienen mucho interés en que dichos importes sean reducidos pero no representan un retorno sobre la financiación de fondos propios para el patrocinador financiero y, por lo tanto, no deberían, en definitiva, ser objeto de polémica.

- (ii) Comisiones de gestión (*management fees*)¹⁸³: el patrocinador financiero puede tratar de cobrar una comisión anual de seguimiento (que no esté vinculada a ningún servicio específico prestado al grupo de la Sociedad *Target* por parte del patrocinador financiero). Estarán sujetas a un techo anual.
- (iii) Servicios de asesoría: el patrocinador financiero normalmente tratará de obtener capacidad para cobrar por servicios de asesoramiento que ofrezca a la Sociedad *Target* (por ejemplo, en relación a una adquisición propuesta). A menudo se limitarán por referencia a un porcentaje del valor de la transacción.
- (iv) Enajenaciones planificadas: el plan de negocio del patrocinador financiero puede contemplar ciertas operaciones específicas de generación de efectivo en el periodo posterior al cierre (por ejemplo, el *sale and lease back* de propiedades inmobiliarias¹⁸⁴ o la enajenación de divisiones no fundamentales de la Sociedad *Target*). El patrocinador financiero negociará duramente para que parte de los ingresos procedentes de dichas operaciones se utilicen para financiar un dividendo, aunque esto, por lo general, encontrará amplia resistencia por parte de las entidades financiadoras que preferirán que primero se cobre la deuda pendiente.
- (v) Flexibilidad general: en ciertos casos, el patrocinador financiero tratará de negociar la capacidad general de pago de dividendos (o de recibir un retorno sobre su aportación de fondos propios por otros medios, como por ejemplo mediante la devolución de parte del *equity* con una reducción de

¹⁸³ A este respecto, nos remitimos a lo ya apuntado en materia de comisiones típicas de los FCR en el capítulo segundo de este trabajo.

¹⁸⁴ Por ejemplo, esto es lo que se hizo en el contexto de la operación de *public to private* de Cortefiel. Así, en el año 2006 las empresas de capital riesgo PAI, Permira y CVC, propietarias de Cortefiel tras una OPA de adquisición y una OPA de exclusión llevadas a cabo en el año 2005 decidieron vender la totalidad de sus activos inmobiliarios sitios en España, Portugal, Francia, Bélgica, Alemania y Marruecos a un consorcio liderado por GE Real Estate y del que formaban parte los grupos AXA, Urbas, GMP y Coperfil por un importe superior a los 300 millones de euros.

Muchos de dichos activos inmobiliarios fueron tomados en arrendamiento por el Grupo Cortefiel en una operación de *sale and lease back*.

capital con devolución de aportaciones o incluso con la devolución de los préstamos participativos). Tal flexibilidad estará sujeta a estrictas condiciones, entre las cuales pueden incluirse:

- a) El requisito de un sustancial desapalancamiento de la Sociedad *Target* (no permitiéndose dividendos a menos que el apalancamiento sea inferior a cierto *ratio* que tenga en cuenta el pago propuesto).
 - b) La ausencia de incumplimientos bajo la financiación en el momento del pago de los dividendos.
 - c) Ausencia de pagos hasta varios años después del cierre de la operación de LBO (independientemente de la situación financiera de la Sociedad *Target*).
- (vi) Pagos únicos: independientemente de si los documentos de deuda permiten repartos de dividendos, según lo establecido en el apartado anterior, los patrocinadores financieros, por lo general tratarán de obtener un dividendo adicional mediante:
- a) La solicitud expresa a las entidades financiadoras de renunciar a uno de sus derechos bajo los contratos de financiación (también conocido como *waiver*), en particular al de prohibir el reparto de dividendos, cuando el patrocinador financiero piense que el comportamiento de la Sociedad *Target* y el grado de desapalancamiento logrado signifiquen que el sindicato de entidades financiadoras accederá al pago de un dividendo.
 - b) O, cuando sea posible, sacando partido de la fortaleza de los mercados de deuda para recapitalizar (*recap*) la Sociedad *Target* y utilizar la deuda adicional bien para repartir un dividendo o bien para reducir el capital de la misma con devolución de aportaciones.

8. Control.

Al hablar de control, nos estamos refiriendo tanto al control sobre la Sociedad *Target* como al control sobre la sociedad que efectivamente ejecutará la adquisición, es decir, el control sobre *Newco*. Así:

- (i) Control de la *Sociedad Target*: los LBOs implican que el patrocinador financiero pague para adquirir el control de la Sociedad *Target*. Normalmente, esto no es un problema en el contexto de una adquisición privada (entendiendo por esta la adquisición de una sociedad no cotizada), que por lo general supondrá la adquisición de la totalidad (o al menos de un paquete mayoritario) de acciones o participaciones por parte de una *Newco*, de una Sociedad *Target*.

No obstante, la situación se complica en el contexto de la adquisición de una sociedad cotizada. En efecto, en estos casos el patrocinador financiero y las entidades financiadoras deberán acordar un umbral para la condición de aceptación de la oferta que sea inferior al 100% de las acciones en la Sociedad *Target* pues de lo contrario harían prácticamente imposible la operación.

A la hora de acordar este umbral (y el grado de flexibilidad del patrocinador financiero para renunciar a él) las entidades financiadoras deberán entender el nivel de control adquirido sobre la Sociedad *Target*, la capacidad de expulsar a cualesquiera accionistas minoritarios existentes en la Sociedad *Target* una vez se alcance el umbral (*squeeze-out*), las implicaciones de la consolidación fiscal, la influencia del goteo de dividendos, el impacto sobre el paquete de avales y garantías y/o la rebaja de deuda.

Sobre todas estas cuestiones volveremos más adelante, cuando estudiemos en detalle los LBOs sobre sociedades cotizadas u operaciones de *public to private*.

- (ii) Control de *Newco*: las entidades financiadoras esperarán que el patrocinador financiero tenga completo control de *Newco* (y, por lo tanto,

de la Sociedad *Target* con efecto a partir del cierre de la adquisición) en todo momento hasta que se devuelva la financiación de la deuda. A tales efectos, puede comprobarse el control de diversas maneras:

- a) La capacidad de controlar directa o indirectamente un porcentaje mínimo de votos en una junta de socios de *Newco*.
- b) La capacidad de designar directa o indirectamente la mayoría de los miembros del órgano de administración de la misma.
- c) O por otros medios dirigir sus operaciones o políticas financieras.

En este sentido, no debemos olvidar los indicios que nos indica el art. 42 del CCom al señalar que *“en particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones:*

- a) *Posea la mayoría de los derechos de voto.*
- b) *Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración.*
- c) *Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto.*
- d) *Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presumirá esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por esta. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados, está vinculada a otra en alguno de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado.*

A los efectos de este apartado, a los derechos de voto de la entidad dominante se añadirán los que posea a través de otras sociedades dependientes o a través de personas que actúen en su propio nombre pero por cuenta de la entidad dominante o de otras dependientes o aquellos de los que disponga concertadamente con cualquier otra persona”.

Tal es la importancia de la figura del control, que en la financiación, un cambio del mismo en *Newco* implicará la amortización anticipada de la misma. Ahora bien, no es menos cierto que las entidades financiadoras concederán en este aspecto al patrocinador financiero un cierto grado de flexibilidad para que este pueda syndicar su aportación de fondos propios al tiempo que aseguran que retenga cierto grado de control de gestión y de riesgo económico en la operación con el cual las entidades financiadoras se sientan cómodas.

9. Certidumbre de la financiación.

Es de suma importancia para todas las partes interesadas que las circunstancias bajo las cuales se requiera a *Newco* cerrar la adquisición de la Sociedad *Target* se correspondan con las circunstancias en las cuales las entidades financiadoras hayan de poner a disposición la financiación de la deuda. Tanto los patrocinadores financieros como los vendedores esperarán que la financiación de la deuda sea proporcionada todo ello como consecuencia de la cláusula conocida como de *certain funds*¹⁸⁵ prevista en la financiación, en relación tanto a adquisiciones privadas como a las adquisiciones de sociedades cotizadas. En principio, esto supone que las entidades financiadoras deberán proporcionar la financiación a la misma una vez se hayan satisfecho las condiciones suspensivas iniciales (*conditions precedent*) a menos que:

- (i) Sea ilegal para ellas hacerlo.

¹⁸⁵ Tal y como señala el glosario *on line* de la *Revista Española de Capital Riesgo* (<http://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=1&id=30>) se trata de aquella estipulación por la cual una entidad financiera pone a disposición del prestatario durante un determinado periodo el dinero necesario para acometer una adquisición, salvo supuestos de insolvencia del prestatario u otros que puedan acordarse.

- (ii) *Newco* no pueda pagar cualquier suma adeudada por ella o devenga insolvente.
- (iii) Tenga lugar una manifestación falsa o un incumplimiento de un compromiso en relación a ciertas manifestaciones y compromisos, (limitados) en la medida en que tengan relación con la *Newco* pero no con la Sociedad *Target*.
- (iv) Tenga lugar un cambio de control.

CAPÍTULO QUINTO: EL PROCESO TÍPICO DE UN LBO.

1. Planteamiento.

Tal y como señalan PAYÁ PUJADÓ y MARTÍNEZ MAROTO “*en términos generales se puede señalar que el proceso de adquisición que se va a desarrollar en el marco de un LBO sigue en buena medida las pautas habituales de los proceso de adquisición de empresas, si bien las especiales circunstancias de los LBO pueden tener, como veremos, una cierta incidencia en determinados aspectos del proceso de adquisición*”¹⁸⁶.

La compra de la Sociedad *Target* supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. A mayor abundamiento, más allá de la libertad de pactos concedida por el art. 1255 del CC, no existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición apalancada de una empresa.

Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.

Ya se utilice el procedimiento *one-to-one* o la subasta privada, el LBO concluirá normalmente con la firma de la documentación contractual de compraventa y la posterior fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target*.

2. Procedimiento *one-to-one*.

El procedimiento *one-to-one* consiste en que el comprador y el vendedor o vendedores negocian de forma directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad *Target*.

Este procedimiento se desarrolla habitualmente en las siguientes fases:

¹⁸⁶ PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., “El sistema contractual” en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 177 y siguientes.

2.1. Carta de intenciones.

Si las negociaciones preliminares entre comprador y vendedor culminan con éxito, lo más habitual es proceder a la firma de una carta de intenciones (también conocida como *letter of intent* o *memorandum of understanding*).

La carta de intenciones se encarga de fijar los aspectos esenciales del LBO y se caracteriza por no tener normalmente fuerza vinculante¹⁸⁷ su contenido salvo los pactos de exclusividad y confidencialidad así como la cláusula de gastos.

Con el pacto de exclusividad los vendedores de la Sociedad *Target* se obligan a no negociar con otros potenciales compradores durante un periodo determinado que permita llevar a cabo la negociación del LBO, así como conseguir una financiación adecuada.

Por lo que se refiere al pacto de confidencialidad, los compradores y *Newco* se comprometen a no revelar la información de la Sociedad *Target* a la que tienen acceso durante el periodo de negociación del LBO. Como bien señala SAAVEDRA ORTIZ, es muy importante que el pacto de confidencialidad regule al menos las siguientes cuestiones: “*qué se entiende por información confidencial, quién responde por el uso y divulgación de la información confidencial y cuáles son las garantías que la persona que entrega la información confidencial otorga sobre la misma*”¹⁸⁸.

Sobre la carta de intenciones y sus distintas modalidades volveremos a tratar en la segunda parte de esta obra.

¹⁸⁷ Si bien lo más normal es que no tengan fuerza vinculante, sin embargo, pueden redactarse con un distinto grado de compromiso por las partes firmantes. Así, pueden pasar de ser únicamente un pacto de exclusividad y/o confidencialidad, a una promesa de compra o venta, una opción de compra, o incluso un contrato sometido a condición y/o plazo.

¹⁸⁸ SAAVEDRA ORTIZ, J.J., “¿Cómo redactar el contrato de confidencialidad en un proceso de venta de empresa a través de subasta?”, *Capital & Corporate Magazine*, Revista número 3, marzo de 2008.

2.2. *Due diligence.*

A. *Introducción.*

En todo proceso de adquisición de empresas es fundamental llevar a cabo una auditoría (*due diligence*) de la Sociedad *Target*.

Debido a la importancia de la *due diligence* en el proceso de adquisición de una empresa, se tratarán a continuación las siguientes cuestiones: (i) en primer lugar, se dará una noción de *due diligence* y se explicará la finalidad de la misma; (ii) después se expondrán los elementos subjetivos que intervienen en los procesos de auditoría así como el papel que corresponde a cada uno de ellos, revisando sus obligaciones y derechos; (iii) seguidamente, se abundará en la importancia del método a seguir, explicando las cuestiones procedimentales que deben tenerse en cuenta en el proceso de *due diligence*; y (iv) asimismo, y desde el punto de vista puramente material, se señalarán también los aspectos básicos que, como mínimo, deben cubrirse en todo trabajo de revisión.

B. *Concepto y finalidad.*

La *due diligence*, además de resultar una expresión equívoca al referirse tanto a una actividad como a sus consecuencias¹⁸⁹, es un proceso que fundamentalmente consiste en la revisión de la situación financiera y legal de la Sociedad *Target* (así como, en su caso, de sus filiales) para evaluar su grado de cumplimiento tanto del ordenamiento jurídico como de sus compromisos financieros en los ámbitos comprendidos por la revisión.

Por lo que se refiere, en particular, a la *due diligence* legal o auditoría legal, señala HALLETT CHARRO¹⁹⁰ que el origen del término *due diligence* en este

¹⁸⁹ Y es que como señala ALEMANY EGUIDAZU la utilización del término *due diligence* para referirse a la actividad de certificación es un tropo por contigüidad, es decir, una metonimia (*quid pro quo*) del tipo que sustituye la causa (ejecución de una investigación razonable) por el efecto o implicación (apreciación de diligencia). Vid. ALEMANY EGUIDAZU, J., *Auditoría legal. Due diligence y opiniones legales en los negocios mercantiles*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, págs. 91 y siguientes.

¹⁹⁰ HALLETT CHARRO, R., "Due diligence", en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010, pág. 192.

contexto y en relación con transacciones comerciales y operaciones mercantiles, podría tener su origen en los Estados Unidos en la sección 11 (b) (3) de la *Securities Act* de 1933¹⁹¹, si bien este origen es bastante discutido.

En cualquier caso, esta expresión se ha ampliado internacionalmente para incluir cualquier tipo de investigación sobre los riesgos o contingencias que se pueden adquirir en relación con la adquisición de una sociedad o de activos de la misma en un contexto comercial, con financiaciones y con investigaciones precontractuales en general. En definitiva, la *due diligence* es un proceso de investigación necesario antes de contraer o llevar a cabo cualquier tipo de compromiso o inversión financiera de importancia o, en otras palabras, en el contexto propio de una adquisición privada, la expresión de *due diligence* trata de aludir al proceso de búsqueda de información llevado a cabo por un comprador, tan pronto como sea posible, una vez iniciadas las negociaciones, para evaluar los riesgos de la compañía que se adquiere y su situación económico financiera.

Y es que, como indica PASTOR VITA, *“por influencia de los ordenamientos del área anglosajona es cada vez más frecuente, especialmente en la adquisición de empresas, la realización de actividades de investigaciones previas por el futuro comprador para comprobar que el vendedor no le oculta datos o circunstancias significativas relativas al objeto de la venta, que puedan dar origen a una pérdida patrimonial importante para el adquirente”*¹⁹².

De este modo, los procesos de auditoría consisten necesariamente en análisis limitados de la realidad jurídica de la sociedad revisada, por lo que resulta imprescindible acotar desde un principio el alcance y finalidad de la revisión.

Los fines a los que puede responder la realización de auditorías legales son múltiples y variados: como herramienta de gestión para profundizar en el conocimiento de la propia sociedad por parte de sus administradores; para evaluar la conveniencia o no de una inversión y/o determinar la forma en que

¹⁹¹ DAVIS, C., *Due Diligence Law and Practice*, 2ª edición, 1999, págs. 1 y siguientes.

¹⁹² PASTOR VITA, F.J., *Venta de empresa y de otros conjuntos de bienes y derechos*, Editorial Comares, Granada, 2007, pág. 154.

esta deba hacerse; para complementar la valoración de una compañía; como revisión previa a una oferta pública de venta o suscripción (dadas las responsabilidades que incumben a las entidades directoras en dichas ofertas), para determinar las consecuencias que puede acarrear el cambio de titularidad de las acciones/participaciones/activos de la sociedad, etc.

En efecto, el objeto de la *due diligence* siempre variará en función de diversas circunstancias, por ejemplo:

- (i) Las características del destinatario, ya que no será lo mismo un inversor industrial que un inversor puramente financiero.
- (ii) El rol del destinatario en la operación. En efecto, la *due diligence* la puede hacer el vendedor para acicalar su empresa previamente a una venta y la harán con toda seguridad los compradores, así como las entidades financiadoras y los garantes de la operación, buscando cada una de estas partes sus propios objetivos en la *due diligence* que encarguen.
- (iii) La naturaleza de la operación.

En cualquier caso, los objetos más habituales de los procesos de *due diligence* son los siguientes:

- (i) Mejorar la comprensión del negocio, bien en su conjunto, bien respecto de aspectos concretos de especial relevancia.
- (ii) Llevar a cabo un análisis DAFO de la Sociedad *Target*: este análisis consiste en estudiar la situación competitiva de una empresa en su mercado (situación externa) y de las características internas (situación interna) de la misma, a efectos de determinar sus debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas.
- (iii) Poner de manifiesto las contingencias de la operación que pueden afectar a la viabilidad de la misma o bien al precio (bajándose el mismo) y a las garantías de la operación (aumentándose las mismas).

En efecto, en el marco de un proceso de compraventa, la *due diligence* no es otra cosa que una revisión desde un punto de vista jurídico de la totalidad de los aspectos y características de una compañía al objeto de detectar, identificar y cuantificar las posibles incorrecciones, contingencias y riesgos de sanciones o pasivos que puedan existir en la Sociedad *Target*¹⁹³.

- (iv) Limitar la responsabilidad, en especial del vendedor, pues toda aquella contingencia que se detecte en la revisión, al tener su impacto en el precio y las garantías, se asumirá por los compradores y las entidades financiadoras en el caso de que esas contingencias finalmente se manifiesten y den lugar a un daño para la Sociedad *Target*.

C. Elementos subjetivos.

a) Las partes.

En los procesos de auditoría legal cabe distinguir generalmente: (i) la sociedad objeto de la revisión (que en nuestro caso será la Sociedad *Target* así como, en su caso, sus filiales); (ii) el cliente, destinatario final del informe de auditoría legal; y (iii) los abogados encargados de llevar a cabo la revisión.

b) Deberes y obligaciones.

Cada una de estas personas o grupos de personas tiene una función determinada y distinguida de las restantes. Así:

- (i) El cliente: normalmente es el destinatario del informe. El cliente tiene interés en conocer la situación jurídica de la Sociedad *Target*. Tal interés depende del fin al que responde el proceso. El más habitual es la adquisición de la Sociedad *Target*.

¹⁹³ MORENO UTRILLA, D., LÓPEZ MARIANO, C. y COLLADO MORENO, L., "Adquisiciones de empresas no cotizadas", en la obra colectiva *Estudios Jurídicos sobre Operaciones de Reestructuración Societaria*, coordinada por M.M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, pág. 270.

El cliente será el beneficiario de la información, y a él corresponde adoptar las decisiones de negocio y efectuar las valoraciones de riesgo correspondientes que cada transacción precise.

Los informes de auditoría representan una de las principales herramientas de conocimiento y toma de decisiones sobre determinados aspectos de la Sociedad *Target* y sus filiales (tales como la determinación de las actuaciones necesarias para optimizar la gestión, regularizar la situación jurídica de la compañía en aquellos aspectos en los que no se ajuste a la legislación vigente, tomar una decisión sobre la conveniencia de la inversión, determinar la mejor estructura para llevar a cabo la inversión, confirmar o rectificar el precio a pagar por la compañía o las garantías que deberán exigirse en caso de formalización de la inversión, identificar aquellos aspectos relevantes que requerirán un tratamiento específico e individualizado en las manifestaciones y garantías).

Para ello, es necesario que la información de la compañía y las conclusiones de los abogados se le presenten de forma clara y ponderada desde la experiencia y conocimiento especializado de los analistas jurídicos, sin limitarse por tanto a transponer formalmente las consecuencias previstas en la Ley.

Es importante que exista una viva interacción y una comunicación fluida entre el beneficiario de la información y sus asesores para que, durante el proceso de *due diligence* y a medida que se vayan poniendo de manifiesto las distintas conclusiones del trabajo de revisión, el cliente pueda decidir sobre la conveniencia o necesidad de profundizar en algún aspecto concreto, extendiendo horizontal o verticalmente el ámbito de la *due diligence*, y afinando en su enfoque.

- (ii) La Sociedad *Target*: conforme a las reglas generales del ordenamiento jurídico, los representantes de la Sociedad *Target* tienen el deber de suministrar toda la información necesaria al beneficiario de la información para que quienes designe puedan desempeñar eficazmente su trabajo y reflejar en su informe definitivo una evaluación correcta y ajustada de la

situación existente. Por ello, es fundamental destacar que el proceso de *due diligence* legal precisa de una actuación transparente y plena de la Sociedad *Target* con el fin de que se ponga en conocimiento de los encargados de su realización toda aquella información, sin ningún tipo de reserva, que sea relevante para la realización del correspondiente diagnóstico sobre el estado de cumplimiento por la Sociedad *Target* del Derecho que le resulta aplicable. La Sociedad *Target* debe participar de modo activo en el proceso facilitando *motu proprio*, sin necesidad de que se le requiera expresamente, toda la información relevante entre la que se incluye de modo especial aquella que se refiera a eventuales conflictos, incumplimientos, riesgos, o contingencias de la Sociedad *Target* y su actividad y de las acciones que se ofrecen a la venta.

- (iii) Los abogados: la labor del abogado o abogados encargados de la ejecución material de la *due diligence* consiste en analizar la información recibida, procesarla y proporcionar, a partir de esta información, una herramienta ajustada a las necesidades que le suscitaron al cliente.

Un proceso de *due diligence* no es un proceso de investigación en busca de información oculta. No se pueden valorar ni prever situaciones de hecho que pudieran plantearse como consecuencia de datos no facilitados o de documentación que no se ajuste a la realidad, aunque sí valorar la información obtenida desde el punto de vista de su coherencia material.

Cosa distinta es que, como medida de prudencia y diligencia debida en el desempeño de sus funciones, la metodología de trabajo obligue al abogado a profundizar en la información recibida para obtener una clara imagen de lo que se le presenta, orientando además a los representantes de la Sociedad *Target*, con su conocimiento especializado, sobre aquellos aspectos que más interesan en el marco de la revisión y centrando la canalización de la información a través de los conductos idóneos.

Dado que las revisiones legales suelen abarcar aspectos jurídicos de muy distintos ámbitos, las *due diligences* suelen llevarse a cabo por equipos multidisciplinares de abogados.

La coordinación y el intercambio de información entre todos los miembros del equipo resulta fundamental. Esta es la forma de optimizar los recursos del despacho de abogados (evitando duplicidades innecesarias en el desarrollo de tareas comunes), ofreciendo una imagen consistente de integración y colaboración del grupo (debe evitarse la petición reiterativa de documentación previamente solicitada por algún otro miembro del equipo). Ello redundará en un eficaz desarrollo del análisis, advirtiendo sobre los posibles riesgos y contingencias detectadas y que puedan tener un impacto en otras áreas.

Normalmente, el trabajo de campo de revisión de documentación y obtención de información suele realizarse por los abogados con menos experiencia ("*juniors*"), quienes deben ser tutelados y dirigidos por algún otro abogado más experto, cuya misión consiste en orientar y supervisar el trabajo realizado por los distintos miembros del equipo, homogeneizando y estandarizando las aportaciones de cada uno al informe final para ofrecer un producto final sólido, consistente y homogéneo.

D. La importancia del método.

Hay que destacar que la labor del abogado no es de resultado, sino de ejercicio. Es decir, lo que se espera de los abogados intervinientes es que apliquen una determinada metodología que garantice la revisión y cobertura de todos los aspectos incluidos en el ámbito de la *due diligence* de una forma diligente y completa. En otras palabras, resulta imposible garantizar la infalibilidad de las personas encargadas del análisis de la Sociedad *Target* (puesto que existen elementos que escapan a su control, por ejemplo la mala fe y el engaño por parte de los representantes de la Sociedad *Target* en la ocultación o desvirtuación de la información) pero resulta absolutamente necesario que en el desempeño de sus funciones se hayan observado y puesto

en práctica las actuaciones más diligentes y adecuadas para obtener una correcta evaluación de la Sociedad *Target* a partir de la información facilitada. En este hecho, unido a la labor de asesoramiento y dirección de la revisión mencionada en el párrafo anterior, es donde radica la importancia del método.

E. El método.

a) Descripción.

La experiencia y el *know-how* de despachos especialistas en este tipo de procedimientos como Linklaters, Freshfields, Clifford Chance, Allen & Overy, Ramón y Cajal, Uría, Garrigues y Cuatrecasas, entre otros, han derivado en la estandarización de determinados procedimientos básicos y generales a la hora de llevar a cabo una *due diligence*.

Cualquier método es susceptible de ser mejorado, y en todo caso deberá ser adaptado y actualizado a las condiciones concretas de cada operación.

De acuerdo con nuestra experiencia, a la hora de llevar a cabo una *due diligence* se deben seguir los pasos que se describen a continuación.

b) Información inicial y planificación de la due diligence.

Como punto de partida será necesario efectuar una primera aproximación a la Sociedad *Target* a través del encargo que el cliente realice al despacho de abogados, definiendo el propósito para el que se requiere el informe, delimitando el alcance y formato (informe detallado o resumen de contingencias) del mismo e identificando los aspectos que más interesan al cliente.

A raíz de esto, será necesario determinar las personas que integrarán el equipo de auditoría y designar al responsable de la coordinación y supervisión del trabajo.

Es también importante definir desde el principio el modelo de documento sobre el que todos los miembros del equipo deberán trabajar, estableciéndose los criterios de formato y las pautas de estilo que deberán emplearse.

c) *Recopilación y análisis de la información pública.*

Incluso antes de los primeros contactos con los representantes de la Sociedad *Target*, en la medida de lo posible y a los efectos de poder efectuar una primera adaptación del listado de auditoría a la actividad de la Sociedad *Target*, conviene recabar y estudiar toda la información pública que exista sobre la compañía (información de registros públicos -físicos o virtuales-, publicaciones en el BORME, información publicada en internet y otros medios de difusión).

d) *Solicitud inicial de información.*

Se lleva a cabo mediante las conocidas listas de auditoría o *check list*. Estas a menudo causan una reacción adversa en sus receptores al tratarse de documentos que deben ser exhaustivos y tratar de abarcar la totalidad de los puntos que, de inicio, será necesario revisar.

Es evidente que, por el carácter genérico de este tipo de documento y por la fase preliminar en la que suele remitirse, en muchos casos contiene referencias a puntos que no resultan de aplicación y omite la solicitud de determinada documentación específica cuya necesidad de revisión surge del conocimiento concreto del negocio o actividad de la compañía.

Por ello, resulta necesario acompañar estos listados iniciales de documentación con una carta de acompañamiento en la que, desde el primer momento, se exponga la naturaleza preliminar de la solicitud y la posibilidad (casi certeza) de que el mencionado listado sea únicamente el punto de partida de las sucesivas solicitudes que se encadenarán durante el proceso.

También, conviene aprovechar esta primera comunicación para explicar a los representantes de la Sociedad *Target* cuál será el procedimiento que se desarrollará para la revisión legal así como para recordarles las obligaciones de información y colaboración que para ellos supone la *due diligence*.

La información deberá proporcionarse a través de los medios y soportes más idóneos, bien mediante entrevistas con los responsables de las correspondientes áreas, o bien mediante la entrega o puesta a disposición de la pertinente documentación escrita.

Al finalizar el proceso de *due diligence* la Sociedad *Target* deberá confirmar por escrito que ha proporcionado toda la información necesaria para su realización de acuerdo con los principios anteriormente expresados y que no ha ocultado ningún dato o circunstancia que pueda afectar al alcance de la revisión efectuada.

Conviene, por lo tanto, anunciar a los representantes de la Sociedad *Target* este requerimiento desde un primer momento (incluyéndolo en la carta de acompañamiento al listado inicial de información solicitada).

e) *Puesta a disposición de la información/documentación.*

La documentación/información puede ponerse a disposición del cliente y de sus asesores siguiendo distintos métodos:

- (i) El primero de los métodos y más cómodo es la puesta directa de documentación mediante envío de la documentación solicitada para que los asesores y el cliente puedan analizarla libremente y sin más restricciones que la confidencialidad debida.
- (ii) El segundo método consiste en la puesta a disposición de la documentación de forma limitada (temporal y espacialmente) mediante la organización del llamado *data room*. En estos supuestos la información se acumula en una dependencia concreta (puede ser dentro de la propia Sociedad *Target* o en algún lugar externo habilitado expresamente a tal efecto, como por ejemplo, en el despacho de abogados que esté asesorando a los vendedores de la Sociedad *Target*) para su análisis supervisado.

En este tipo de puesta a disposición es común la existencia de limitaciones procedimentales a la actividad de los analistas (obligación de acreditación e inscripción, limitación temporal de asistencia con un horario y unas fechas determinadas para llevar a cabo la revisión, limitación cuantitativa de asistentes, prohibición de efectuar fotocopias u otro tipo de reproducción documental y presencia de un “supervisor” designado por el titular de la información, entre otras).

Todas estas normas suelen presentarse sistemáticamente en un compendio de “normas del *data room*” que el cliente y sus asesores deben suscribir y respetar y que tienen por objeto organizar y ordenar el proceso de revisión legal.

Por otra parte, conviene destacar que gracias a las nuevas tecnologías es frecuente que la revisión a través de *data room* se lleve a cabo virtualmente por ordenador. En este caso, se accede a través de una página web a la documentación que se necesita para la revisión previa concesión de una contraseña o *password* por parte del administrador de la página web. Ahora bien, en estas revisiones virtuales también suelen establecerse limitaciones procedimentales similares a las comentadas pues el *password* caducará transcurrido un tiempo y la página web estará preparada para que no se pueda imprimir la documentación, debiendo realizarse la revisión mediante la lectura de la documentación directamente desde la pantalla del ordenador con la consecuente incomodidad que eso genera.

El uso de uno u otro método responde normalmente a las circunstancias de cada transacción (existencia de varios potenciales compradores en una fase inicial de selección de ofertas y candidatos; maximización de la discreción de la operación de cara a la propia Sociedad *Target* y sus trabajadores, etc.).

f) Revisión de la documentación recibida.

En relación con este aspecto de las *due diligences*, el más importante para todas las partes, se recoge más adelante una serie de parámetros que confiamos ayudarán a enfocar el análisis de la documentación.

g) Entrevistas: presenciales y telefónicas.

No toda la información relevante para una *due diligence* consta incorporada en soportes físicos. Para obtener esta información resulta esencial llevar a cabo determinadas entrevistas con los distintos responsables que, por sus funciones en la Sociedad *Target*, estén en disposición de ofrecerla de forma precisa y completa. El contenido de estas entrevistas y las conclusiones derivadas de ellas deben tener un reflejo expreso y detallado en el informe de auditoría.

F. Aspectos materiales.

El alcance de la *due diligence* depende de las propias necesidades del negocio, si bien es cierto que, generalmente, se orienta a revisar las proyecciones financieras, las cuentas anuales de varios ejercicios y los aspectos legales más relevantes (sobre todo de Derecho societario, fiscal, laboral, inmobiliario, administrativo y contractual) de la Sociedad *Target*.

En muchos trabajos¹⁹⁴ se desarrollan y explican cuáles son las áreas que debe cubrir una *due diligence* en este tipo de auditorías. Sin embargo, creemos que ninguno lleva a cabo una enumeración exhaustiva de todos los ámbitos que se pueden llegar a tratar. Por ello, y a fin de que esta parte de nuestro trabajo pueda servir de guía orientativa a abogados que se sumerjan por primera vez en las procelosas aguas de una revisión de *due diligence*, a continuación señalamos los puntos básicos que deben cubrirse (respecto de la sociedad o sociedades objeto de compra) en todo trabajo de revisión, con una referencia a los aspectos más relevantes dentro de cada uno de ellos. La enumeración es, sin duda, extensa pero creemos que merece la pena.

De todos ellos conviene incluir alguna mención en el informe correspondiente, ya sea meramente descriptiva del estado actual de la cuestión (indicando que no se ha detectado contingencia o pasivo alguno) o, en su caso, destacando o realizando el comentario correspondiente en relación con la contingencia o pasivo que exista, la cuantificación del riesgo que implica, así como las actuaciones necesarias en relación con la operación de inversión de que se trate.

Así, deben cubrirse las áreas que tratamos a continuación.

¹⁹⁴ Entre otros trabajos, merecen ser destacados los siguientes:

- (i) ALEMANY EGUIDAZU, J., *op. cit.*
- (ii) HALLET CHARRO, R., *op. cit.*, págs. 191 y siguientes.
- (iii) MORENO UTRILLA, D., LÓPEZ MARIANO, C. y COLLADO MORENO, L., *op. cit.*, págs. 269 y siguientes.
- (iv) PASTOR VITA, F.J., *op. cit.*, págs. 150 y siguientes.
- (v) PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, págs. 182 y 183.

a) *Derecho societario.*

(i) Constitución y estatutos:

- a) Certificación del Registro Mercantil o escrituras públicas de constitución, estatutos y modificaciones de los mismos hasta la fecha (caso de no estar inscritos).
- b) Datos de inscripción en el Registro Mercantil y registros especiales, en su caso.
- c) Objeto social y sectores con regulación específica.
- d) Estatutos sociales: revisión del texto vigente con especial atención a la existencia de distintos tipos de acciones/participaciones y, en su caso, los derechos de cada clase, restricciones a la libre transmisión de las acciones/participaciones, funcionamiento y retribución del órgano de administración, exigencia de *quora* reforzados de asistencia o de “supermayorías” para la adopción de acuerdos en junta y/o consejo, política de dividendos, medidas de protección de minoritarios, previsiones de “salida”, etc.).

(ii) Capital social:

- a) Suscripción y desembolso (distribución y pago; existencia de dividendos pasivos).
- b) Autocartera (cumplimiento de límites).
- c) Títulos representativos (títulos emitidos, resguardos provisionales, o, en su caso, anotaciones en cuenta).
- d) Títulos de propiedad (escrituras, pólizas, etc.).
- e) Estado de cargas y gravámenes de las acciones/participaciones.
- f) Comprobar el tracto en la titularidad de las acciones/participaciones (coherencia y reflejo de la cadena de transmisiones anteriores).

- (iii) Órgano de administración: composición y duración de los cargos.
- (iv) Delegación de facultades, poderes y mandatos otorgados por la sociedad analizada:
 - a) Al órgano de administración.
 - b) A altos directivos de la sociedad.
 - c) A empleados.
 - d) A terceras personas ajenas a la sociedad.
- (v) Libros registro:
 - a) Libro de actas (comprobar transcripción y firmas):
 - Junta general de accionistas/socios.
 - Consejo de administración.
 - b) Libro de acciones nominativas o libro de socios.
 - c) Libro de contratos con el socio único.
- (vi) Actas originales (de ellas suele obtenerse información muy relevante respecto a las actuaciones corporativas de la compañía, tales como los acuerdos de distribución de dividendos, los de retribución de administradores, los de afianzamiento de terceros, incluyendo sociedades de su propio grupo, posicionamiento de los accionistas y administradores –adopción pacífica y unánime de acuerdos sociales o existencia de posiciones beligerantes-, etc.).
 - a) Comprobar su existencia y correcta transcripción al correspondiente libro de actas.
 - b) Comprobar listas de asistentes (firmas de todos los socios).
- (vii) Formalización e inscripción de acuerdos (comprobar que todos los acuerdos susceptibles de formalización en escritura pública han sido

debidamente ejecutados y formalizados. Comprobar igualmente que los acuerdos que requieran inscripción registral han sido oportunamente presentados para su depósito).

(viii) Cuestiones contables y de auditoría:

a) Cuentas anuales:

- Formulación.
- Aprobación.
- Depósito en el Registro Mercantil.
- Nombramiento de auditores y verificación de las cuentas sociales.

b) El presupuesto fiscal actual, las proyecciones financieras internas, incluidas las relacionadas con beneficios y pérdidas, cualquier plan estratégico de negocio de la sociedad o de sus filiales significativas.

c) Lista de los pasivos de la sociedad o de cualquier filial (ya sean ciertos o contingentes; vencidos o que vayan a declararse vencidos) que, según los principios de contabilidad generalmente aceptados, no sea obligatorio reflejar en las cuentas anuales o en los estados contables.

(ix) Unipersonalidad (declaración).

(x) Acuerdos parasociales (acuerdos de sindicación de voto, pactos entre accionistas, etc.).

(xi) Estructura del grupo:

a) Cuadro de sociedades del grupo: lista de filiales, directas o indirectas, de la sociedad en la que figure al lado de cada una de dichas filiales el porcentaje de participación accionarial perteneciente a la sociedad y a cada una de las demás filiales de la sociedad.

b) Todos los análisis de la sociedad, de cualquier filial o de los sectores en los que cualquiera de dichas entidades ejerza su actividad

elaborados por dicha entidad o por bancos de inversión, ingenieros, contables, entidades calificadoras, analistas financieros, consultores de gestión u otras personas, incluidas, a título meramente enunciativo y no limitativo, las valoraciones y estudios de *marketing* significativos.

- c) Ventas de inversiones o filiales realizadas en los últimos tres o cuatro años (ya sea de acciones o activos).

b) Contractual.

Se deberían revisar, en particular, aspectos tales como la existencia de cláusulas de cambio de control, limitaciones a la cesión o transmisión del contrato, supuestos de resolución unilateral anticipada –incluyendo la disminución de solvencia u otros análogos–, sometimiento a arbitraje o jurisdicción determinada, ley aplicable, existencia de cláusulas penales, supuestos de incumplimiento contractual, etc.

(i) Bancario y financiero:

- a) Relación de cuentas bancarias.
- b) Préstamos y créditos.
- c) Contratos atípicos: líneas de descuento, *factoring*, *leasing*, *renting*, etc.
- d) Avals (indicar concepto, cuantía y vencimiento).
- e) Documentos relativos a cualquier oferta de valores o emisión (ya sea de renta variable o renta fija e incluidas opciones, *warrants* y obligaciones convertibles en acciones o canjeables por acciones) realizada por la sociedad o por cualquiera de sus filiales.
- f) Lista de cualquier línea de crédito, arrendamientos financieros, cartas de compromiso y de otros medios de crédito (incluida deuda a corto y largo plazo y deudas entre empresas) de la sociedad y de cada filial (en la que se indique, para cada una de dichas operaciones, el deudor, el concedente del crédito, los importes principales pendientes, los tipos

de interés y las fechas de vencimiento o los calendarios de pagos en el caso de los arrendamientos financieros).

g) Contratos y otros documentos acreditativos de empréstitos o deudas, garantizados o no garantizados, suscritos por la sociedad o por cualquier filial, incluidos, a título meramente enunciativo y no limitativo, cualesquiera documentos relativos a préstamos bancarios y pagarés, obligaciones empresariales y otros empréstitos o contratos similares con ellos relacionados.

h) Contratos y otros documentos acreditativos de acuerdos significativos de financiación de la sociedad o de cualquier filial, incluidos contratos de leasing y *lease back*, compraventas a plazos, pagarés y contratos de crédito, derivados financieros y similares.

(ii) Proveedores (de bienes y servicios):

a) Política general de contratación de la sociedad.

b) Contratos de suministro existentes.

c) Condiciones generales de contratación.

d) Condiciones de pago.

e) ABC de proveedores (estudiar concentración y riesgo).

(iii) Clientes:

a) Política general de contratación de la sociedad.

b) Contratos existentes con clientes.

c) Condiciones generales de contratación.

d) Condiciones de cobro.

e) ABC de clientes (estudiar concentración y riesgo).

(iv) Seguros:

- a) Relación de pólizas.
- b) Vigencia y cobertura de las pólizas.
- (v) Contratos de *joint venture* (empresa conjunta) y de colaboración, asistencia técnica, transferencia de tecnología, *know-how*, en los que sea parte la sociedad o cualquier filial.
- (vi) Contratos con profesionales: *marketing*, consultoría, *advertising*, auditores, abogados.
- (vii) Contratos o compromisos de realización de inversiones significativas en los que intervenga como parte la sociedad o cualquier filial.
- (viii) Contratos por los que se restrinja la venta o transmisión de cualquier activo significativo de la sociedad o de cualquier filial.
- (ix) Contratos de distribución, I+D+i, licencia, franquicia, comisión, agencia o representación comercial, distribución exclusiva o selectiva.
- (x) Cualesquiera renunciaciones o contratos acordados por la sociedad o por cualquier filial por los que se anulen demandas o derechos de valor sustancial en circunstancias distintas del giro o tráfico ordinario y cualesquiera documentos relacionados con amortizaciones o saneamientos significativos de efectos o cuentas a cobrar en circunstancias distintas del curso ordinario de los negocios.
- (xi) Cualquier acuerdo que defina o limite los derechos de los accionistas, incluidas cualesquiera restricciones impuestas sobre transmisiones o derechos de voto, incluidos acuerdos de sindicación de voto o poderes de representación en juntas que se hallen en vigor.
- (xii) Todos los contratos significativos de la sociedad o de cualquier filial celebrados con la administración o con organismos públicos distintos de los de su giro o tráfico ordinario.
- (xiii) Todos los contratos de secreto o confidencialidad celebrados por la sociedad o por cualquier filial.

- (xiv) Contratos con partes vinculadas:
- a) Con directivos, consejeros o accionistas relativos al negocio de la sociedad o a otros activos.
 - b) Préstamos entre la sociedad y partes vinculadas.
 - c) Cualesquiera reclamaciones, derechos reales y de terceros a favor de partes vinculadas y en que intervenga la sociedad.
- (xv) Otros contratos con terceros (contratos menores de suministros y servicios: limpieza, seguridad, mantenimiento, etc.).
- c) *Contratación por vía electrónica y prestación de servicios de la sociedad de la información.*
- (i) Contratos de la sociedad aplicables a la contratación de bienes y servicios *on line* con clientes finales, incluidas las condiciones generales aplicables a los mismos.
 - (ii) Contratos de la sociedad para el aprovisionamiento de productos y servicios *on line*.
 - (iii) Contratos de la sociedad de gestión de compras *on line*.
 - (iv) Contratos de la sociedad para la puesta a disposición de servicios de pago o de financiación *on line*.
 - (v) Contratos con las entidades que garanticen la seguridad de las transacciones *on line*.
 - (vi) Contratos concluidos por la sociedad de prestación de servicios de infraestructura para el comercio electrónico (incluyendo contratos de afiliación a buscadores o instrumentos de búsqueda).
 - (vii) Política de envío de comunicaciones comerciales a través del correo electrónico, de SMS, MMS, Blackberry Messenger, WhatsApp u otros sistemas de comunicación electrónica.

- (viii) Contratos de publicidad de la sociedad en cualquier soporte de internet de un tercero y contratos de difusión de publicidad de terceros en los sitios de internet de la sociedad.
- (ix) Contratos de inserción de enlaces.
- (x) Contratos de aprovisionamiento de contenidos para los sitios web de la sociedad y contratos de cesión de los contenidos propios de la sociedad a terceros.
- (xi) Contratos de *hosting*, contratos de *housing*, contratos con proveedores de acceso a internet.

d) *Activos de la sociedad.*

- (i) Lista de todos los bienes inmuebles y muebles relevantes en propiedad, arrendados o utilizados por la sociedad o por cualquier filial. Descripción registral y estado de ocupantes, cargas y gravámenes.
- (ii) Escrituras u otros títulos de propiedad acreditativos de la titularidad de cada inmueble perteneciente a la sociedad o a cualquier filial.
- (iii) Una lista y ejemplares de todos los contratos de arrendamiento significativos relacionados con bienes muebles e inmuebles para proceder a analizar sus condiciones (plazos, condiciones resolutorias, existencia de cláusulas de cambio de control, etc.), así como todos los demás contratos relacionados con el uso de terrenos o edificios o de bienes muebles en los que la sociedad o cualquier filial intervenga como parte, ya sea en calidad de arrendador, arrendatario o en otra condición.
- (iv) Contratos relacionados con el uso y disfrute bienes muebles e inmuebles a título distinto del puro arrendamiento: *leasing*, *renting*, *lease back*, derechos de superficie y concesiones.
- (v) Una lista y ejemplares de todos los documentos relacionados con la concesión o constitución de un derecho real de garantía o de cualquier otro gravamen, carga, restricción, servidumbre, limitación a la

transmisibilidad u otro contrato que afecte a bienes inmuebles o muebles significativos en propiedad, arrendados o utilizados por la sociedad o por cualquier filial.

- (vi) Peritajes, tasaciones, valoraciones o, en su caso, informes similares de los muebles e inmuebles de la sociedad o de cualquier filial.

e) *Propiedad industrial e intelectual.*

- (i) Listado de todos los derechos de propiedad industrial e intelectual pertenecientes a la sociedad o utilizados en virtud de cualquier título por la misma o por cualquier filial, incluidas patentes, solicitudes de patente, marcas registradas, solicitudes de marcas, nombres comerciales, modelos de utilidad, rótulos de establecimiento, derechos de autor. Indíquese en cada caso el tipo de derecho, la cobertura geográfica del mismo y la fecha de extinción de los derechos.
- (ii) Listado de todos los nombres de dominio (de internet o de otra clase) registrados o solicitados por la sociedad.
- (iii) Verificación de titularidad.
- (iv) Medidas de protección (depósitos notariales, registros públicos, etc.).
- (v) Contratos de transferencia de tecnología, licencias, *know-how*, etc.
- (vi) Contratos de licencia, contratos de comercialización o distribución y contratos con administradores, directivos u otros empleados relacionados con la propiedad industrial o intelectual perteneciente a (o utilizada por) la sociedad o por cualquier filial.
- (vii) Listado del *software* y el *hardware* utilizado por la sociedad. Copia de los contratos de mantenimiento. Descripción de cualquier trabajo en curso relacionado con el *software* o el *hardware* por la sociedad o por un tercero.

- (viii) Documentos o instrumentos que constituyan un derecho real de garantía u otro gravamen sobre cualquier propiedad industrial o intelectual perteneciente o utilizada por la sociedad o por cualquier filial.
- (ix) Derechos de propiedad industrial o intelectual pertenecientes o utilizados por la sociedad o por cualquier filial en relación con los cuales la sociedad y sus filiales significativas no hayan presentado una solicitud de patente, de marca registrada o de derecho de autor.
- (x) Descripción de todas las controversias, tercerías de dominio y procedimientos de oposición relacionados con la explotación de derechos de propiedad industrial o intelectual pertenecientes a (o utilizados por) la sociedad o por cualquier filial.
- (xi) Cumplimiento de la legalidad vigente y ausencia de vulneración por parte de la sociedad de derechos de terceros.

f) Fiscal.

- (i) Documentación general:
 - a) Copia de las actas, diligencias y otros documentos dictados a la sociedad por la Inspección de Tributos por cualquier tipo de impuesto.
 - b) Copia de todas las notificaciones, liquidaciones provisionales o requerimientos recibidos de la Administración Tributaria por las sociedades, así como consultas emitidas por la Administración Tributaria a la sociedad.
 - c) Copia de recursos, consultas o solicitudes planteadas a la Administración Tributaria, así como los documentos emitidos por la misma en relación con procedimientos tributarios de cualquier naturaleza.
 - d) Copia de cualquier documento relacionado con procesos judiciales de naturaleza tributaria (demandas, resoluciones, etc.).

(ii) Documentación específica de impuestos referida a todos los ejercicios abiertos a inspección:

a) Documentación relativa al Impuesto sobre el Valor Añadido (en adelante, el “**IVA**”):

- Declaraciones mensuales o trimestrales y resumen anual.
- Declaraciones recapitulativas de operaciones con sujetos pasivos de la Unión Europea.
- Libros de IVA de facturas emitidas y recibidas.
- Declaración de operaciones con terceros.
- Detalle del tratamiento que en relación con el IVA se hace sobre el autoconsumo de bienes y sobre exportaciones e importaciones.

b) Retenciones a cuenta del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (en adelante, el “**IRPF**”):

- Detalle de las remuneraciones satisfechas a los empleados con desglose de todos los conceptos retributivos y copia de las nóminas de los empleados. Situación personal y familiar de los empleados comunicada a la sociedad a los efectos del cálculo de retenciones.
- Declaraciones mensuales/trimestrales, así como resumen anual de las retenciones efectuadas a cuenta del IRPF.
- Detalle de la política de la empresa relativa a las dietas por desplazamiento y manutención.
- Detalle de la política de la sociedad en relación con las retribuciones en especie satisfechas a los empleados (coches, préstamos, seguros de vida, etc.), así como el tratamiento fiscal de las mismas.

- Detalle de las indemnizaciones por despido satisfechas, así como fechas de alta y baja de los trabajadores despedidos y su última nómina.
- Política de la empresa y tratamiento fiscal en relación con las comisiones por ventas (en su caso) y a los bonos pagados a los empleados.
- Planes de pensiones (en su caso) y su tratamiento fiscal.
- Descripción de las indemnizaciones y comisiones pagadas a agentes y distribuidores (personas físicas).
- Descripción de otros rendimientos de capital mobiliario y cánones arrendaticios abonados por la sociedad.

c) Impuesto sobre Sociedades:

- Declaración anual del Impuesto sobre Sociedades.
- Pagos fraccionados del Impuesto sobre Sociedades.
- Retenciones a cuenta sobre rendimientos de capital mobiliario y resumen anual.
- Detalle del inmovilizado material e inmaterial, así como de sus respectivas amortizaciones, lo más desglosado y detallado posible (registro de las altas y bajas del periodo). Descripción de la política de la sociedad sobre amortizaciones.
- Contratos de *leasing* de aquellos elementos del activo adquiridos o arrendados por este medio, así como un desglose, elemento por elemento, de la amortización contable practicada en cada ejercicio.
- Detalle de la actualización de balances, si fuera aplicable.

- Descripción del criterio seguido por la sociedad sobre impuestos diferidos o anticipados especificando el concepto y calendario de reversión.
 - Detalle de las provisiones por insolvencias, para riesgos y gastos y de depreciación de cualesquiera elementos del inmovilizado (detallando todas las altas y bajas del periodo), así como de cualquier otra provisión dotada por la sociedad. Descripción de la política de la sociedad respecto de las mencionadas provisiones.
 - Descripción de las deducciones aplicadas por la sociedad, de las deducciones pendientes de aplicación y copia de la documentación que las justifique (en su caso).
 - Descripción de las bases imponibles negativas de la sociedad, año de generación, aplicación y cuantía de las bases pendientes de aplicación (en su caso).
 - Descripción de los ajustes fiscales realizados al resultado contable, para calcular la base imponible del Impuesto sobre Sociedades, incluyendo una descripción de la naturaleza de los ajustes.
 - Documentos relativos a operaciones societarias realizadas en el pasado por la sociedad, tales como fusiones, adquisiciones, venta/adquisición de empresas (escrituras públicas y documentos presentados a las administraciones fiscales).
- d) Documentación relativa al Impuesto sobre Actividades Económicas: declaración de alta en el Impuesto sobre Actividades Económicas, junto a los correspondientes recibos acreditativos del pago de dicho tributo.
- e) Documentación relativa al Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados:
- Declaraciones por el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

- Copia de las escrituras públicas de compraventa de inmuebles por parte de la sociedad.
 - Copia de las escrituras públicas o cualquier otro documento relativo a operaciones societarias sujetas a este impuesto, como son aumentos/disminuciones de capital, contribuciones para compensar pérdidas, etc.
 - Descripción del criterio seguido por la sociedad en relación con la tributación de las letras de cambio y otros instrumentos de giro.
- f) Documentación relativa al Impuesto municipal sobre Bienes Inmuebles:
- Recibos acreditativos del pago del Impuesto sobre Bienes Inmuebles.
 - Notificaciones individualizadas recibidas por la sociedad relativas a revisiones catastrales.
- g) Documentación relativa al Impuesto sobre la Renta de No Residentes:
- Copia de las declaraciones de no residentes presentadas por la sociedad.
 - Copia de la documentación relativa a los pagos hechos a no residentes, como intereses, dividendos, *royalties*, *leasing*, etc.
- h) Documentación relativa a otros impuestos y tasas:
- Impuesto Municipal sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana.
 - Impuestos medioambientales, en su caso.
 - Tasa por prestación del servicio de gestión de residuos urbanos.

g) *Laboral.*

- (i) Organigrama de las sociedades.
- (ii) Relación de los empleados en activo en la sociedad en la que se contenga la siguiente información:
 - a) Centro de trabajo.
 - b) Código de identificación o nombre del empleado.
 - c) Fecha de nacimiento.
 - d) Tipo de contrato.
 - e) Antigüedad.
 - f) Retribución anual (incluyendo pluses, participación en beneficios, etc.).
 - g) Categoría profesional.
 - h) Grupo de cotización.
 - i) Epígrafe de accidentes de trabajo.
 - j) Nacionalidad.
- (iii) Copia de los contratos de alta dirección y pactos especiales con los altos directivos, en su caso.
- (iv) Copia de los contratos con el equipo directivo con relación laboral ordinaria.
- (v) Copia de los contratos suscritos con trabajadores minusválidos.
- (vi) Resto de contratos de toda la plantilla. Si el número de los contratos fuera excesivo y el tiempo para llevar a cabo la *due diligence* fuera limitado entonces se recomienda un muestreo de trabajadores que representen al menos un 50% de la plantilla, con independencia del carácter fijo o eventual de la relación contractual, en la que se contemplen todas las

modalidades contractuales existentes (facilitar expediente completo por trabajador: todos los contratos suscritos, en caso de ser varios, y alta/baja en Seguridad Social).

- (vii) Copia de las nóminas del personal.
- (viii) Número de trabajadores no comunitarios contratados y copia de la tarjeta de trabajo y residencia.
- (ix) Contratos de puesta a disposición suscritos con empresas de trabajo temporal. Número de trabajadores contratados a través de empresas de trabajo temporal, puesto de trabajo y tipo de contrato.
- (x) Fotocopia, en su caso, de los contratos suscritos con terceros (contratos de prestación de servicios, distribución, agencia, limpieza, transporte, cafetería, seguridad, etc.).
- (xi) Copia de los convenios colectivos que se aplican en los centros de trabajo de la sociedad. Además, en caso de que existan, los pactos entre empresa y representación de los trabajadores.
- (xii) Comunicación mensual de las horas extraordinarias realizadas. Número de horas realizadas por trabajador en cómputo mensual y anual, formas de pago y tipo de cotización a la Seguridad Social.
- (xiii) Seguridad Social:
 - a) Certificación de que la sociedad está al corriente en el pago de las cuotas de Seguridad Social.
 - b) Copias de los boletines de cotización (modelos TC1 y TC2) del último año.
 - c) Copia de la autorización administrativa para el aplazamiento del pago de las cotizaciones a la Seguridad Social, en su caso.
 - d) Conceptos retributivos excluidos de cotización: motivo de la exclusión y listado identificando el concepto e importe anual percibido por los

trabajadores en los últimos cuatro años. Si es posible, el listado deberá reflejar el importe recibido por trabajador y la base de cotización del mismo.

- (xiv) Copia del documento de asociación con la Mutua Patronal.
- (xv) Libro de visitas de cada uno de los centros de trabajo.
- (xvi) Alta en Seguridad Social de la sociedad.
- (xvii) Copia de la comunicación de apertura de cada uno de los centros de trabajo.
- (xviii) Información relativa al cumplimiento de las obligaciones en materia de seguridad e higiene en cada uno de los centros de trabajo: dossier completo comprensivo de todas las actividades llevadas a cabo por la sociedad en materia de prevención de riesgos laborales realizada y prevista por cada centro.
- (xix) Beneficios socio-asistenciales: listado nominativo de empleados beneficiarios, coste anual para el correspondiente centro de trabajo por cada uno de los beneficios y contratos de seguro o condiciones de contratación:
 - a) Pensiones o premios por jubilación.
 - b) Pensiones por viudedad.
 - c) Pensiones de invalidez.
 - d) Premios por antigüedad.
 - e) Mejora de indemnizaciones por cese.
 - f) Planes y fondos de pensiones.
 - g) Planes de *stock options*.
- (xx) Información relativa a la representación legal de los trabajadores. En concreto:

- a) Sindicatos.
- b) Órganos de representación de los trabajadores (comité de empresa o delegados de personal).
- c) Delegados sindicales.
- d) Elecciones sindicales.
- e) Conflictividad laboral (huelgas, encierros u otras formas de actividad o presión sindical en los últimos tres años).

(xxi) Reclamaciones y pleitos pendientes:

- a) Relación y copia de la documentación con relación a cualesquiera reclamaciones formuladas, ya sean de carácter laboral o de Seguridad Social, instadas por trabajadores ante cualquier instancia o por la Inspección de Trabajo. Copia, en su caso, de las resoluciones, sentencias, actas, etc. recaídas. Cuantificación del riesgo.
- b) Relación y copia de la documentación señalada en el apartado anterior respecto de reclamaciones que se encuentren pendientes de resolución.
- c) Actas de conciliación ante el Servicio de Mediación, Arbitraje y Conciliación.
- d) En materia de seguridad e higiene, copia de las actas de infracción, diligencias, procedimientos administrativos, laborales y penales.

(xxii) Listado de empleados en situación de baja así como listado de empleados que han causado baja en el último año indicando la fecha y la causa de la baja.

(xxiii) Información relativa a cualesquiera expedientes de regulación de empleo o supuestos de modificación colectiva de condiciones de trabajo y fotocopia, en su caso, de las resoluciones administrativas recaídas en

expedientes de regulación de empleo o en supuestos de modificación colectiva de condiciones de trabajo.

- (xxiv) Documentación relativa a la prevención de riesgos laborales (evaluación de los riesgos, servicios de prevención, nombramiento de delegados de prevención, formación en prevención de riesgos laborales, etc.).
- (xxv) Calendario laboral, jornada de trabajo por cada centro e información acerca de su comunicación a empleados.

h) Administrativo.

- (i) Todos los permisos administrativos, concesiones, licencias (de apertura, de actividad, instalación), certificados, franquicias, autorizaciones o aprobaciones reguladoras significativos de la sociedad o de sus filiales.
- (ii) Informes, documentos presentados y otros documentos o materiales de la sociedad o de cualquier filial de la misma enviados a cualquier organismo administrativo o autoridad pública, incluidas las agencias medioambientales, y correspondencia significativa con dichos organismos o autoridades.
- (iii) Manuales de cumplimiento de la normativa y cualquier otra documentación interna relacionada con la observancia de permisos públicos, licencias u otras autorizaciones administrativas.
- (iv) Correspondencia con organismos y autoridades públicas relativa a infracciones, reclamadas o reales, de los términos o condiciones de cualquier permiso, licencia u otra autorización administrativa.
- (v) Subvenciones.
- (vi) Cualquier documentación presentada ante el Registro de Inversiones Extranjeras.

i) Medio ambiente.

- (i) Licencias y autorizaciones:

- a) Proyectos y documentación técnica relativa a la actividad industrial, presentados en orden a la obtención de las licencias que se mencionan a continuación. En su defecto, comprobar los procesos de fabricación que tengan incidencia en el medio ambiente.
- b) Documentación relativa a evaluaciones de impacto ambiental previo o calificación ambiental de las actividades desarrolladas por la sociedad o sus filiales, en su caso, que se hayan llevado a cabo según la legislación vigente.
- c) Informe del Departamento de Medio Ambiente de la Comunidad Autónoma correspondiente, calificando la actividad en su caso, como molesta, nociva, insalubre y/o peligrosa; o bien declaraciones de impacto ambiental.
- d) Licencia municipal de actividad y licencia de apertura.
- e) Inscripción de la actividad/instalación en el Registro Industrial.
- f) Otras autorizaciones, registros específicos, permisos o licencias por razón de la actividad.
- g) Toda la anterior documentación referida a sucesivas ampliaciones o traslados del negocio de la sociedad y el de cualquiera de sus filiales.
- h) Certificados de calidad ambiental solicitados y/o concedidos a la empresa.
- i) Informes realizados con anterioridad por auditores/consultores medioambientales.
- j) Copias de las inspecciones medioambientales llevadas a cabo durante los tres últimos años.

(ii) Aguas:

- a) Procedencia del suministro de aguas a las instalaciones de la sociedad.

- b) Licencia para realizar vertidos industriales al sistema de alcantarillado y/o correspondientes autorizaciones, si se trata de vertidos directos al cauce público.
 - c) Canon de vertido que paga la empresa.
 - d) Análisis de calidad de las aguas residuales llevados a cabo por la propia empresa o a instancias de la Administración.
 - e) Inspecciones de los vertidos realizadas por el Ayuntamiento o la Confederación Hidrográfica.
 - f) Copias de las correspondientes concesiones y/o autorizaciones de abastecimiento de aguas.
 - g) Descripción y destino de las aguas pluviales.
 - h) Identificación de aguas (ya sean continentales, marítimas o de otro tipo) cerca de la planta que se puedan encontrar afectadas por la actividad.
 - i) Reclamaciones potenciales o en curso, contra la sociedad, sus consejeros/administradores, o directores en conexión con los vertidos, ya sean de terceros o por la Administración.
- (iii) Emisiones a la atmósfera:
- a) Autorizaciones específicas, por razón de los contaminantes emitidos, exigidas para realizar determinadas emisiones a la atmósfera.
 - b) Inspecciones de los niveles de emisión de las instalaciones industriales llevadas a cabo por la Administración. Copia de los libros registro de controles de emisiones.
 - c) Mediciones periódicas de emisiones en el interior y exterior de las instalaciones realizadas por la empresa.
 - d) Información a las autoridades competentes de emisiones potencialmente contaminadoras.

e) Reclamaciones potenciales o en curso, contra la sociedad, sus consejeros/administradores, o directores en conexión con las emisiones, ya sean de terceros o por la Administración.

(iv) Residuos:

a) Residuos urbanos o asimilables:

- Identificación y descripción de los residuos urbanos producidos, y de su destino (incluyendo envases).
- En su caso, copia de la correspondiente autorización del gestor de residuos urbanos (incluyendo, en su caso, el sistema integrado de gestión de envases usados y residuos de envases).

b) Residuos peligrosos:

- Inscripción en el Registro/Autorización de Productores de Residuos Peligrosos.
- Declaración Anual de residuos tóxicos y peligrosos (en adelante, “**RTP**”) de los cinco últimos ejercicios.
- Licencias de la sociedad, sus filiales y de cualquier empresa/s que esté relacionada con la producción, gestión y transporte de los residuos peligrosos.
- Documentos que justifiquen la aceptación de residuos por parte de los gestores de RTP.
- Confirmación de que se cumplen las obligaciones de envasado, etiquetado, almacenamiento, documentación y registro de los residuos peligrosos.
- Confirmación de que no ha habido ningún caso de desaparición, pérdida o escape de residuos peligrosos.

- Información sobre la existencia y gestión de PCBs¹⁹⁵.
- Reclamaciones potenciales o en curso, contra la sociedad, sus consejeros/administradores y sus directores, en conexión con la producción y disposición de residuos, ya sean de terceros o por la Administración.

(v) Suelos:

- a) Verificación de si se ha llevado a cabo algún muestreo de suelos de las instalaciones de la sociedad o zonas adyacentes, especialmente, en las zonas cercanas a depósitos de combustible.
- b) Sensibilidad hidrogeológica: análisis llevados a cabo, ya sea por parte de la empresa como por parte de las autoridades, de la calidad de los recursos acuíferos existentes en la zona y de la permeabilidad o no de suelo.

¹⁹⁵ Los PCB o bifenilos policlorados (*polychlorinated biphenyls*) son una serie de compuestos organoclorados, que constituyen una serie de 209 congéneres, los cuales se forman mediante la cloración de diferentes posiciones del bifenilo, 10 en total.

Cada posición puede ser sustituida por un átomo de cloro. Si las posiciones 2,2',6 y 6' no tienen ningún cloro los bifenilos se mantienen coplanares, hablando por tanto de PCBs coplanares o no-orto. Si tenemos una posición sustituida en cada lado, son PCBs mono-orto sustituidos, y el resto son los PCBs no coplanares. Su fórmula empírica es C₁₂H_{10-n}Cl_n, donde n puede variar entre 1 y 10, siendo mayoritarios los congéneres con 2 a 7 cloros.

Los PCBs coplanares tienen importancia medioambiental y analítica debido a su toxicidad, parecida a la de las dibenzodioxinas policloradas (PCDD) y dibenzofuranos policlorados (PCDF), posiblemente debido a la coplanaridad de la molécula.

Las propiedades fisicoquímicas de estos compuestos dependen del grado de cloración y de si son no-orto, mono-orto o no coplanares. Así, la presión de vapor disminuye con el grado de cloración, y lo mismo con su estabilidad en el medio ambiente. El periodo de semivida puede variar desde 10 días a un año y medio; por lo general estos compuestos son termoestables, no los ataca la luz y son difícilmente biodegradables.

A partir de estas investigaciones, los fabricantes de PCBs reconocieron su toxicidad ambiental, pero debido a la forma de uso y sus aplicaciones industriales, reconocieron además la imposibilidad práctica de controlar las emisiones al medio de estos productos. Debido a esto, los PCBs se encuentran hoy ampliamente difundidos en el medio ambiente, ya sea por vertido directo a partir de industrias que los utilizan o por combustión y vertido a ríos y aguas marinas de desechos contaminados.

La legislación actual limita el uso de estos compuestos, por ejemplo dentro de la UE su uso solo se permite dentro de los "sistemas cerrados". Su fabricación está prohibida desde 1977 en Estados Unidos y desde 1983 en Alemania.

- c) Confirmación de la inclusión de los suelos en algún inventario nacional o autonómico sobre suelos contaminados.
 - d) Identificación y descripción de instalaciones o actividades, que tanto en el presente como en el pasado, puedan o hayan podido producir contaminación de suelos, tales como tanques subterráneos.
 - e) Reclamaciones potenciales o en curso, contra la sociedad, sus consejeros/administradores, directores, en conexión con la posible contaminación de suelo, ya sean de terceros o por la Administración.
- (vi) Higiene y seguridad en el trabajo:
- a) Información sobre potencial exposición de trabajadores a sustancias químicas consideradas como tóxicas y/o peligrosas, así como al ruido.
 - b) Uso de protección adecuada para manipular sustancias químicas consideradas como tóxicas y/o peligrosas.
 - c) Periodicidad en las revisiones de los sistemas de extracción, en su caso. Frecuencia con que se realiza la limpieza de los locales, suelos, instalaciones, equipo y maquinaria que se emplean en el proceso productivo de la planta.
 - d) Verificar si existen puestos de trabajo delimitados físicamente y/o son objeto de restricción de acceso.
 - e) Evaluaciones periódicas de exposición de los trabajadores y controles médicos preventivos; registro y archivo de los datos obtenidos en las evaluaciones de exposición y en los controles médicos.
 - f) Libros de visita de los cinco últimos ejercicios con las inspecciones realizadas por las autoridades competentes.
- (vii) Espacios protegidos: confirmación de que no existen espacios naturales protegidos o especies de fauna o flora protegidas que puedan verse afectadas por la actividad.

(viii) Seguridad industrial:

a) Productos químicos:

- Almacenamiento en la planta de productos químicos inflamables, combustibles, comburentes, tóxicos, explosivos o corrosivos: en caso afirmativo, verificar cuáles son, condiciones de etiquetado y almacenamiento.
- Certificado de inspección de posibles tanques que almacenen combustible; términos y condiciones del contrato de suministro, mantenimiento, y autorizaciones para la puesta en servicio otorgada por el órgano competente.
- Reclamaciones potenciales o en curso, contra la sociedad, sus consejeros/administradores o directores, derivadas de la existencia de productos químicos en la planta, ya sean de terceros o por la Administración.

b) Instalaciones y equipos:

- Existencia de planes de emergencia interior o exterior de la planta. Declaraciones en materia de prevención de accidentes mayores.
- Certificado de la última inspección; o bien certificado de dirección y finalización de la instalación o bien certificado del instalador; acreditativos de la conformidad de la instalación con los reglamentos e instrucciones técnicas complementarias de las siguientes instalaciones, si las hubiere:
 - Instalación eléctrica de alta y baja tensión.
 - Aparatos a presión (calderas, generadores de vapor, aparatos a presión de aire comprimido, etc.).
 - Aparatos que utilicen gas como combustible.

- Instalaciones de gas; redes y acometidas de combustibles gaseosos; instalaciones receptoras de gases combustibles.
- Instalación de protección contra incendios.
- Instalaciones frigoríficas.
- Aparatos elevadores.
- Instalaciones de almacenamiento de productos químicos, especialmente líquidos inflamables y combustibles.
- Instalaciones de almacenamiento y suministro de gases licuados de petróleo.
- Instalaciones de calefacción, climatización y agua caliente sanitaria.

(ix) Seguro de responsabilidad civil medioambiental:

- a) Copia de la póliza de seguro de responsabilidad civil medioambiental vigente.
- b) Lista de reclamaciones producidas durante la vigencia de la póliza.

(x) General:

- a) Lista de problemas, tanto conocidos como aquellos cuya existencia se sospecha, relacionados con actividades pasadas (incluyendo actividades de los anteriores ocupantes) que afecten a las instalaciones de la sociedad y a las de sus filiales, terrenos cercanos, aguas subterráneas o cauces de aguas.
- b) Lista de factores medioambientales que puedan tener un efecto adverso sobre cualquier parte de las instalaciones de la sociedad o de sus filiales, como la gestión de residuos, emisiones de gases y vertidos de aguas.

- c) Lista de cualquier vertido, fuga, depósito, emisión, descarga o escape de cualquier sustancia, material o vertido al aire o agua en cualquiera de las instalaciones pertenecientes u ocupadas por la sociedad o por cualquiera de sus filiales, no incluidos en cualquiera de los puntos anteriores.
- d) Lista de cualquier incumplimiento de cualquier ley, código, regla, regulación, ordenanza, orden, notificación, directiva, licencia, autorización, consentimiento, aprobación o similar, relacionado con salud, seguridad, contaminación o protección del medioambiente por la sociedad o por cualquiera de sus filiales.
- e) Confirmación de si la actividad está sujeta a la normativa sobre prevención de accidentes mayores o a la normativa sobre control de los riesgos inherentes a los accidentes graves en los que intervengan sustancias peligrosas y, en su caso, acreditación del cumplimiento de los requisitos exigidos por dicha normativa.
- f) Confirmación de si las instalaciones de la sociedad o de sus filiales se encuentran afectadas por la normativa sobre prevención y control integrados de la contaminación y, en su caso, si se trata de una instalación existente de acuerdo con la citada normativa.
- g) Información sobre la existencia de expedientes sancionadores en tramitación o cuya resolución no sea firme, tanto en vía administrativa como judicial.

j) Protección de datos.

- (i) Copia de todas las notificaciones realizadas por la sociedad en relación con sus ficheros que contengan datos de carácter personal registrados en el Registro General de Protección de Datos de la Agencia de Protección de Datos, así como cualquier otra documentación relativa a la notificación e inscripción registral de dichos ficheros.
- (ii) Copia del “documento de seguridad” de la sociedad, y cualquier otra documentación relativa al cumplimiento con la normativa sobre medidas

de seguridad aplicables a los ficheros que contienen datos de carácter personal.

- (iii) Copia de los manuales u otros documentos internos sobre los procedimientos aplicados por la sociedad a las solicitudes de ejercicio de los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición.
- (iv) Listado de las cesiones de datos realizadas por la sociedad a terceros, datos de los cesionarios, finalidades de dichas cesiones, copias de cualesquiera acuerdos concluidos con los cesionarios.
- (v) Listado de las transferencias internacionales de datos realizadas por la sociedad, datos de los destinatarios de las transferencias, países destinatarios de las transferencias, finalidades de dichas transferencias, copia de cualesquiera acuerdos concluidos con los destinatarios de las transferencias de datos, y en su caso, copia de las autorizaciones del Director de la Agencia de Protección de Datos para realizar dichas transferencias internacionales.
- (vi) Copia de los acuerdos de prestación de servicios que supongan el acceso de un tercero a los ficheros de los que es responsable la sociedad para la realización de un tratamiento de datos.
- (vii) Copia de cualquier documentación relativa al cumplimiento por la sociedad del derecho de información en la recogida de datos, a la obligación de confidencialidad en relación con los datos de carácter personal o a los principios aplicables a la protección de datos de carácter personal.
- (viii) Listado de todos los procedimientos administrativos sancionadores iniciados por la Agencia de Protección de Datos contra la sociedad, y en su caso, de los recursos interpuestos contra las resoluciones sancionadoras recaídas contra la sociedad y estado de los mismos.

k) Competencia.

- (i) Detalles sobre cualquier pregunta o investigación llevada a cabo por cualquier autoridad de defensa de la competencia (a nivel autonómico, nacional o de la Unión Europea) en relación a la sociedad o cualquiera de sus filiales.
- (ii) Copia de toda la correspondencia entre la sociedad, o cualquiera de sus filiales, y las autoridades de defensa de la competencia.
- (iii) Detalles sobre cualquier investigación pendiente o susceptible de realizarse por cualquier autoridad de defensa de la competencia (a nivel autonómico, nacional o de la Unión Europea) en relación a la sociedad, o cualquiera de sus filiales. Detalles de cualquier circunstancia que pudiera ocasionar una investigación de este tipo.
- (iv) Detalles sobre cualquier acuerdo o compromiso que haya sido notificado a las autoridades de defensa de la competencia para su aprobación o que pudiera constituir una práctica anticompetitiva de acuerdo a la legislación aplicable. Detalles sobre los resultados de tales peticiones de autorización.
- (v) Copia o, en su defecto, una explicación detallada de cualquier acuerdo del que la sociedad, o cualquiera de sus filiales, sea parte que pudiera, en cualquier forma, limitar su libertad para desarrollar su negocio en cualquier parte del mundo.
- (vi) Análisis sobre si la sociedad, o cualquiera de sus filiales, ostenta una posición de mercado especialmente fuerte en relación a algún producto o servicio (situación monopolística o con cuotas de mercado especialmente altas, derechos de propiedad intelectual o industrial que impidan la entrada en el mercado a competidores, limitaciones administrativas a la entrada de posibles competidores, etc.).
- (vii) Detalles sobre cualquier acuerdo o compromiso:

- a) Por el que se impongan condiciones contractuales particularmente onerosas que beneficien a la sociedad, a cualquiera de sus filiales, o que imponga cualquier tercero y puedan considerarse injustificadas.
 - b) Que imponga como condición previa a la contratación, la aceptación de condiciones contractuales no directamente relacionadas con el objeto de la misma y que no habrían sido aceptadas de existir plena libertad de negociación.
 - c) Por el que la sociedad, o cualquiera de sus filiales, o cualquier miembro de sus direcciones, ostenten la cualidad de miembro del consejo de administración o cualquier otro órgano de dirección de una compañía competidora.
 - d) Que implique el reparto de mercados.
 - e) Que implique el intercambio de información relativa a los términos de contratación con sus competidores.
- (viii) Análisis sobre si la sociedad, o cualquiera de sus filiales, por su propia cuenta o como consecuencia de un acuerdo o compromiso:
- a) Ha reducido el nivel de producción de cualquier producto o servicio a pesar del alto grado de demanda de tales productos o servicios.
 - b) Ha retenido determinados productos o servicios en relación a algún mercado con la intención de provocar un alza en los precios.
 - c) Ha establecido precios que podrían considerarse excesivamente elevados.
- (ix) Cualquier ayuda financiera prestada a la sociedad o a cualquiera de sus filiales por cualquier autoridad pública.
- l) Pleitos y reclamaciones.*
- (i) Lista de todos los litigios, procedimientos administrativos o investigaciones por organismos públicos significativos, pendientes o

inminentes, que afecten a la sociedad o a cualquier filial como demandante o demandada:

- a) Descripción del litigio y estado del procedimiento.
 - b) Provisiones del balance.
 - c) Cobertura por compañía de seguros.
- (ii) Un resumen de todos los convenios transaccionales, sentencias, otras decisiones o resoluciones, otros contratos significativos en los que la sociedad o cualquier filial sean parte, o que los vinculen en forma alguna, en los que se exija o prohíba la realización de cualquier actividad futura.
 - (iii) Reclamaciones extrajudiciales y procedimientos arbitrales.
 - (iv) Correspondencia con el asesor jurídico de la sociedad o de cualquier filial acerca de cuestiones relacionadas con litigios significativos existentes o inminentes, incluidos dictámenes.
 - (v) Cartas enviadas por abogados a los auditores de la sociedad o de cualquier filial en relación con la auditoría de las mismas o con litigios en los que la sociedad o cualquier filial esté o pueda estar incurso, o con cualquier pasivo contingente de la sociedad o de cualquier filial.

G. Las conclusiones del informe de due diligence.

Todo el trabajo de revisión debe quedar reflejado finalmente en un soporte documental adaptado a las necesidades del cliente.

El informe de *due diligence* puede ser completo y descriptivo (en el que tengan reflejo cada uno de los documentos revisados con indicación de sus aspectos más relevantes), en cuyo caso deberemos acompañarlo de un resumen de contingencias o *executive summary* en el que, de forma precisa y somera, se concreten todos aquellos hechos y/o situaciones que constituyan (o puedan constituir como consecuencia de la transacción proyectada) un pasivo o contingencia para la Sociedad *Target*, sus accionistas/socios, o el tercer

potencial adquirente, o simplemente aquellos que por su naturaleza convenga resaltar teniendo en cuenta el fin de la operación.

En ocasiones, cada vez más frecuentes, los clientes requieren únicamente el resumen de contingencias, lo cual ahorra tiempo y costes en la preparación del documento de conclusiones que se le entrega al cliente pero en ningún caso debe implicar diferencia alguna en el método de revisión ni en el proceso de *due diligence*.

En algunas operaciones se han incluido como anexos al informe de *due diligence* (i) un listado de la documentación revisada, a los efectos de una delimitación de la responsabilidad de los abogados que han llevado a cabo la auditoría legal; y (ii) fichas descriptivas de documentos o aspectos claves para la operación y que resulten de especial interés para el cliente (por ejemplo, fichas resumen de los contratos de arrendamiento de los locales de negocio que tiene la empresa).

La presentación debe ser precisa en sus términos, sin dar lugar a equívocos, pero debe realizarse desde una perspectiva realista y constructiva, desterrando enfoques rígidamente legalistas que puedan transmitir al cliente preocupaciones desproporcionadas.

Por ello, conviene destacar el hecho o contingencia que exista, las consecuencias jurídicas que puedan derivarse de esa situación, una valoración de las probabilidades de que dicha contingencia se materialice en daños concretos, la cuantificación (cuando sea posible) del riesgo que implica, así como las actuaciones necesarias para regularizar la situación o para proteger al inversor en relación con la transacción que haya motivado la *due diligence*. Es también importante que en estas menciones quede indicado cuáles de las situaciones destacadas son regularizables antes de la firma del contrato (“condiciones previas” o “*conditions precedent*”) y cuáles de ellas, por su naturaleza, comportan un riesgo –incertidumbre- para la Sociedad *Target*.

Estas últimas deben tener su oportuno reflejo y tratamiento individualizado en las manifestaciones y garantías del contrato de inversión correspondiente, caso de que esta sea la finalidad de la *due diligence*.

En el supuesto de que no existieran documentos o información relevantes para una cuestión en concreto, o que la misma no procediera, se deberá indicar expresamente en el informe, solicitando previamente de la Sociedad *Target* una declaración formal en este sentido.

H. Impacto de la due diligence en la operación.

La *due diligence* ha de ser un instrumento útil para su destinatario, pues representa una de las principales herramientas de conocimiento de la Sociedad *Target* y debe ayudar en la toma de decisiones a la hora de llevar a cabo o no la operación.

Así, la *due diligence* puede impactar en la operación de las siguientes maneras:

- (i) Impacto en las negociaciones: este impacto se puede manifestar de dos formas:
 - a) Desistimiento de la operación: se da en aquellos casos en los que se descubre un riesgo o conjunto de riesgos o contingencias no asumibles por el inversor. Estos supuestos se conocen en la jerga como *deal breakers* y constituyen, en cualquier caso, una decisión comercial del cliente que no deben tomar en ningún caso los abogados. Ejemplos de estas situaciones podrían ser los siguientes:
 - Licencia esencial para la actividad que adolece de defecto de nulidad/anulabilidad.
 - Suma de contingencias que arroja un importe especialmente elevado.
 - Litigio con posibles consecuencias materiales adversas para la Sociedad *Target*.
 - Daño de imagen (medioambiente, responsabilidad penal).
 - Riesgos de cambio de control.

b) Continuando con la operación, pero fijando medidas paliativas, como son:

- Llevar a cabo ajustes en el precio.
- Exigir garantías adicionales.

(ii) Impacto en la documentación de la operación: las contingencias detectadas tendrán reflejo en los contratos de la operación de LBO. Especialmente, se ha de tener en cuenta:

a) La *due diligence* afectará en la redacción de las manifestaciones y garantías (*representations & warranties*) del contrato de adquisición de la Sociedad *Target*. Así:

- A mayor alcance de la revisión legal, menor alcance de las manifestaciones y garantías del vendedor.
- A mayor alcance de la revisión legal, mayor precisión en la redacción de las manifestaciones y garantías (serán menos genéricas).

b) La figura de la *disclosure letter* como mecanismo para exceptuar la responsabilidad del vendedor: las contingencias detectadas en la *due diligence* y aquellas otras adicionales que el vendedor ponga de manifiesto al comprador intentarán ser incluidas por los asesores del vendedor en un documento conocido como *disclosure letter* que, sobre la base de la doctrina de los vicios ocultos, tiene por finalidad exonerar de responsabilidad al vendedor respecto de contingencias detectadas y tenidas en cuenta para determinar el precio. Así, en principio, el vendedor no responde de aquellos hechos o circunstancias que ponga de manifiesto al comprador, pudiendo implicar una reducción del precio o pactarse una "*indemnity*". De este modo, este documento se caracteriza por las siguientes notas:

- Es preparado por el vendedor (beneficiario del documento) y sus asesores.

- Se basa en la idea de que a mayor revisión legal, mayor alcance de las excepciones.

2.3. Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación.

Una vez elaborado un informe explicativo de la situación de la Sociedad *Target*, el comprador decidirá si sigue adelante con la operación o no, fijará el precio final en función de las contingencias descubiertas y, a efectos de evitar riesgos futuros, fijará las garantías que estime oportunas.

Finalmente, la operación concluiría con la firma de la oportuna documentación contractual de compraventa.

3. Procedimiento de subasta privada.

El procedimiento de subasta privada es *“aquel en virtud del cual los vendedores ponen a la venta la Sociedad Target a través de un procedimiento organizado por el cual invitan a potenciales compradores a presentar sus ofertas con el objeto de estimular la competencia entre los mismos para lograr las mejores condiciones de venta posibles”*¹⁹⁶.

En este tipo de procesos lo habitual es que la adquisición se desarrolle en las siguientes fases:

3.1. Elaboración del cuaderno de venta.

El banco de inversión¹⁹⁷ que esté asesorando a los vendedores se encargará de elaborar un cuaderno de venta descriptivo de la Sociedad *Target* y de la

¹⁹⁶ PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 179.

¹⁹⁷ El mediador de la operación es el banco de inversión que asesora y media en las relaciones entre la empresa adquirente y la empresa que se quiere adquirir. Su función consiste, principalmente, en explorar los puntos de vista de ambas partes sobre las posiciones de conflicto, con el objeto de localizar posibles zonas de acuerdo mutuo.

El mediador es el encargado de:

- (i) Identificar y seleccionar el candidato a adquirir.
- (ii) Llevar a cabo el contacto inicial con la Sociedad *Target*.
- (iii) Conseguir y analizar la información necesaria para tomar una decisión.

operación. En definitiva, dicho cuaderno refleja los ejes sobre los que gira el negocio de la Sociedad *Target* así como las variables económicas más significativas de la misma, y tiene por objeto permitir a un potencial comprador hacerse una primera idea del funcionamiento de la compañía.

La estructura típica de un cuaderno de venta recoge información de los siguientes aspectos:

- (i) Información de la compañía: así, tratará las siguientes cuestiones:
 - a) Origen e historia.
 - b) Estructura accionarial.
 - c) Estructura organizativa.
 - d) Principales procesos/departamentos.

-
- (iv) Valorar la Sociedad *Target*.
 - (v) Estructurar la operación.
 - (vi) Negociar.
 - (vii) Analizar la estructura financiera óptima.
 - (viii) Cerrar la operación.

La elección del banco de inversión vendrá determinada por su conocimiento del mercado, la amplitud de sus servicios, la especialización de su personal, su cualificación técnica y su experiencia y reputación. El mandato al mediador se deberá realizar por escrito, fijando los términos de prestación de servicios.

El asesoramiento e intervención del banco de inversión en el proceso de compraventa suele consistir en lo siguiente:

- (i) En muchos casos, los bancos de inversión asesoran a la empresa sobre la forma de vincularse formalmente con otra compañía, sin que implique necesariamente la fusión o adquisición. En otras ocasiones, el primer paso consiste en investigar y seleccionar empresas candidatas a ser adquiridas, estudiando las posibles sinergias que se obtendrían con los diferentes candidatos. Para ello, intervienen diferentes profesionales como auditores, asesores legales y contables y el papel del banco de inversión consiste en la coordinación de todos ellos.
- (ii) Posteriormente, el banco de inversión asesora sobre la forma de llevar a cabo la operación de fusión o adquisición, cuidando especialmente los aspectos fiscales.
- (iii) En la negociación de las condiciones definitivas de la adquisición, el banco se encargará de las cuestiones más controvertidas con objeto de asegurarse de que se mantiene una relación amistosa entre ambas partes.
- (iv) Una vez que ambos equipos directivos están de acuerdo, el banco preparará el anuncio de la adquisición (y, en su caso, de la fusión) a los empleados, accionistas, clientes, proveedores y a la prensa.

- e) Líneas de negocio.
 - f) Principales mercados.
 - g) Principales clientes.
- (ii) Información del sector:
- a) Tendencias.
 - b) *Key drivers*.
 - c) Competidores.
- (iii) Información financiera:
- a) Cuenta de resultados y balance histórico.
 - b) Cuenta de resultados y balance proyectado.
 - c) Análisis del *cash flow*: inversiones, amortizaciones.
 - d) Análisis del endeudamiento.
 - e) *Ratios* de rentabilidad.

3.2. *Due diligence* de vendedor.

El vendedor contratará a varios asesores (legales y financieros) a fin de que elaboren un informe de *due diligence*, que incluiría un análisis jurídico de los aspectos más relevantes de la Sociedad *Target* y sus operaciones.

El informe elaborado por los asesores del vendedor se pondrá a disposición de los potenciales compradores para facilitarles una mayor información para poder elaborar sus ofertas, reduciendo así el riesgo de una posterior rebaja en el precio

3.3. Selección inicial de inversores y presentación de ofertas no vinculantes.

Una vez elaborado el cuaderno de venta, se remitirá a un número de potenciales inversores susceptibles de estar interesados en la operación, invitándoles a presentar, en su caso, una oferta no vinculante en un plazo determinado.

A partir de la presentación por los posibles inversores de sus ofertas no vinculantes, los socios de la Sociedad *Target*, junto con la compañía y contando con el asesoramiento del banco de inversión contratado, valorarán las mismas, a fin de seleccionar un número reducido de inversores a quienes se daría acceso a la siguiente fase del proceso.

Asimismo, durante esta fase se firmaría una carta de confidencialidad respecto de la información suministrada a los inversores en relación con la Sociedad *Target*, a los efectos de recibir la carta-invitación y el cuaderno de venta, así como para, en caso de acceder a la siguiente fase, recibir los informes de *due diligence* de vendedor y tener acceso al *data room* abierto al efecto.

3.4. Auditoría confirmatoria de la Sociedad *Target* y presentación de ofertas vinculantes.

Aquellos inversores que hubieran resultado seleccionados para acceder a la siguiente fase del proceso, tendrán la posibilidad de realizar un análisis confirmatorio de las auditorías de carácter legal, fiscal, financiero y posiblemente de mercado, facilitadas por la Sociedad *Target*. Para ello, los inversores tendrán acceso a un *data room* habilitado al efecto y a determinadas sesiones de preguntas y respuestas (*Q&A sessions*), así como la posibilidad de asistir a presentaciones realizadas por miembros del equipo de gestión de la Sociedad *Target* respecto de aspectos clave financieros, operativos y de gestión.

Finalizadas tanto la auditoría confirmatoria como las presentaciones del equipo gestor, los inversores podrán presentar, en su caso, una oferta con carácter vinculante, acompañada de una propuesta de contrato de compraventa

elaborada a partir de un borrador inicial proporcionado al efecto por los socios de la Sociedad *Target* (*mark-up* al contrato).

3.5. Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación.

Una vez presentadas las correspondientes ofertas vinculantes, los socios de la Sociedad *Target* junto con la propia compañía y con el asesoramiento del banco de inversión procederán a identificar una o más ofertas para iniciar con el o los respectivos inversores una ronda de negociaciones que, en su caso, concluiría con la firma de la oportuna documentación contractual de compraventa y el cierre de la operación.

4. Acuerdo de socios.

En la medida en que, como consecuencia de la operación de LBO (ya sea a través del procedimiento *one-to-one* o del procedimiento de subasta privada), finalmente no todos sino solo parte de los socios de la Sociedad *Target* enajenaran su participación, podría resultar conveniente la firma de un contrato de socios, que regule las relaciones entre el comprador y aquellos socios que vayan a permanecer en el capital de la Sociedad *Target* en el momento de cerrarse la operación.

Este acuerdo, que puede efectuarse, bien en unidad de acto en el momento de la constitución de *Newco*, bien con carácter previo al inicio de la operación, prestará especial atención, entre otras cosas, a las obligaciones de cada una de las partes en el cierre de la operación, a las mayorías reforzadas o derechos de veto tanto en junta como en consejo de administración, a la transmisión de las acciones o participaciones, al régimen de adhesión de nuevos socios y a las posibles soluciones para poner fin a situaciones de bloqueo.

Sobre el mismo volveremos en la segunda parte de este trabajo.

5. Fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target*.

Este es el último paso para la finalización de un LBO. Una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad

Target y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*).

De este modo, se alcanza el resultado anhelado, a saber, se consigue situar la deuda en la sociedad operativa (la Sociedad *Target*), a fin de que los flujos que genera sirvan para atender a la deuda contraída.

En cualquier caso, trataremos en profundidad de la fusión y de sus distintas modalidades en el capítulo siguiente y en la segunda parte de esta obra.

6. Derecho de la competencia en los LBOs¹⁹⁸.

6.1. Introducción.

A la hora de estructurar una operación de LBO es necesario tener muy presentes las implicaciones que el Derecho de la competencia puede tener en la misma. Estas implicaciones pueden ser de dos tipos. En primer lugar, las fusiones y adquisiciones suelen por lo general ser concentraciones económicas que, en caso de alcanzar los umbrales establecidos en la normativa de control de concentraciones, deberán ser autorizadas antes de su ejecución por las autoridades de competencia competentes (por la Comisión Europea en el caso de que la operación tenga dimensión comunitaria y por la Comisión Nacional de la Competencia¹⁹⁹, en caso contrario).

¹⁹⁸ Vid. CARRERA HINOJAL, E., "Derecho de la competencia en las fusiones y las adquisiciones", en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 492 y siguientes; BACHES, S., *La Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia. Balance de su aplicación*, La Ley, Madrid, 2010; BELLAMY & CHILD, *European Community Law of Competition*, 6ª edic., Oxford University Press, 2008; BERENGUER, L. GINER, C. y MARTÍN-LABORDA, A., *La nueva legislación española ante la evolución del Derecho de la Competencia*, Marcial Pons, Madrid, 2010; y FERNÁNDEZ LÓPEZ, J.M. y PEDRAZ CALVO, M., *Diez años de jurisprudencia de la Audiencia Nacional en materia de Derecho de la Competencia*, tomos 1, 2 y 3, Marcial Pons, Madrid, 2009.

¹⁹⁹ Respecto de la Comisión Nacional de la Competencia hay que tener presente que el pasado 24 de febrero de 2012 el Consejo de Ministros aprobó el anteproyecto de Ley para la creación de una Comisión Nacional de Mercados y Competencia, que centralizará las tareas de los actuales organismos supervisores (la Comisión Nacional de la Energía, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, la Comisión Nacional del Sector Postal, la Comisión Nacional del Juego, la Comisión de Regulación Económica Aeroportuaria, el Consejo Estatal de Medios Audiovisuales, el Comité de Regulación Ferroviaria y la Comisión Nacional de la Competencia), exceptuando, sin embargo, a la CNMV, la Dirección General de Seguros y el Banco de España.

Por otro lado, no hay que olvidar que la normativa *antitrust*, que prohíbe la concertación anticompetitiva entre operadores en el mercado, no deja de aplicarse a las partícipes en fusiones y adquisiciones (y, por ende, en LBOs) por lo que, a la hora de configurarlas, hay que tener en cuenta una serie de medidas a fin de evitar su vulneración.

Sentadas estas premisas iniciales, a continuación se pretende explicar de la forma más práctica posible aquellos aspectos básicos de competencia a tener en cuenta y que influyen (y en gran medida las condicionan) las operaciones de LBO.

6.2. LBOs y control de concentraciones.

A. Normativa aplicable.

a) Normativa comunitaria.

La normativa de control de concentraciones de aplicación en España es doble dada la pertenencia de nuestro país a la Unión Europea. Por un lado, es aplicable el Derecho comunitario y, en particular, el Reglamento (CE) N° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (el “**RCCC**”)²⁰⁰ y el Reglamento (CE) N° 802/2004 de la Comisión, de 7 de abril de 2004, por el que se aplica el **RCCC**²⁰¹. Además de los reglamentos mencionados, en el ámbito del control de concentraciones, la Comisión Europea ha publicado una serie de comunicaciones y directrices en las que, sin ser reglamentos jurídicamente vinculantes, la Comisión Europea explica cómo interpreta los reglamentos mencionados tanto en su parte sustantiva como en su parte jurisdiccional. Las comunicaciones más relevantes son las siguientes:

(i) Sobre aspectos jurisdiccionales:

- a) Comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad

²⁰⁰ Diario Oficial L 24, de 29 de enero de 2004, págs. 1 a 22.

²⁰¹ Diario Oficial L 133, de 30 de abril de 2004, págs. 1 a 39.

con el Reglamento (CE) N° 139/2004 del Consejo, sobre el control de las concentraciones entre empresas²⁰².

- b) Comunicación de la Comisión sobre el procedimiento simplificado para tramitar determinadas concentraciones en virtud del Reglamento (CE) N° 139/2004 del Consejo²⁰³.
- c) Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones²⁰⁴.

(ii) Sobre aspectos sustantivos:

- a) Directrices sobre la evaluación de las concentraciones horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas²⁰⁵.
- b) Directrices para la evaluación de las concentraciones no horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas²⁰⁶.
- c) Comunicación de la Comisión relativa a la definición de mercado de referencia a efectos de la normativa comunitaria en materia de competencia²⁰⁷.
- d) Comunicación de la Comisión relativa a las soluciones admisibles con arreglo al Reglamento (CE) N° 139/2004 del Consejo y al Reglamento (CE) N° 802/2004 de la Comisión²⁰⁸.

²⁰² Diario Oficial C 95, de 16 de abril de 2008, págs. 1 a 48.

²⁰³ Diario Oficial C 56, de 5 de marzo de 2005, págs. 32 a 35.

²⁰⁴ Diario Oficial C 56, de 5 de marzo de 2005, págs. 2 a 23.

²⁰⁵ Diario Oficial C 031, de 5 de febrero de 2004, págs. 5 a 18.

²⁰⁶ Diario Oficial C 265, de 18 de octubre de 2008, págs. 6 a 25.

²⁰⁷ Diario Oficial C 372, de 9 de diciembre de 1997, págs. 5 a 13.

²⁰⁸ Diario Oficial C 267, de 22 de octubre de 2008, págs. 1 a 27.

- e) Comunicación de la Comisión sobre las restricciones directamente vinculadas a la realización de una concentración y necesarias a tal fin²⁰⁹.

b) Normativa nacional.

A nivel nacional, la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (la “LDC”) y el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia constituye la normativa básica. En particular, el Capítulo II del Título I de la LDC (arts. 7 a 10) y el Capítulo II del Título IV (en lo referente al procedimiento – arts. 55 a 60) recogen la parte dispositiva básica de nuestra legislación en materia de concentraciones.

Hay que tener en cuenta que la normativa española de defensa de la competencia está basada en gran parte en la normativa comunitaria, por lo que la gran mayoría de los principios explicados a continuación son de aplicación en ambos derechos.

B. Concepto de concentración económica: tipos de operaciones sujetas a control.

La gran mayoría de las operaciones de LBO suelen ser a su vez “concentraciones económicas”, por lo que han de ser analizadas desde el punto de vista del Derecho de la competencia por su posible impacto en la estructura de los mercados. El concepto de “concentración económica” recogido en la legislación a nivel comunitario y a nivel nacional es muy similar, por no decir idéntico, y se centra en los cambios de control de empresas con carácter estable y que, por lo tanto, pueden afectar a la estructura de los mercados y, por ende, a la competencia.

El art. 3 del RCCC establece que se producirá una concentración económica cuando tenga lugar un cambio duradero del control como consecuencia de:

- (i) La fusión de dos o más empresas o partes de empresas que eran anteriormente independientes.

²⁰⁹ Diario Oficial C 056, de 5 de marzo de 2005, págs. 24 a 31.

- (ii) O la adquisición, por una o varias empresas que ya controlen al menos una empresa, o por una o varias empresas, mediante la toma de participaciones en el capital o la compra de elementos del activo, mediante contrato o por cualquier otro medio, del control directo o indirecto sobre la totalidad o partes de una o varias otras empresas, incluyendo la creación de una empresa en participación que desempeñe de forma permanente todas las funciones de una entidad económica autónoma.

A nivel nacional, si bien el contenido de la definición es el mismo, su formulación legislativa es más clara. Así, tal y como establece el art. 7 de la LDC, *“se entenderá que se produce una concentración económica cuando tenga lugar un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de:*

- (i) La fusión de dos o más empresas anteriormente independientes.*
- (ii) La adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas.*
- (iii) La creación de una empresa en participación y, en general, la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas, cuando estas desempeñen de forma permanente las funciones de una entidad económica autónoma”.*

De esta manera, deben darse dos elementos esenciales, uno estructural: la necesidad de un cambio en la estructura de control de la compañía; y otro temporal: la vocación de permanencia o durabilidad de dicho cambio.

C. Dimensión comunitaria o nacional: implicaciones legales y jurisdiccionales.

Una vez que hemos analizado si nos encontramos ante una concentración económica, en primer lugar se debe establecer si la misma se sometería a la jurisdicción de las autoridades comunitarias o españolas de competencia (o de otras jurisdicciones), lo cual, a su vez, determina las normas de aplicación, esto es, las normas de control de concentraciones comunitarias o españolas respectivamente.

El sometimiento de una concentración a una u otra autoridad y correspondiente normativa viene determinado por la denominada “dimensión” comunitaria o nacional de la operación en cuestión, que se establece en función del cumplimiento de unos umbrales de volumen de negocio y de cuota de mercado (en el caso español).

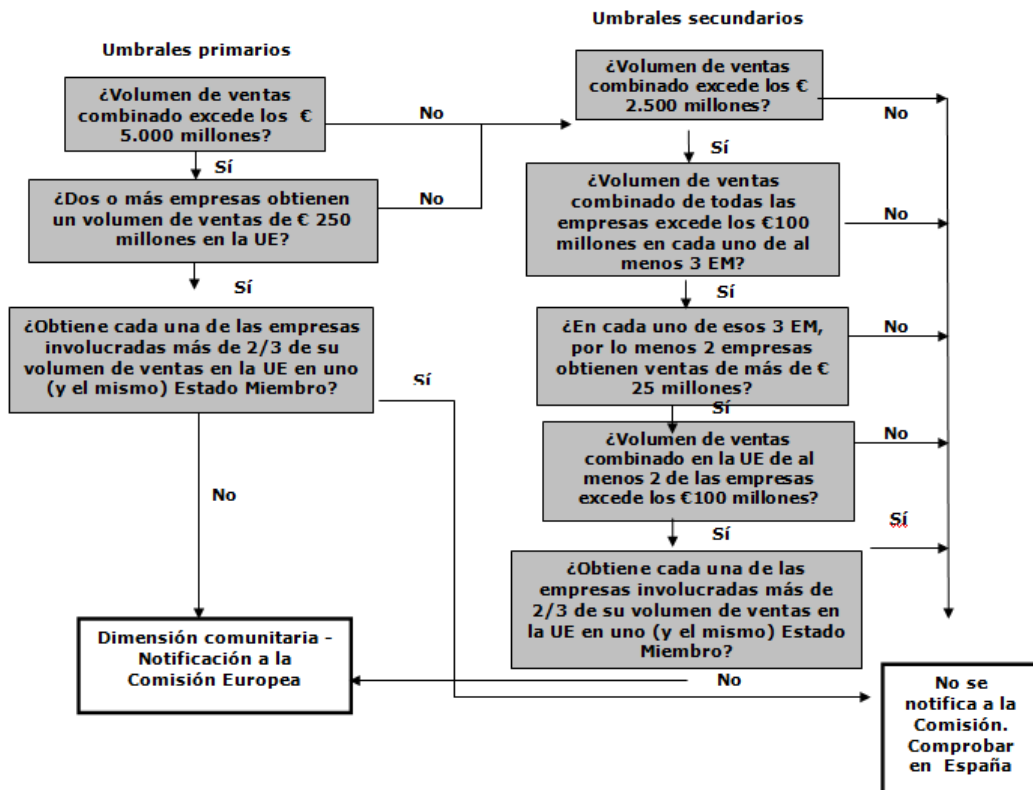
La dimensión de la operación determina asimismo las normas de aplicación (comunitarias o españolas) tanto en cuanto al fondo como al procedimiento de análisis de la misma en materia de competencia, excluyéndose entre sí. Como excepción a lo anterior, cabe la posibilidad de que las autoridades de competencia de un Estado Miembro analicen y decidan sobre una concentración de dimensión comunitaria, y por lo tanto, notificada a la Comisión Europea, si solicitan con éxito el reenvío del caso a dicha autoridad. En este caso, la autoridad nacional aplicará las normas nacionales de control de concentraciones en su investigación²¹⁰.

Al no ser este un trabajo de Derecho de la competencia, no podemos extendernos en todos los detalles y fases que implica dicha normativa a la hora de evaluar una operación de concentración. Por ello, creemos que los siguientes gráficos sobre los umbrales comunitarios y nacionales explican de una manera concisa y práctica aquellos elementos fundamentales que se han de tener en cuenta para una operación de este calado²¹¹.

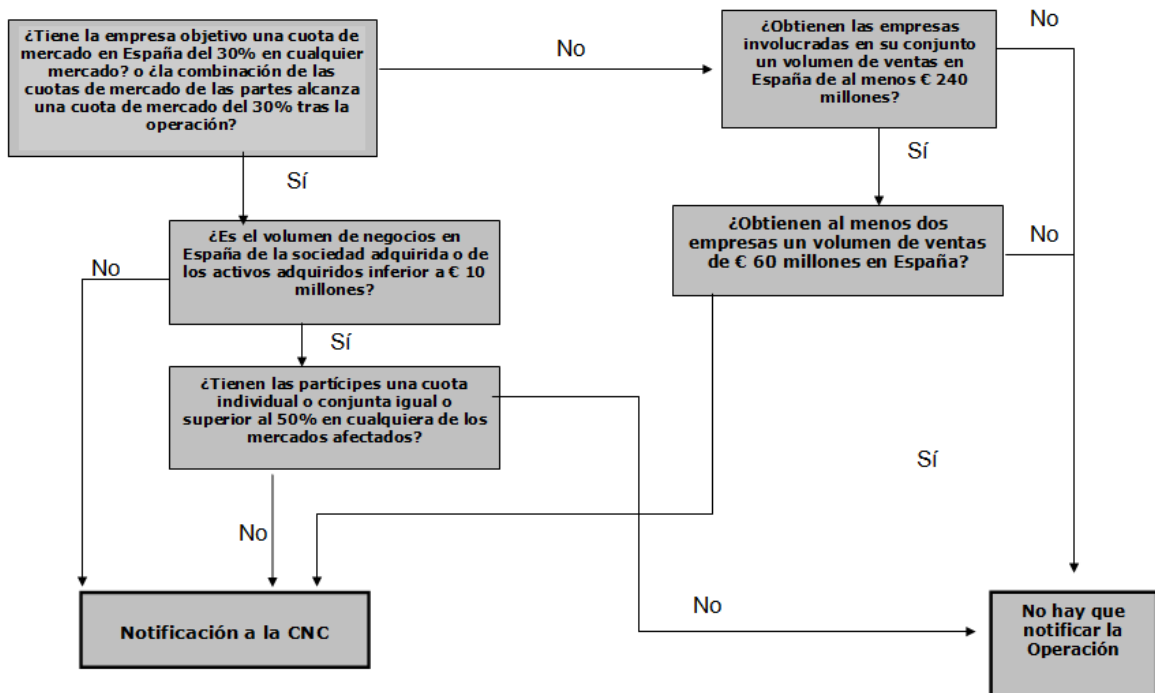
²¹⁰ Véase en este sentido la Comunicación de la Comisión sobre la remisión de asuntos de concentraciones.

²¹¹ CARRERA HINOJAL, E., *op. cit.*, págs. 524 y 525.

a) Los umbrales comunitarios.



b) Los umbrales nacionales.



7. Normativa sobre inversiones extranjeras.

Si la inversión en *Newco* a efectos de adquirir la Sociedad *Target* se realiza por una sociedad extranjera se deberá de estar a lo dispuesto por el art. 4 del Real Decreto 664/1999, de 23 de abril sobre inversiones exteriores (en adelante, “**RDIE**”) y cumplir las formalidades allí establecidas.

A este respecto, conviene señalar que las inversiones extranjeras en España, y su liquidación deben ser declaradas al Registro de Inversiones del Ministerio de Economía y Competitividad, con una finalidad administrativa estadística o económica.

La obligación de declaración se ajustará a las siguientes reglas:

- (i) Si la declaración tiene por objeto una inversión que proceda de paraísos fiscales el titular de la misma deberá efectuarla con carácter previo a la realización de la inversión. Esta declaración se entenderá sin perjuicio de la que hay que efectuar con posterioridad a la realización de la inversión conforme al párrafo (ii) siguiente. No obstante, se exceptuará de la declaración previa los casos siguientes:
 - a) Las inversiones en valores negociables, ya sean emitidos u ofertados públicamente, ya sean negociados en un mercado secundario oficial o no, así como las participaciones en fondos de inversión inscritos en los Registros de la CNMV.
 - b) Cuando la participación extranjera no supere el 50% del capital de la sociedad española destinataria de la inversión.
- (ii) La declaración posterior a la realización de la inversión se ajustará, con carácter general, a las reglas siguientes:
 - a) La inversión será declarada por el titular no residente.
 - b) Adicionalmente, cuando la operación haya sido intervenida por fedatario público español, ya sea como consecuencia de su régimen jurídico o por acuerdo convencional de las partes, aquel remitirá al

Registro de Inversiones información sobre dichas operaciones en el plazo y con el contenido que se establece en las normas de desarrollo del RDIE.

Lo más habitual será que el inversor extranjero realice una declaración posterior a través del Modelo D-1A relativo a las inversiones extranjeras en sociedades no cotizadas, sucursales y otras formas de inversión.

CAPÍTULO SEXTO: LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA Y LAS OPERACIONES DE LBO.

1. Introducción.

Una de las cuestiones que mayores problemas plantea un LBO es la relativa a la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias²¹².

Como ahora se verá, esta institución, que tiene su origen en el Derecho inglés, choca frontalmente con la lógica económico-financiera de las adquisiciones apalancadas.

En efecto, el hecho de que el repago de la financiación para adquirir la Sociedad *Target* se realice con cargo a los recursos generados por la propia Sociedad *Target*, y al mismo tiempo se utilice de una u otra forma el patrimonio de esta para garantizar la devolución de la deuda y sus intereses, nos conmina a analizar en cada caso la compatibilidad de la estructura de la operación con la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias prevista en el art. 143.2 de la LSC para las sociedades de responsabilidad limitada y en el art. 150 de la LSC para las sociedades anónimas²¹³.

En definitiva, en un LBO la Sociedad *Target* soporta el coste financiero de la adquisición pues, o bien garantiza con sus activos el repago de la deuda, o bien la repaga mediante los flujos de caja libres que la referida Sociedad *Target* pueda generar y es aquí donde se plantea el problema de determinar la admisibilidad de la operación a la luz de la prohibición legal de asistencia financiera.

²¹² TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática de asistencia financiera”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 155 y siguientes.

²¹³ HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 195 a 227.

Si bien el debate no es nuevo y existen numerosos y muy buenos trabajos que discuten sobre la prohibición de la asistencia financiera²¹⁴, en general, y sobre cómo afectan a la validez y viabilidad de los LBOs²¹⁵, en particular, lo cierto es que en los últimos años el legislador tanto comunitario como nacional han reabierto y reavivado el mismo²¹⁶ al aprobar, respectivamente: (i) la reforma de la Segunda Directiva 77/91 CEE, del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (en adelante, la “**Segunda Directiva**”) llevada a cabo por la Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de septiembre de 2006 (en adelante, la “**Directiva 2006/68/CE**”) y que no tiene otro objetivo que flexibilizar en algunos supuestos la prohibición; y (ii) la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, la “**LME**”) cuyo

²¹⁴ Ya se ha convertido en un clásico VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003. Véase también FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (artículo 81 LSA)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 3, 1994, págs. 169 a 189; y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M^a.C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Editorial Comares, Granada, 2001.

²¹⁵ Vid. la monumental tesis doctoral de VIVES RUIZ, F., *La validez de los LBO en el Derecho español*, Madrid, 2009. Véase, asimismo, CARRASCO PERERA, A., ERLAIZ COTELO, I. y RENTERÍA TAZO, A., “La adquisición con asistencia financiera”, en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010, págs. 627 a 658; SERRANO ACITORES, A., “La problemática...”, *op. cit.*; TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática...”, *op. cit.*; TORTUERO, J., *op. cit.*; AURIOLÉS MARTÍN, A.J., “Los leveraged buy-out's y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas”, *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Vol. 1, 1995, págs. 237 a 264.

²¹⁶ La verdad es que a raíz de la reforma han surgido nuevos y muy interesantes trabajos entre los que podemos citar los siguientes: RONCERO SÁNCHEZ, A., “Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente”, en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, coordinado por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, tomo I, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2009, págs. 721 y siguientes; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, abril de 2011; LÓPEZ MATEO, M.A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (I)”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 272, 2009, págs. 541 a 618; LÓPEZ MATEO, M.A., “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (II)”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 273, 2009, págs. 835 a 892; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*; y HERNÁNDEZ BENGUA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*

art. 35 ha regulado novedosamente la fusión apalancada de empresas en clara referencia a las operaciones de LBO²¹⁷.

Siendo esto así, creemos que por su importancia y repercusión en el terreno de la adquisición de la Sociedad *Target*, la prohibición de asistencia financiera es merecedora de un capítulo específico, en el que trataremos de clarificar el alcance de la misma y de determinar en general qué supuestos deben entenderse prohibidos y cuáles deben ser admitidos.

2. Origen de la prohibición de asistencia financiera y su aplicación en el Derecho comparado²¹⁸.

El objeto de la prohibición de asistencia financiera lo constituyen todos aquellos negocios jurídicos que, directa o indirectamente, conllevan la utilización de los recursos de la sociedad para facilitar la adquisición de sus propias acciones o participaciones sociales²¹⁹.

El origen de la prohibición de la asistencia financiera la encontramos en el Derecho inglés, más concretamente, en la sección 45 de la *Companies Act* de 1929²²⁰ que recogió la prohibición en los términos sugeridos por el Informe

²¹⁷ En efecto, sobre la prohibición de asistencia financiera mucho se ha debatido en nuestro país recientemente. De hecho, parecía que la LME iba a reformar el hoy derogado Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, la “LSA”) para adecuarlo a la reforma de la Segunda Directiva llevada a cabo por la Directiva 2006/68/CE. Si bien tanto el Anteproyecto como el Proyecto de la mencionada Ley modificaban el art. 81 de la LSA e introducían un art. 81 bis encaminados a flexibilizar la prohibición de asistencia financiera, finalmente, por motivos incomprensibles dichas modificaciones no fueron aprobadas y tampoco han sido recogidas por la posterior LSC, habiendo quedado rezagados respecto al resto de países de nuestro entorno, como ahora se verá. Para un mayor conocimiento del contenido de la frustrada reforma recomendamos VELASCO SAN PEDRO, L.A., “La adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 31, 2008, págs. 117 a 139.

²¹⁸ Vid. BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Monografía número 19 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002; VIVES RUIZ, F., *La validez...*, *op. cit.*, págs. 93 a 117; y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, notas a pie de página 17, 19 y 20, págs. 16 a 19.

²¹⁹ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 212.

²²⁰ En virtud de dicha sección “*subject as provided in this section, it shall be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of security or otherwise, any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase made or to be made by any person of or for any shares in the company*”.

Greene²²¹, incluyendo además determinadas excepciones de carácter subjetivo cuya aplicación ha llegado hasta nuestros días²²².

Sin embargo, su regulación fue ampliada y modificada en la *Companies Act* de 1948, convirtiéndose en la nueva sección 54 y en el precedente más inmediato de la Segunda Directiva. Dicha sección reza que “*it shall not be lawful for a company to give, whether directly or indirectly, and whether by means of a loan, guarantee, the provision of security or otherwise, any financial assistance for the purpose of or in connection with a purchase or subscription made, by any person of or for any shares in the company, or where the company is a subsidiary company, in its holding company*”.

Como se puede ver, la *Companies Act* de 1948 amplió la prohibición de asistencia financiera a las adquisiciones en general y, por ende, incluyó como supuesto de hecho la suscripción de acciones (y no solo la compra) y extendió la prohibición a la adquisición de acciones a la sociedad dominante²²³.

En 1962 el Informe Jenkins criticó duramente la sección 54 y defendió la flexibilización de la prohibición de asistencia financiera permitiendo la misma siempre y cuando mediase un acuerdo de la junta general de socios y los administradores formularsen formalmente una declaración de solvencia de la sociedad.

Dichas conclusiones no fueron, sin embargo, recogidas por la normativa inglesa hasta la reforma de la *Companies Act* de 1981 y la posterior aprobación de una nueva *Companies Act* de 1985 con las nuevas secciones 151 a 158, es decir, después de la aprobación de la Segunda Directiva. De hecho, estas reformas permitieron adaptar la regulación inglesa a la comunitaria.

El aspecto más destacable de la reforma de 1981 fue el establecimiento de dos regímenes distintos en materia de asistencia financiera en función de si nos encontráramos ante *public companies* o *private companies*. En efecto, así

²²¹ En particular, el Informe Greene de 1926 trató la problemática de la asistencia financiera en la nota 30 del mismo.

²²² VIVES RUIZ, F., *La validez...*, *op.cit.*, pág. 99.

²²³ BAYONA GIMÉNEZ, R., *op. cit.*, págs. 44 a 46.

como para las primeras se mantenía una importante rigidez y un sistema de carácter prohibitivo, para las segundas, al no ser de aplicación la Segunda Directiva, la normativa se volvió mucho más flexible permitiendo la prestación de asistencia financiera si se cumplían determinadas condiciones²²⁴.

Por su parte, la regulación en la *Companies Act* de 1985:

- (i) Introduce una prohibición general de asistencia financiera en su sección 151 a cuyo tenor:

“1. Subject to the following provisions of this Chapter, where a person is acquiring or is proposing to acquire shares in a company, it is not lawful for the company or any of its subsidiaries to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of that acquisition before or at the same time as the acquisition takes place.

2. Subject to those provisions, where a person has acquired shares in a company and any liability has been incurred (by that or any other person), for the purpose of that acquisition, it is not lawful for the company or any of its subsidiaries to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of reducing or discharging the liability so incurred.

3. If a company acts in contravention of this section, it is liable to a fine, and every officer of it who is in default is liable to imprisonment or a fine, or both”.

²²⁴ Se trataría del procedimiento previsto para las *private companies* conocido como el *whitewash procedure* y que acabaría recogiendo en las secciones 155 a 158 de la *Companies Act* de 1985. Siguiendo a VIVES RUIZ “dicho procedimiento comenzaba con una declaración de los administradores descriptiva de los elementos relevantes de la operación, incluyendo una declaración de que la sociedad seguiría siendo solvente tras la ejecución de la operación, concretando su alcance a la inexistencia de razón por la que la sociedad pudiera resultar incapaz de pagar sus deudas y de que continuaría siendo solvente durante el año siguiente. Junto a esta declaración, los auditores debían elaborar un informe en el que hicieran constar que habían examinado el estado de los negocios de la sociedad y que consideran adecuadas las manifestaciones de los administradores incluidas en su declaración de solvencia. Ambos documentos debían ser puestos a disposición de los accionistas que, convocados en junta general, debían aprobar la operación mediante la adopción de un acuerdo especial sujeto a una mayoría cualificada. Su ejecución estaba, además, sometida a una *vacatio* por la que esta deberá demorarse hasta la finalización del plazo de impugnación (cuatro semanas). El procedimiento terminaba con la inscripción registral del acuerdo.

Por lo que se refiere a los requisitos de carácter sustantivo, la operación de asistencia financiera debía, en protección de los acreedores, realizarse con cargo a beneficios netos distribuibles” (VIVES RUIZ, F., *La validez...*, op.cit., págs. 107 y 108).

- (ii) A su vez, en la sección 152 incluye una serie de definiciones para aclarar las situaciones en las que se puede considerar que existe asistencia financiera. Así, dicha sección señala:

“1. In this Chapter:

a) <<financial assistance>> means:

(i) financial assistance given by way of gift,

(ii) financial assistance given by way of guarantee, security or indemnity, other than an indemnity in respect of the indemnifier's own neglect or default, or by way of release or waiver,

(iii) financial assistance given by way of a loan or any other agreement under which any of the obligations of the person giving the assistance are to be fulfilled at a time when in accordance with the agreement any obligation of another party to the agreement remains unfulfilled, or by way of the novation of, or the assignment of rights arising under, a loan or such other agreement, or

(iv) any other financial assistance given by a company the net assets of which are thereby reduced to a material extent or which has no net assets;

b) <<distributable profits>>, in relation to the giving of any financial assistance:

(i) means those profits out of which the company could lawfully make a distribution equal in value to that assistance, and

(ii) includes, in a case where the financial assistance is or includes a non-cash asset, any profit which, if the company were to make a distribution of that asset, would under section 276 (distributions in kind) be available for that purpose.

c) <<distribution>> has the meaning given by section 263.2.

2. In subsection 1.a).(iv), <<net assets>> means the aggregate of the company's assets, less the aggregate of its liabilities (<<liabilities>> to include any provision for liabilities or charges within paragraph 89 of Schedule 4).

3. In this Chapter:

a) a reference to a person incurring a liability includes his changing his financial position by making an agreement or arrangement (whether enforceable or unenforceable, and whether made on his own account or with any other person) or by any other means, and

b) a reference to a company giving financial assistance for the purpose of reducing or discharging a liability incurred by a person for the purpose of the acquisition of shares includes its giving such assistance for the purpose of wholly or partly restoring his financial position to what it was before the acquisition took place”.

(iii) Finalmente, la sección 153 establece una serie de excepciones a la prohibición general cuya finalidad era la de flexibilizar el régimen ya que estas se habían llegado a invocar para anular operaciones que perseguían intereses legítimos.

Así, dicha sección 153 reza lo siguiente:

“1. Section 151.1 does not prohibit a company from giving financial assistance for the purpose of an acquisition of shares in it or its holding company if:

a) the company's principal purpose in giving that assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition, or the giving of the assistance for that purpose is but an incidental part of some larger purpose of the company, and

b) the assistance is given in good faith in the interests of the company.

2. Section 151.2 does not prohibit a company from giving financial assistance if:

a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to reduce or discharge any liability incurred by a person for the purpose of the acquisition of shares in the company or its holding company, or the reduction or discharge of any such liability is but an incidental part of some larger purpose of the company, and

b) the assistance is given in good faith in the interests of the company.

3. Section 151 does not prohibit:

a) a distribution of a company's assets by way of dividend lawfully made or a distribution made in the course of the company's winding up,

b) the allotment of bonus shares ,

c) a reduction of capital confirmed by order of the court under section 137,

d) a redemption or purchase of shares made in accordance with Chapter VII of this Part,

e) anything done in pursuance of an order of the court under section 425 (compromises and arrangements with creditors and members),

f) anything done under an arrangement made in pursuance of section 582 (acceptance of shares by liquidator in winding up as consideration for sale of property), or

g) anything done under an arrangement made between a company and its creditors which is binding on the creditors by virtue of section 601 (winding up imminent or in progress).

4. Section 151 does not prohibit:

a) where the lending of money is part of the ordinary business of the company, the lending of money by the company in the ordinary course of its business,

b) the provision by a company in accordance with an employees' share scheme of money for the acquisition of fully paid shares in the company or its holding company,

c) the making by a company of loans to persons (other than directors) employed in good faith by the company with a view to enabling those persons to acquire fully paid shares in the company or its holding company to be held by them by way of beneficial ownership”.

Ahora bien, el carácter restrictivo con que se interpretaron las excepciones²²⁵ llevó a que se planteara una consulta pública a finales de los años 90 que, junto con la reforma de la Segunda Directiva, llevaron a la reforma de la *Companies Act* de 2006 que se ocupa de la asistencia financiera en la sección 678 eliminando la prohibición de asistencia financiera para las sociedades de responsabilidad limitada y, por ende, el procedimiento de *whitewash*. La regulación actual²²⁶, manteniendo la prohibición de asistencia financiera, lleva

²²⁵ Las excepciones fueron estudiadas con gran rigidez por Lord Oliver en la controvertida decisión en el caso *Brady* (*Brady vs. Brady*, 1989). *Vid.* GREAVES, R. y HANNIGAN, B. “*Gratuitous Transfer and financial assistance after Brady*”, *Company Lawyer*, número 135, 1989.

²²⁶ La regulación actual se contiene en las secciones 677 a 683 y se transcriben a continuación para una mejor comprensión de la cuestión.

“*Section 677: Meaning of <<financial assistance>>*:

1. In this Chapter <<financial assistance>> means:

a) financial assistance given by way of gift,

b) financial assistance given:

(i) by way of guarantee, security or indemnity (other than an indemnity in respect of the indemnifier's own neglect or default), or

(ii) by way of release or waiver,

c) financial assistance given:

(i) by way of a loan or any other agreement under which any of the obligations of the person giving the assistance are to be fulfilled at a time when in accordance with the agreement any obligation of another party to the agreement remains unfulfilled, or

(ii) by way of the novation of, or the assignment (in Scotland, assignation) of rights arising under, a loan or such other agreement, or

d) any other financial assistance given by a company where:

(i) the net assets of the company are reduced to a material extent by the giving of the assistance, or

(ii) the company has no net assets.

2. <<Net assets>> here means the aggregate amount of the company's assets less the aggregate amount of its liabilities.

3. For this purpose a company's liabilities include:

a) where the company draws up Companies Act individual accounts, any provision of a kind specified for the purposes of this subsection by regulations under section 396, and

b) where the company draws up IAS individual accounts, any provision made in those accounts.

Section 678: Assistance for acquisition of shares in public company:

1. Where a person is acquiring or proposing to acquire shares in a public company, it is not lawful for that company, or a company that is a subsidiary of that company, to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of the acquisition before or at the same time as the acquisition takes place.

2. Subsection 1 does not prohibit a company from giving financial assistance for the acquisition of shares in it or its holding company if:

a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition, or

b) the giving of the assistance for that purpose is only an incidental part of some larger purpose of the company,

and the assistance is given in good faith in the interests of the company.

3. Where:

a) a person has acquired shares in a company, and

b) a liability has been incurred (by that or another person) for the purpose of the acquisition,

it is not lawful for that company, or a company that is a subsidiary of that company, to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of reducing or discharging the liability if, at the time the assistance is given, the company in which the shares were acquired is a public company.

4. Subsection 3 does not prohibit a company from giving financial assistance if:

a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to reduce or discharge any liability incurred by a person for the purpose of the acquisition of shares in the company or its holding company, or

b) the reduction or discharge of any such liability is only an incidental part of some larger purpose of the company,

and the assistance is given in good faith in the interests of the company.

5. This section has effect subject to sections 681 and 682 (unconditional and conditional exceptions to prohibition).

Section 679: Assistance by public company for acquisition of shares in its private holding company:

1. Where a person is acquiring or proposing to acquire shares in a private company, it is not lawful for a public company that is a subsidiary of that company to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of the acquisition before or at the same time as the acquisition takes place.

2. Subsection 1 does not prohibit a company from giving financial assistance for the acquisition of shares in its holding company if:

a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to give it for the purpose of any such acquisition, or

b) the giving of the assistance for that purpose is only an incidental part of some larger purpose of the company,

and the assistance is given in good faith in the interests of the company.

3. Where:

a) a person has acquired shares in a private company, and
b) a liability has been incurred (by that or another person) for the purpose of the acquisition,
it is not lawful for a public company that is a subsidiary of that company to give financial assistance directly or indirectly for the purpose of reducing or discharging the liability.

4) Subsection 3 does not prohibit a company from giving financial assistance if:

a) the company's principal purpose in giving the assistance is not to reduce or discharge any liability incurred by a person for the purpose of the acquisition of shares in its holding company, or

b) the reduction or discharge of any such liability is only an incidental part of some larger purpose of the company,

and the assistance is given in good faith in the interests of the company.

5. This section has effect subject to sections 681 and 682 (unconditional and conditional exceptions to prohibition).

Section 680: Prohibited financial assistance an offence:

1. If a company contravenes section 678.1 or 3 or section 679.1 or 3 (prohibited financial assistance) an offence is committed by:

a) the company, and

b) every officer of the company who is in default.

2. A person guilty of an offence under this section is liable:

a) on conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding two years or a fine (or both);

b) on summary conviction:

(i) in England and Wales, to imprisonment for a term not exceeding twelve months or to a fine not exceeding the statutory maximum (or both);

(ii) in Scotland or Northern Ireland, to imprisonment for a term not exceeding six months, or to a fine not exceeding the statutory maximum (or both).

Section 681: Unconditional exceptions:

1. Neither section 678 nor section 679 prohibits a transaction to which this section applies.

2. Those transactions are:

a) a distribution of the company's assets by way of:

(i) dividend lawfully made, or

(ii) distribution in the course of a company's winding up;

b) an allotment of bonus shares;

c) a reduction of capital under Chapter 10 of Part 17;

d) a redemption of shares under Chapter 3 or a purchase of shares under Chapter 4 of this Part;

e) anything done in pursuance of an order of the court under Part 26 (order sanctioning compromise or arrangement with members or creditors);

f) anything done under an arrangement made in pursuance of section 110 of the Insolvency Act 1986 (c. 45) or Article 96 of the Insolvency (Northern Ireland) Order 1989 (S.I. 1989/2405 (N.I. 19)) (liquidator in winding up accepting shares as consideration for sale of company's property);

g) anything done under an arrangement made between a company and its creditors that is binding on the creditors by virtue of Part 1 of the Insolvency Act 1986 or Part 2 of the Insolvency (Northern Ireland) Order 1989 (S.I. 1989/2405 (N.I. 19)).

Section 682: Conditional exceptions:

1. Neither section 678 nor section 679 prohibits a transaction to which this section applies:

- a) if the company giving the assistance is a private company, or
- b) if the company giving the assistance is a public company and:
 - (i) the company has net assets that are not reduced by the giving of the assistance, or
 - (ii) to the extent that those assets are so reduced, the assistance is provided out of distributable profits.

2. The transactions to which this section applies are:

- a) where the lending of money is part of the ordinary business of the company, the lending of money in the ordinary course of the company's business;
- b) the provision by the company, in good faith in the interests of the company or its holding company, of financial assistance for the purposes of an employees' share scheme;
- c) the provision of financial assistance by the company for the purposes of or in connection with anything done by the company (or another company in the same group) for the purpose of enabling or facilitating transactions in shares in the first-mentioned company or its holding company between, and involving the acquisition of beneficial ownership of those shares by:
 - (i) bona fide employees or former employees of that company (or another company in the same group), or
 - (ii) spouses or civil partners, widows, widowers or surviving civil partners, or minor children or step-children of any such employees or former employees;
- d) the making by the company of loans to persons (other than directors) employed in good faith by the company with a view to enabling those persons to acquire fully paid shares in the company or its holding company to be held by them by way of beneficial ownership.

3. The references in this section to "net assets" are to the amount by which the aggregate of the company's assets exceeds the aggregate of its liabilities.

4. For this purpose:

- a) the amount of both assets and liabilities shall be taken to be as stated in the company's accounting records immediately before the financial assistance is given, and
- b) <<liabilities>> includes any amount retained as reasonably necessary for the purpose of providing for a liability the nature of which is clearly defined and that is either likely to be incurred or certain to be incurred but uncertain as to amount or as to the date on which it will arise.

5. For the purposes of subsection 2.c) a company is in the same group as another company if it is a holding company or subsidiary of that company or a subsidiary of a holding company of that company.

Section 683: Definitions for this Chapter:

1. In this Chapter:

<<distributable profits>>, in relation to the giving of any financial assistance:

- a) means those profits out of which the company could lawfully make a distribution equal in value to that assistance, and
- b) includes, in a case where the financial assistance consists of or includes, or is treated as arising in consequence of, the sale, transfer or other disposition of a non-cash asset, any profit that, if the company were to make a distribution of that character would be available for that purpose (see section 846); and

<<distribution>> has the same meaning as in Part 23 (distributions) (see section 829).

2. In this Chapter:

un poco más lejos el ámbito de las excepciones al considerar que la asistencia financiera no está prohibida cuando no se da para la adquisición de las acciones o cuando es meramente incidental, siendo el proyecto o la finalidad de la operación más amplia y, en cualquier caso, se concede de buena fe y se da en el mejor interés de la sociedad²²⁷.

En el Derecho alemán²²⁸ también se recoge una diferenciación clara en materia de asistencia financiera entre sociedades por acciones y sociedades de responsabilidad limitada. En efecto, así como el parágrafo 71.a *AktienGesetz* establece claramente para las sociedades por acciones que se prohíbe la prestación de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias, quedando afectados por la prohibición tanto la prestación de asistencia financiera por la sociedad para que un tercero adquiriera sus acciones como la facilitada al ya socio con el propósito de mantenerlo en la titularidad de las mismas, nada parecido se regula para las sociedades de responsabilidad limitada²²⁹.

En Francia, la prohibición de asistencia financiera se contiene en el art. 225-216 de su Código de Comercio en cuya virtud *“une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l’achat de ses propres actions par un tiers. Les dispositions du présent article ne s’appliquent ni aux opérations courantes des entreprises de crédit, ni aux opérations effectives en vue de l’acquisition par les salariés d’actions de la société ou l’une de ses filiales”*.

a) a reference to a person incurring a liability includes his changing his financial position by making an agreement or arrangement (whether enforceable or unenforceable, and whether made on his own account or with any other person) or by any other means, and

b) a reference to a company giving financial assistance for the purposes of reducing or discharging a liability incurred by a person for the purpose of the acquisition of shares includes its giving such assistance for the purpose of wholly or partly restoring his financial position to what it was before the acquisition took place”.

²²⁷ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.* pág. 16.

²²⁸ LUTTER, M. y DRYGALA, T., “§ 71 AktG”, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, §67 a 75, Böcher Carl Heymanns Verlag, Munich, 2009, págs. 596 y siguientes.

²²⁹ Esta distinción entre sociedades por acciones y sociedades de responsabilidad limitada en materia de asistencia financiera ha sido acogida favorablemente por la doctrina. *Vid.* DOLMETTA, A., “Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.”, *Corriere Giuridico*, número 2, 2002, pág. 243.

La dificultad que plantea la literalidad de este artículo es que parece inferirse que lo que se prohíbe en el mismo son únicamente las asistencias anteriores o, como mucho, coetáneas a la adquisición, cuando en los LBOs, la asistencia financiera suele producirse después. Asimismo, el citado artículo no incluye una cláusula de cierre similar a la recogida en la normativa española (“*ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera*”).

Esto ha supuesto un amplio debate²³⁰ en el país vecino, dividiéndose la doctrina entre aquellos²³¹ que postulan una interpretación amplia del art. 225-216 y aquellos otros²³² que defienden que la asistencia financiera *a posteriori*, es decir, aquella que surge después de la adquisición de la Sociedad *Target*, ha de entenderse prohibida por aplicación de la doctrina del fraude de ley, la doctrina del abuso de la mayoría y/o la doctrina del abuso de bienes sociales.

Por su parte, el Derecho italiano contiene, a semejanza del modelo español (que se inspiró claramente en el italiano), una doble regulación en materia de asistencia financiera. Así, por un lado, nos encontramos con la regulación de la prohibición de la asistencia financiera en el art. 2358 del Código Civil italiano²³³ en virtud del cual una sociedad no puede, directa o indirectamente, acordar préstamos, ni prestar garantía para la adquisición o la suscripción de sus propias acciones, salvo en las condiciones fijadas en dicho artículo, a saber: autorización de la junta extraordinaria e informe de los administradores sobre la operación que se llevará a cabo bajo su responsabilidad²³⁴.

²³⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.* pág. 17.

²³¹ BERTREL, J.P. y JEANTIN, M., *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*, Litec, París, 1991.

²³² DE FEYDEAU, H., “LBO : fusion du holding avec la cible”, *Banque et Droit*, 1989, pág. 126.

²³³ La redacción actual de este artículo es consecuencia de la reforma articulada en el año 2008 con la finalidad de adaptar la normativa italiana a la Segunda Directiva.

²³⁴ “Art. 2358. *Altre operazioni sulle proprie azioni.*

La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, nè fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo.

Tali operazioni sono preventivamente autorizzate dall'assemblea straordinaria.

Gli amministratori della società predispongono una relazione che illustri, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società ed indicando il prezzo al

Por otro lado, nos encontramos con el art. 2501-bis del Código Civil italiano que regula expresamente las fusiones apalancadas (*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*) de la siguiente manera: “*Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.*”

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con

quale il terzo acquisirà le azioni. Nella relazione gli amministratori attestano altresì che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito di credito della controparte è stato debitamente valutato. La relazione è depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea. Il verbale dell'assemblea, corredato dalla relazione degli amministratori, è depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese.

In deroga all'articolo 2357-ter, quando le somme o le garanzie fornite ai sensi del presente articolo sono utilizzate per l'acquisto di azioni detenute dalla società ai sensi dell'articolo 2357 e 2357-bis l'assemblea straordinaria autorizza gli amministratori a disporre di tali azioni con la delibera di cui al secondo comma. Il prezzo di acquisto delle azioni è determinato secondo i criteri di cui all'articolo 2437-ter, secondo comma. Nel caso di azioni negoziate in un mercato regolamentato il prezzo di acquisto è pari almeno al prezzo medio ponderato al quale le azioni sono state negoziate nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

Qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma attesta altresì che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società.

L'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite ai sensi del presente articolo non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, tenuto conto anche dell'eventuale acquisto di proprie azioni ai sensi dell'articolo 2357. Una riserva indisponibile pari all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite è iscritta al passivo del bilancio.

La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.

Salvo quanto previsto dal comma sesto, le disposizioni del presente articolo non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate.

Resta salvo quanto previsto dagli articoli 2391-bis e 2501-bis”.

indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis”.

Ahora bien, como muy bien indican SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y FERNÁNDEZ TORRES²³⁵ “*el binomio fusión apalancada-asistencia financiera en el derecho italiano, presenta dos grandes diferencias con respecto al derecho español: por un lado, el art. 2501-bis establece, con vistas a delimitar las fusiones apalancadas, un requisito de garantía situando el límite de la legalidad de la operación en la utilización fraudulenta de la fusión buscando el desmantelamiento patrimonial de la sociedad adquirida; por otra parte, el art. 2501-bis, no exige mención expresa a la asistencia financiera en el informe de los expertos independientes. Así, parece que la postura del legislador italiano y de la doctrina mayoritaria es la de admitir la licitud de las operaciones de fusión apalancada siempre y cuando se cumplan los requisitos informativos y justificativos establecidos en la Ley (que el proyecto determine las fuentes para repagar la deuda de adquisición; que se adjunte un plan de negocio elaborado por los administradores; justificación de las razones de la operación y, en su caso, informe de auditores)*”²³⁶.

Pero es que además de las distintas legislaciones nacionales, se ha de tener presente que la prohibición de asistencia financiera se ha regulado también a

²³⁵ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.* pág. 19.

²³⁶ Véase, asimismo, MORENO SERRANO, E., “Adaptación al Derecho italiano de la Directiva 2006/68/CE”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 32, septiembre de 2009, págs. 567 a 572.

nivel de la Unión Europea, en particular en el art. 23.1 de la Segunda Directiva²³⁷, recientemente modificado por la Directiva 2006/68/CE²³⁸.

La redacción original del art. 23.1 de la Segunda Directiva indicaba que una sociedad “*no podrá anticipar fondos, conceder préstamos ni ofrecer garantías para la adquisición de sus acciones por un tercero*” y a continuación fijaba dos excepciones en el número 2 del mismo art. 23, a saber:

- (i) La prohibición no será de aplicación a las transacciones efectuadas en el marco de las operaciones corrientes de los bancos y de otros establecimientos financieras.
- (ii) La prohibición no limitará tampoco las operaciones realizadas con ocasión de la adquisición de acciones por o para el personal de la propia sociedad o de otra vinculada con ella.

Asimismo, se fijaba un límite objetivo común a las anteriores excepciones que consistía en que el activo neto de la sociedad no podía resultar, como consecuencia de estas operaciones de asistencia financiera exceptuadas de la prohibición, inferior a la cifra prevista en el art. 15.1.a) de la Segunda Directiva, esto es, al capital suscrito más las reservas no distribuibles²³⁹.

Como consecuencia de las recomendaciones del Informe Winter²⁴⁰, la Directiva 2006/68/CE reformó la Segunda Directiva, modificando, entre otros, su art. 23 en el sentido de atemperar la prohibición de asistencia financiera. En efecto, la nueva redacción flexibiliza la prohibición²⁴¹, permitiendo a las legislaciones

²³⁷ Se ha de tener presente que antes de aprobarse la Segunda Directiva, únicamente Reino Unido e Italia recogían en su ordenamiento jurídico la prohibición de asistencia financiera.

²³⁸ De hecho, la modificación operada por la Directiva 2006/68/CE es la que ha motivado algunos de los vaivenes y cambios que se han articulado en las diferentes normativas nacionales.

²³⁹ Como acertadamente indica VIVES RUIZ, la redacción original del art. 23 de la Segunda Directiva fue heredera de la normativa inglesa sobre asistencia financiera vigente en las fechas de su elaboración. *Vid.* VIVES RUIZ, F., *La validez...*, *op.cit.*, págs. 95 y 96.

²⁴⁰ GARRIDO GARCÍA, J.M^a., “El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 20, 2003, págs. 111 a 133.

²⁴¹ ALONSO LEDESMA, C., “Propuesta de modificación de la Segunda Directiva de sociedades relativa a la constitución de la sociedad anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 24, 2005, págs. 511 y siguientes.

nacionales que lo estimen oportuno admitir este tipo de operaciones siempre y cuando cumplan con los requisitos fijados por el nuevo art. 23.1 de la Segunda Directiva, a saber, será lícita la asistencia financiera siempre que²⁴² (i) se preste en condiciones de mercado; (ii) se apruebe por la junta general de socios; y (iii) no afecte al patrimonio vinculado (para ello se deberá incluir en el pasivo del balance una reserva indisponible por importe igual al de la asistencia financiera total)²⁴³.

Finalmente, y por lo que se refiere al Derecho norteamericano, tal y como señala VELASCO SAN PEDRO, el concepto de asistencia financiera es privativo del Derecho europeo y, por el contrario, ajeno al norteamericano²⁴⁴.

Así, en el Derecho norteamericano no existe ninguna norma que prohíba expresamente la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias. Por ello, la validez y licitud de las operaciones de LBO nunca han sido cuestionadas por ese Derecho desde la perspectiva de la asistencia financiera. En efecto, la reacción de su ordenamiento a estas transacciones se ha ido produciendo caso a caso, llegándose a anular las mismas bien sobre la base de la normativa concursal al calificar las operaciones que se despliegan en el LBO como *fraudulent conveyances*, bien sobre la base de la normativa reguladora de la responsabilidad de administradores por incumplimiento de sus *fiduciary duties*²⁴⁵.

3. La finalidad de la prohibición de asistencia financiera. Intereses protegidos.

La prohibición de asistencia financiera se encuadra en la LSC en la disciplina de los negocios sobre las propias participaciones y acciones (Capítulo VI del Título IV de la LSC), disciplina esta que tiene por objeto prevenir los riesgos que este tipo de operaciones pueden presentar para los diferentes intereses

²⁴² VELASCO SAN PEDRO, L.A., “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, diciembre de 2006.

²⁴³ Incomprensiblemente, en nuestro ordenamiento aún no se ha recogido esta flexibilización. Al respecto *vid.* nota 217 anterior.

²⁴⁴ VELASCO SAN PEDRO, L.A., “La reforma de la asistencia...”, *op. cit.*

²⁴⁵ VIVES RUIZ, F., *La validez...*, *op.cit.*, pág. 94.

que se proyectan sobre las sociedades de capital y, en general, para el tráfico económico.

En efecto, la normativa sobre la asistencia financiera tiene un carácter prohibitivo e imperativo porque pretende prevenir una multiplicidad de riesgos, y proteger una serie de intereses jurídicos, a saber²⁴⁶:

- (i) La protección del capital como garantía: la ordenación jurídica de las sociedades de capital descansa en gran medida sobre la noción del capital social.

El capital social, que representa la suma de los valores nominales de las acciones o participaciones sociales en que está dividido, despliega un importante papel de orden jurídico y organizativo en el funcionamiento de la sociedad. Así, además de ser la medida para la determinación de los derechos de los socios en el seno de la sociedad, el capital desempeña una importante función de garantía de los acreedores sociales, que se presenta en cierta medida como una contrapartida por la limitación de responsabilidad de los socios; y es que el legislador procura por medio de una serie de medidas –entre las que se encuentra la prohibición de asistencia financiera- que la cifra del capital cuente en todo momento con una cobertura patrimonial adecuada, lo que explica que aquella cumpla una importante función de retención de bienes y activos dentro de la sociedad²⁴⁷.

De esta manera, con la prohibición de la asistencia financiera se pretende proteger los principios de realidad e integridad del capital, que no buscan otra cosa que garantizar la correspondencia inicial entre capital y patrimonio social. En definitiva, se busca evitar el agudamiento del capital, es decir, el perjuicio de los acreedores sociales, que verían cómo la solvencia de la sociedad quedaría mermada, al destinarse una parte de

²⁴⁶ Aunque con matizaciones, se sigue a continuación el esquema propuesto por TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática...”, *op. cit.* págs. 159 a 163.

²⁴⁷ IGLESIAS, J.L. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Las sociedades de capital. Aspectos básicos”, en *Lecciones de Derecho Mercantil*, dirigido por A. MENÉNDEZ y Á. ROJO y coordinado por M.L. APARICIO, Volumen I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 411 y siguientes.

los fondos que ya posee, o de los que es capaz de obtener a través del endeudamiento, a una finalidad desligada de su objeto y materializada en un activo que el legislador juzga como ficticio.

- (ii) El respeto al principio de paridad de trato entre accionistas o socios: la prohibición de asistencia financiera, además de proteger a los acreedores, también se configura como una herramienta de salvaguarda de los intereses de los distintos socios que conforman el accionariado de la Sociedad *Target*.

Y es que si no se tiene cuidado, los negocios que tienen por objeto las participaciones y las acciones propias pueden resultar en una distribución selectiva de resultados o como un desvío de fondos de la Sociedad *Target* para beneficiar a unos socios en detrimento de otros, vulnerando claramente el principio de paridad de trato entre socios regulado en el art. 97 de la LSC.

En efecto, si la Sociedad *Target* destinara una parte de sus fondos a financiar la adquisición de sus acciones o participaciones propias por parte de un tercero que generalmente estará vinculado con el grupo que controle la administración de la sociedad, se puede generar un conflicto de intereses entre los administradores y los socios, ya que los primeros podrían hacer uso de los fondos sociales para configurar a su voluntad la composición del capital social en detrimento de aquellos socios que puedan resultarles molestos.

- (iii) La utilización abusiva de los derechos políticos: con la prohibición de la asistencia financiera también se pretende evitar el potencial riesgo de utilización abusiva por parte de los administradores o del grupo dominante de los derechos políticos vinculados a las acciones o participaciones.

En definitiva, lo que se pretende en este caso es evitar que, una vez utilizados los fondos sociales por parte de los administradores para configurar la estructura de capital social a su antojo a favor de unos socios (a los que se financia para adquirir su participación en la sociedad) y en detrimento de otros, puedan además los mencionados

administradores aprovecharse de esa configuración accionarial, orientando, influyendo e incluso determinando el sentido del voto de aquellos socios que dependen de la financiación concedida por la sociedad para mantener su condición de socios.

- (iv) La prevención de manipulación de las cotizaciones bursátiles: de manera similar a lo que ocurre en la adquisición derivativa de acciones, la asistencia financiera podría articularse como un mecanismo para generar en los mercados una demanda ficticia de las acciones de la Sociedad *Target*.

De este modo, la prohibición de asistencia financiera persigue evitar la alteración de la cotización bursátil mediante una técnica que puede suponer un claro abuso de mercado y, por ende, se erige en este caso como protectora de los inversores que confían en la cotización bursátil entendida como el cruce adecuado entre la oferta y la demanda de acciones en el mercado.

- (v) La protección de la propia Sociedad *Target* frente a un excesivo endeudamiento: si bien con anterioridad a la regulación de las fusiones apalancadas por parte del art. 35 de la LME se podía afirmar con TRÍAS SAGNIER que a la hora de interpretar la prohibición de asistencia financiera se ha de “*descartar cualquier interpretación que nos conduzca hacia un juicio moral acerca del grado de endeudamiento que se alcanza en una entidad, ya que, como hemos señalado, la norma no pretende determinar la estructura financiera de la empresa*”²⁴⁸, lo cierto es que,

²⁴⁸ TRÍAS SAGNIER, M., “La problemática...”, *op. cit.* pág. 159. Es más, TRÍAS SAGNIER insiste en esta cuestión en las págs. 157 y 158 al señalar que con un LBO “*el efecto que se consigue es una sociedad altamente endeudada y esa no es una situación prohibida, ni siquiera regulada, fuera del sector financiero. Nuestro ordenamiento no contiene normas mercantiles que regulen la infracapitalización material, entendiendo por tal la insuficiencia de recursos para atender a las necesidades de la empresa social, ni siquiera la infracapitalización nominal o insuficiencia de financiación conceptuada como fondos propios. Se trata de materias dejadas a la elección empresarial y, eventualmente al juicio de los tribunales que podrían, en su caso, determinar si mantener una sociedad con un grado excesivo de endeudamiento puede constituir una negligencia por parte de los administradores o incluso un motivo de derivación de responsabilidad a los accionistas de control, en aplicación de la doctrina del levantamiento del velo. Es más, si existen normas de carácter tributario que anudan determinados efectos a la llamada infracapitalización nominal, como lo es la contenida en el art. 20 del Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades aprobado por medio del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, señal inequívoca de que el legislador considera que no es una situación*”

como luego se verá, la aprobación del mencionado artículo ha supuesto un giro radical al respecto.

En efecto, como señalan HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN, parece que la aparición del art. 35 de la LME implica la asunción por el legislador español de la denominada *tesi sostancialista*, con origen en la doctrina italiana y con amplia difusión en la jurisprudencia norteamericana, en virtud de la cual se ha de diferenciar entre aquellas operaciones de LBO en las que el recurso al endeudamiento es equilibrado y viable, de aquellos LBOs en los que el alto nivel de apalancamiento, unido a la ausencia de un proyecto empresarial capaz de generar los recursos necesarios para atender el servicio de la deuda para adquirir la Sociedad *Target* sin acudir a la venta de sus activos, supone un elevado riesgo para la continuidad de la empresa²⁴⁹.

4. La prohibición de asistencia financiera en la LSC.

4.1. La prohibición de asistencia financiera en sede de sociedades anónimas.

De acuerdo con el art. 150.1 de la LSC, una sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero.

Ahora bien, existen dos excepciones a este principio general. En efecto, lo dispuesto en el párrafo anterior no se aplicará:

- (i) Ni a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o

que se pretenda vetar, sino tan solo regular. Es por tanto claro que no se trata de una situación prohibida”.

²⁴⁹ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 219.

acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo (art. 150.2 de la LSC)²⁵⁰.

El fundamento último de la permisividad a la sociedad de financiar la adquisición de acciones a los trabajadores se encuentra en la conveniencia de su mayor participación en el proceso de producción de la empresa, en consonancia con las ideas de política social imperantes en los sistemas democráticos europeos desde mediados del siglo XX para la ordenación de la vida económica y social. Ideas encaminadas a fomentar la participación de los trabajadores en la empresa, no solo mediante su acceso a la propiedad de los medios de producción, sino también a través de su influencia en las decisiones empresariales, tal y como se consagrará paulatinamente en los textos fundamentales europeos y con un amplio consenso en el art. 129.2 de la Constitución Española, cuando dice que *“los poderes públicos promoverán eficazmente las diversas formas de participación en la empresa y fomentarán, mediante una legislación adecuada, las sociedades cooperativas. También establecerán los medios que faciliten el acceso a los trabajadores a la propiedad de los medios de producción”*²⁵¹.

- (ii) Ni a las operaciones efectuadas por bancos y demás entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a bienes libres de la sociedad.

En estos casos, en el patrimonio neto del balance, la sociedad deberá establecer una reserva equivalente al importe de los créditos anotados en el activo (art. 150.3 de la LSC).

Esta segunda excepción se justifica *“por la trascendencia que su actividad tiene en el desarrollo del tráfico económico actual, limitar en exceso las posibilidades de actuación de unas entidades cuyo objeto principal*

²⁵⁰ Como es lógico, esta excepción facilita la entrada de directivos y empleados en una operación de MBO.

²⁵¹ FLORES DOÑA, M^a.S., “Adquisición de acciones financiada por la sociedad”, *Cuadernos Mercantiles*, 2000, págs. 244 a 340.

*consiste en la realización de operaciones de carácter crediticio*²⁵² o en “evitar que tales establecimientos vean dificultado su negocio, ante la eventualidad de que los acreditados puedan emplear por su cuenta los recursos obtenidos para la adquisición de acciones del mismo banco, que no pretendía directamente y de propósito tal situación al conceder los fondos”²⁵³.

Frente a ellos, se considera “un privilegio injustificable que bancos y entidades de crédito puedan servirse de tal condición para realizar lo que a otros les está vedado”²⁵⁴.

4.2. La prohibición de asistencia financiera en sede de sociedades de responsabilidad limitada.

Por lo que se refiere a la sociedad de responsabilidad limitada, los principios de la prohibición de asistencia financiera son básicamente los mismos que en la sociedad anónima y se recogen en el art. 143.2 de la LSC, a cuyo tenor “*la sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca*”.

Sin embargo, dos diferencias deben ser destacadas:

- (i) No se recogen las excepciones previstas en los apartados 2 y 3 del art. 150 de la LSC. Si bien es fácil entender que no se recoja la excepción prevista para las entidades bancarias en sede de sociedades de responsabilidad limitada, toda vez que para poder ejercer la actividad bancaria o bien se ha de ser una caja de ahorros o bien se ha de ser un banco (y, por ende, una sociedad anónima por imperativo legal), no terminamos de comprender que no se haya previsto en sede de

²⁵² De esta manera se defiende por VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995, pág. 492.

²⁵³ *Vid.* SÁNCHEZ-ANDRÉS, A., “Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo”, *Revista General de Derecho*, número 584, 1993, págs. 4701 a 4759.

²⁵⁴ Esta es la opinión de FERNÁNDEZ DEL POZO, L. “Revisión crítica...”, *op. cit.*, pág. 184.

sociedades limitadas la excepción de la prohibición de asistencia financiera a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las participaciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo.

- (ii) La prohibición de asistencia financiera no afecta solamente a la adquisición de participaciones propias o de la sociedad dominante sino que se extiende a las acciones o participaciones emitidas por cualquier sociedad del grupo al que la sociedad pertenece.

Todo ello supone que, a diferencia de lo que está ocurriendo en el resto de los países del entorno, la prohibición de la asistencia financiera en nuestro país sea más restrictiva y dura en sede de sociedades de responsabilidad limitada que en sede de sociedades anónimas, lo cual, en nuestra opinión, carece de sentido.

4.3. Estructuras prohibidas.

A la luz de lo anterior, algunas de las estructuras que claramente se verían afectadas por la prohibición de asistencia financiera serían las siguientes²⁵⁵:

- (i) La adquisición de la Sociedad *Target* con pago aplazado, asumiendo la propia Sociedad *Target* el compromiso del pago posterior.
- (ii) Obtención de un crédito o un préstamo por el adquirente y liquidación del mismo por la Sociedad *Target*, una vez adquirida.
- (iii) Obtención de la financiación por *Newco* y otorgamiento de garantías por la Sociedad *Target*.
- (iv) Y endeudamiento por parte de la Sociedad *Target* para la obtención de los fondos necesarios y préstamo de dichos fondos a los adquirentes.

²⁵⁵ Vid. SERRANO ACITORES, A., "La problemática...", *op. cit.*, pág. 8; TRÍAS SAGNIER, M., "La problemática...", *op. cit.*, págs. 163 a 166.

Como se ve, todas estas operaciones chocan frontalmente con la literalidad de la norma.

Cuestión más dificultosa es la que plantean las situaciones de grupo de sociedades. En efecto, no se debe olvidar que es bastante habitual que a través de una adquisición apalancada no solo se adquiriera una Sociedad *Target* sino una empresa organizada como un grupo de sociedades.

En estos casos, al adquirir a la sociedad matriz del grupo de sociedades, se están adquiriendo indirectamente las acciones y participaciones de las sociedades filiales de la Sociedad *Target*. Por ello, las entidades financiadoras de la operación buscarán a toda costa que también se otorguen garantías sobre las acciones y participaciones de las sociedades filiales, así como sobre sus activos más relevantes.

Sin embargo, estas anheladas garantías no podrán ser otorgadas toda vez que vulnerarían la prohibición de asistencia financiera pues las sociedades filiales estarían constituyendo garantías para que un tercero adquiriese las acciones o participaciones de su sociedad matriz en contra de lo establecido en el art. 143.2 de la LSC para sociedades de responsabilidad limitadas (en virtud del cual tampoco se puede conceder asistencia financiera para la adquisición por un tercero de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca) y el art. 150.1 de la LSC para sociedades anónimas (que tampoco permite facilitar asistencia financiera para que un tercero adquiriera las participaciones o acciones de su sociedad dominante).

En este sentido, se ha de señalar, además, que la constitución de garantías por parte de las sociedades filiales a favor de un tercero (en este caso, a favor de la Sociedad *Target*) sin que sean claros los beneficios que pueden recibir dichas sociedades filiales a cambio de convertirse en garante, puede suponer un claro perjuicio para accionistas o socios externos, en caso de haberlos, y de los propios acreedores de la sociedad dominada, que verán reducida la solvencia de la sociedad filial sin poder articular medidas de defensa específicas.

Cuestión distinta, sería si esas garantías fueran otorgadas con posterioridad a una fusión entre *Newco*, la Sociedad *Target* y, en su caso, las filiales de la Sociedad *Target*. En ese caso, si bien se podría considerar que existe asistencia financiera *a posteriori*, lo cierto es que debemos acudir a la regulación contenida en el art. 35 de la LME sobre las fusiones apalancadas y sobre la que volveremos más adelante.

4.4. Estructuras permitidas.

Como hemos señalado en reiteradas ocasiones a lo largo del presente trabajo, la forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar) una *Newco* que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

Partiendo de esta situación, algunas de las estructuras que no atentarían contra la prohibición de asistencia financiera serían las siguientes:

- (i) Adquisición de activos: si se estructurara la operación como una compraventa de activos en lugar de como una compraventa de acciones o participaciones no se vulneraría la prohibición de asistencia financiera, pues esta se refiere únicamente a la adquisición de acciones o participaciones de sociedades²⁵⁶.
- (ii) Reducción de capital: la Sociedad *Target* reduciría su capital mediante la devolución de aportaciones con objeto de proporcionar financiación a *Newco* para que, a continuación repagara el principal y los intereses de la deuda.
- (iii) Distribución de dividendos por parte de la Sociedad *Target*: similar a la operación anterior, la Sociedad *Target* efectuaría una distribución de dividendos de la que se beneficiaría *Newco* y con la que repagaría la financiación.

²⁵⁶ Ahora bien, habrá que tener cuidado si con posterioridad se produjera una fusión entre la sociedad que compra los activos y la sociedad que los vende, pues en ese caso, podríamos encontrarnos ante uno de los supuestos de fusión apalancada que regula el art. 35 de la LME.

- (iv) Disolución y liquidación de la Sociedad *Target*: tras adquirir la Sociedad *Target*, se disuelve y liquida esta, atribuyendo su patrimonio a *Newco* lo que le permitirá repagar la deuda o garantizarla con los activos de la Sociedad *Target* que acaba de adquirir como consecuencia de la liquidación.
- (v) Fusión de *Newco* y de la Sociedad *Target*: esta es, sin duda, la opción más habitual y que vamos a analizar en detalle en los próximos apartados del presente capítulo. Una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*). De este modo, se alcanza el resultado anhelado, a saber, se consigue situar la deuda en la sociedad operativa (la Sociedad *Target*), a fin de que los flujos que genera sirvan para atender a la deuda contraída.

Ahora bien, lo cierto es que con anterioridad a la aprobación de la LME esta postura no estaba tan clara entre la doctrina.

En efecto, una parte de la doctrina, se mostraba contraria a estas estructuras pues, en su opinión, o bien constituían un fraude de ley (art. 6.4 del CC) o bien se encuadraban en la cláusula general prohibitiva de la asistencia financiera, es decir, se estaría yendo en contra de la prohibición de facilitar “ningún tipo de asistencia financiera”.

Por el contrario, la doctrina mayoritaria, con la que nos identificamos plenamente, se mostró muy crítica con el régimen previsto para la asistencia financiera en el art. 40.5 de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada –en adelante, la “**LSL**”- (hoy 143.2 de la LSC), para las sociedades de responsabilidad limitada y en el art. 81 de la LSA (hoy art. 150 de la LSC), para las sociedades anónimas.

De este modo, se proponía una interpretación restrictiva y finalista de la prohibición que admitía la validez de estas operaciones toda vez que ninguna vulneraba los mencionados preceptos, pues nos encontrábamos ante

operaciones de variación del capital sujetas a su propio régimen legal en cuanto a procedimiento y, en particular, en cuanto a garantías.

En este sentido se pronunciaba PAZ-ARES al señalar que *“es patente que en estos casos es la propia ley la que prevé mecanismos de control específicos de la actuación de los administradores que protegen suficientemente los posibles intereses en juego. De ese modo, la racionalidad cautelar de la prohibición de asistencia financiera quedaría subsumida en la específica de cada una de las operaciones societarias (...)”*²⁵⁷.

Por su parte, los Tribunales se pronunciaron a favor de la postura doctrinal mayoritaria entendiendo que en un LBO no tiene porqué existir necesariamente asistencia financiera prohibida. En efecto, los Tribunales han considerado que la prohibición de la asistencia financiera por parte de la Sociedad *Target* opera cuando la finalidad última de dicha financiación sea la adquisición de sus propias acciones o participaciones sociales. Más concretamente, el famoso Auto de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 de enero de 2007, relativo a la OPA de Gas Natural sobre Endesa, requiere ese elemento causal al afirmar que para vulnerar la prohibición de asistencia financiera del antiguo art. 81 de la LSA el *“motivo determinante de la operación”* debía ser la asistencia para la adquisición de las acciones, de tal manera que, en el supuesto de que fuera otra la finalidad la que prevaleciera en aquella (en el caso del mencionado Auto, la finalidad de la venta de activos acordada entre Gas Natural e Iberdrola para el caso de que la OPA de la primera sobre Endesa prosperase era el cumplimiento de condiciones impuestas por las autoridades de defensa de la competencia y de energía) no se incurriría en dicha prohibición. A mayor abundamiento, el propio Auto manifiesta que en el caso de que con posterioridad a la liquidación de la OPA se llevara a cabo la fusión entre la sociedad opante y la opada, no debería aplicarse el art. 81 de la LSA *“porque*

²⁵⁷ PAZ-ARES, C., “Los negocios sobre las propias acciones (artículos 74 a 89 de la Ley de Sociedades Anónimas)” en la obra colectiva *Comentario al Régimen de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Volumen 2ºB, coordinada por R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, Civitas, Madrid, 2003, pág. 400.

se trata de un proceso [el de fusión] que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios”²⁵⁸.

Además, lo cierto es que en la práctica estas operaciones eran habituales en el tráfico alcanzando en su época más gloriosa un volumen e importancia notables²⁵⁹. Es más, la propia CNMV al analizar numerosas operaciones de *public to private* autorizó la adquisición apalancada y la subsiguiente fusión sin considerar que se estuviera vulnerando en ningún momento la prohibición de asistencia financiera.

A la luz de lo anterior, se podía concluir que los LBOs únicamente quedaban afectados por la prohibición de asistencia financiera contenida en el art. 40.5 de la LSL (hoy 143.2 de la LSC), para las sociedades de responsabilidad limitada y en el art. 81 de la LSA (hoy art. 150 de la LSC), para las sociedades anónimas cuando se reunieran los siguientes requisitos²⁶⁰:

²⁵⁸ Otras resoluciones judiciales que aceptan un concepto amplio de asistencia financiera incluso cuando se ha prestado en el contexto de un LBO son la Sentencia del Juzgado número 2 de lo Mercantil de Madrid de 15 de febrero de 2007 y la Sentencia de la Audiencia Provincial de la Rioja de 17 de octubre de 2008.

²⁵⁹ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, pág. 21. Ahora bien, es cierto que aún contando con estas garantías, todavía parte de la doctrina le pone peros a la operación. Así, ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA desmenuza un planteamiento bastante interesante al respecto que dice así: “en la doctrina española predomina la postura (PAZ-ARES, FERNÁNDEZ DEL POZO y otros) de que no se aplica la prohibición porque existen unas garantías especiales para accionistas y acreedores.

Veamos hasta que punto esto es así. Los intereses de los socios quedan sin duda más garantizados pues se ha de decidir en junta con unas mayorías reforzadas y con una muy detallada información previa. Quedan además protegidos en principio frente a la pérdida de valor de sus participaciones por la garantía que supone el tipo de canje. No obstante, la posición del socio disconforme puede ser más débil que en el caso de la asistencia financiera directa pues parece que será más difícil ejercer la acción de responsabilidad contra los administradores, y la impugnación de la fusión tiene unas limitaciones que no se aplican a la de otro tipo de acuerdos.

*Los acreedores, por su parte, pueden a través del ejercicio del derecho de oposición, obtener una garantía bancaria, bloqueando hasta conseguirla todo el proceso. Pero este derecho tiene sus límites. En primer lugar, porque solo lo tienen aquellos con créditos anteriores a la publicación del depósito del proyecto cuyo crédito no estuviera vencido. Pero sobre todo la deficiencia del derecho de oposición se manifiesta en la práctica: es muy raro que se ejercite este derecho, a lo que concurre por una parte la ignorancia sobre su ejercicio, un plazo de ejercicio breve y que se cuenta desde unas publicaciones que en general no son conocidas por los acreedores, y sobre todo que los acreedores comerciales, que son proveedores, perderían el cliente para el futuro si lo ejercen. Por tanto, no todos los acreedores están protegidos de derecho, y mucho menos de hecho” (ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*).*

²⁶⁰ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 214.

- (i) Que se dieran todos los elementos de la prohibición establecida en los mencionados artículos, en especial, que la finalidad de la asistencia financiera fuera la adquisición de las acciones o participaciones sociales propias.
- (ii) Que existiera un riesgo real sobre los intereses jurídicos de los socios o accionistas y de los acreedores como consecuencia de dicha asistencia financiera.
- (iii) Que la asistencia financiera no se realizara dentro de una operación societaria que incluyera mecanismos de tutela de los intereses jurídicos de los socios o accionistas y de los acreedores.

Es más, como ahora veremos, esta postura mayoritaria ha sido confirmada recientemente por la LME al haber regulado la fusión en el contexto de un LBO en su art. 35 permitiendo el endeudamiento de la sociedad adquirente para la adquisición de la Sociedad *Target* siempre que se cumplan determinados requisitos.

4.5. Consecuencias de la vulneración de la prohibición de asistencia financiera.

Ni el art. 143.2 ni el 150 de la LSC establecen cuál es la sanción que tiene anudada la infracción de la prohibición que en ellos se sanciona. Ante tal circunstancia, parece que el legislador ha confiado la determinación de tal sanción a las normas generales que rigen en nuestro Derecho. Así lo ha entendido nuestra doctrina, quien ha advertido de la procedencia de la sanción de nulidad por aplicación de cuanto dispone el art. 6.3 del CC a cuyo tenor *“los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención”*²⁶¹.

Ahora bien, la cuestión no es tan sencilla, pues ¿cuál o cuáles de todas las actuaciones, operaciones o negocios jurídicos han de ser declarado nulos? y

²⁶¹ SERRANO ACITORES, A., “La problemática...”, *op. cit.*, págs. 7 y 8.

¿qué consecuencias puede tener la nulidad de uno de estos negocios sobre el resto de los desplegados en el contexto de un LBO?

La respuesta que más nos convence, por estar llena de sentido común, es la dada por HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN. En efecto, en opinión de los mencionados autores *“lo primero que debe señalarse es que las operaciones de LBO en las que se produce asistencia financiera prohibida son operaciones complejas en las que pueden distinguirse, al menos, dos negocios jurídicos vinculados por un nexo causal: (i) el negocio de asistencia jurídica entre la sociedad asistente y el tercero asistido; y (ii) el negocio de adquisición de las acciones o participaciones de la sociedad asistente o su dominante (en el caso de las sociedades anónimas) o de cualquiera de las sociedades del grupo de la asistente (en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada). Es por ello que, entre los efectos de la infracción de la prohibición de la asistencia financiera, deben analizarse tanto los que recaen sobre el negocio de asistencia financiera y los que afectan al negocio de adquisición de las acciones o participaciones sociales de la sociedad que corresponda.*

Por lo que se refiere a los efectos sobre el primero de los citados negocios, y dado que los preceptos que regulan la figura de la asistencia financiera prohibida no establecen las consecuencias de su infracción, la doctrina coincide en que será de aplicación el art. 6.3 del CC, que establece la nulidad de pleno derecho de los actos contrarios a las normas imperativas y prohibitivas cuando no se establecen otras consecuencias específicas para el caso de su contravención.

Lo anterior supone que el correspondiente negocio por el que se haya prestado la asistencia financiera, esto es, el préstamo o crédito concedido, el anticipo de fondos, la donación, o cualquier otro por el que pueda entenderse producida la prestación de dicha asistencia financiera, carecerá de efectos ab initio, no siendo apto para desplegar las consecuencias jurídicas deseadas por las partes, quienes quedarán obligadas, y podrán exigirse mutuamente, la restitución de sus respectivas prestaciones. En este punto ha de señalarse que, si bien la acción de nulidad no tiene plazo de prescripción (debido al hecho de que la nulidad determina la inexistencia del negocio desde su celebración), las

acciones para la restitución de las prestaciones recíprocas de las partes están sujetas al plazo de prescripción de quince años que el art. 1964 del CC establece para las acciones personales que no tienen señalado otro plazo de prescripción específico en la ley.

En cuanto a los efectos sobre el negocio de adquisición de: (i) las acciones de la sociedad asistente, o de las acciones o participaciones de su dominante (art. 150 de la LSC); o (ii) de las participaciones sociales de la primera, o de las acciones o participaciones de cualquiera de las sociedades de su grupo (art. 143 de la LSC), la solución no resulta tan clara, lo cual genera una gran inseguridad jurídica. En este caso, es claro que existe una vinculación entre el negocio jurídico de asistencia financiera y el de adquisición de acciones o participaciones, y resulta necesario determinar las consecuencias que se producen para un negocio jurídico cuando se encuentra vinculado a otro negocio jurídico nulo.

Si bien en principio la nulidad de un contrato únicamente recae sobre el negocio jurídico concertado en virtud del contrato nulo, la conexión entre diversos contratos puede hacer que la ineficacia de dicho contrato nulo se extienda a otros contratos que, de otro modo, serían plenamente válidos y eficaces. Esto puede suceder, tanto en el caso de que uno de uno de los contratos constituya el presupuesto o condición para la realización del otro, o cuando, por ser necesaria la eficacia de diversos negocios jurídicos para alcanzar el resultado pretendido por las partes, la ineficacia de uno de los contratos hace que no pueda alcanzarse dicho resultado.

No obstante lo anterior, en las operaciones de LBO no se darían los presupuestos para que la ineficacia del contrato nulo por el que se presta la asistencia financiera prohibida se extienda al contrato de adquisición de las correspondientes acciones o participaciones, por cuanto, ni el primer contrato es condición del segundo (al contrario, el motivo de la suscripción del contrato por el que se presta la asistencia financiera es la adquisición de las acciones o participaciones) ni resulta necesaria la eficacia del contrato por el que se presta la asistencia financiera para que el contrato de adquisición de las acciones o participaciones pueda ser válido y eficaz.

Sin embargo, no parece razonable que la solución deba ser la misma en el caso en que la sociedad preste asistencia financiera para la suscripción o adquisición de sus propias acciones (coincidiendo en este caso la figura del asistente y del transmitente) o, en general, cuando el vendedor conoce la ilicitud del negocio de asistencia financiera (por cuanto que su finalidad es la adquisición de las acciones o participaciones), que en el caso de que el vendedor de las mismas sea una tercera persona totalmente ajena al negocio de asistencia financiera, que desconoce, y que actúa de buena fe. Por tanto, si bien en principio el negocio de adquisición de las acciones o participaciones será válido independientemente de la ilicitud del negocio de asistencia financiera, no puede obviarse el riesgo de que el juez pueda anular dicho negocio adquisitivo cuando quede demostrado que el vendedor de las acciones o participaciones actuó de mala fe por conocer la ilicitud del negocio de financiación y no se perjudique con la anulación los derechos de terceros adquirentes de buena fe”²⁶².

Pero es que además de la posible nulidad de los negocios jurídicos, tal consecuencia debe completarse con otras dos, pues junto con la posible exigencia de responsabilidad a los administradores al amparo de cuanto disponen los arts. 236 y siguientes de la LSC, los mismos podrán verse sancionados por el régimen de multas y sanciones pecuniarias que previene el art. 157 de la LSC²⁶³.

²⁶² HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, págs. 214 a 216.

²⁶³ El art. 157 de la LSC establece el régimen sancionador de la siguiente manera: “1. Se reputará infracción el incumplimiento de las obligaciones o la vulneración de las prohibiciones establecidas en el presente capítulo.

2. Las infracciones anteriores se sancionarán con multa por importe de hasta el valor nominal de las participaciones asumidas o acciones suscritas, adquiridas o aceptadas en garantía por la sociedad o adquiridas por un tercero con asistencia financiera o, en su caso, las no enajenadas o amortizadas. El incumplimiento del deber de enajenar o amortizar será considerado como infracción independiente.

Para la graduación de la multa se atenderá a la entidad de la infracción, así como a los perjuicios ocasionados a la sociedad, a los socios de la misma, y a terceros.

3. Se reputarán como responsables de la infracción a los administradores de la sociedad infractora y, en su caso, a los de la sociedad dominante que hayan inducido a cometer la infracción. Se considerarán como administradores no solo a los miembros del consejo de administración, sino también a los directivos o personas con poder de representación de la sociedad infractora. La responsabilidad se exigirá conforme a los criterios previstos en los artículos 225, 226, 236 y 237.

5. Análisis específico de la estructura habitual: la fusión apalancada del art. 35 de la LME.

5.1. Planteamiento.

A lo largo del presente trabajo se ha señalado en reiteradas ocasiones que los LBOs culminan generalmente con la fusión de la sociedad adquirente (*Newco*) y la Sociedad *Target*, consiguiéndose de esta manera, por un lado, que el patrimonio de la Sociedad *Target* quede vinculado de manera directa al repago de la deuda solicitada para la compra y, por otro lado, que sea la propia Sociedad *Target*, en tanto que sociedad generadora de los recursos necesarios para satisfacer dicha deuda, la que, como consecuencia de la sucesión universal operada por la fusión, quede obligada de modo directo a su devolución.

Ahora bien, el hecho de que el repago de la financiación para adquirir la Sociedad *Target* se realice con cargo a los recursos generados por la propia Sociedad *Target*, y al mismo tiempo se utilice de una u otra forma el patrimonio de esta para garantizar la devolución de la deuda y sus intereses, supone alcanzar en un momento posterior a la adquisición lo que el ordenamiento jurídico prohíbe, es decir, la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias.

4. Las infracciones y las sanciones contenidas en el presente artículo prescribirán a los tres años, computándose de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 132 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

5. En la sociedad de responsabilidad limitada, las infracciones se sancionarán previa instrucción del procedimiento por el Ministerio de Economía y Hacienda, con audiencia de los interesados y conforme al Reglamento del procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora.

6. En la sociedad anónima, la competencia para la iniciación, instrucción y resolución de los expedientes sancionadores resultantes de lo dispuesto en este capítulo se atribuye a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el caso de que el expediente sancionador recayera sobre los administradores de una entidad de crédito o de una entidad aseguradora, o sobre los administradores de una entidad integrada en un grupo consolidable de entidades financieras sujeto a la supervisión del Banco de España o de la Dirección General de Seguros, la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará a las mencionadas entidades supervisoras la apertura del expediente, las cuales deberán también informar con carácter previo a la resolución”.

Pues bien, como ya hemos visto, si bien hasta la aprobación y entrada en vigor de la LME no existía una regulación específica de la fusión apalancada²⁶⁴, lo cierto es que dichas operaciones de fusión se llevaban a cabo y, tanto la doctrina mayoritaria como los Tribunales las consideraban lícitas basándose fundamentalmente en el argumento de que el régimen legal de la fusión protegía adecuadamente los distintos intereses de socios y acreedores sociales.

La LME ha puesto fin a la ausencia de regulación específica de la figura de la fusión apalancada al preverla expresamente en su art. 35 que bajo el título de “*fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*” señala lo siguiente: “*en caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:*

- 1. El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.*
- 2. El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.*

²⁶⁴ Estamos de acuerdo con SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y FERNÁNDEZ TORRES cuando señalan que hablar de “apalancamiento” de una fusión resulta equívoco, pues ese endeudamiento no concurre en la fusión, sino que fue el precedente en la operación societaria o meramente contractual que dio lugar a la relación entre las sociedades que luego participan de la fusión.

Ahora bien, a pesar de su equivocidad, la referencia a una fusión apalancada alerta sobre el elemento o factor de supuesto riesgo que para la fusión comporta que la previa adquisición del control de una sociedad por otra se consiguiera sobre la base del endeudamiento de la primera (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, pág. 6).

3. *El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera.*

En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión”.

Las reacciones que ha generado este artículo en la doctrina son de lo más variadas. Por ejemplo, VICENT CHULIÁ lo ha considerado una norma suicida pues por un lado parece regular y admitir la fusión apalancada pero, por otro lado, y según su interpretación de la norma, el experto determinará siempre que la deuda se va a reembolsar con los recursos de la Sociedad *Target* (es decir, considerará que existe asistencia financiera *a posteriori*, que también debe ser prohibida) y, por tanto, no podrá otorgarse la escritura de fusión ni inscribirse la misma²⁶⁵.

Por el contrario, nosotros creemos, al igual que lo hace ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, que no puede admitirse una interpretación tan restrictiva. Así, este autor señala, que *“la tendencia parece ser la sustitución de la prohibición por un sistema de garantías destinadas a reforzar la responsabilidad de los administradores y a garantizar la situación financiera de las sociedades; las fusiones apalancadas constituyen asistencia financiera pero ofrecen unas garantías especiales a socios y acreedores, sin terminar de evitar con el procedimiento todos los riesgos. En cualquier caso, si este tipo de fusiones eran admitidas por la práctica, por la mayoría de la doctrina, y por la poca jurisprudencia sobre la cuestión y la finalidad de la LME es flexibilizar, parece que lo que debemos intentar los operadores jurídicos es interpretar el art 35 de la manera que menos estorbe a ese tráfico”*. Además, considera que *“hay que presumir un mínimo de coherencia al legislador, por lo que al establecer*

²⁶⁵ VICENT CHULIÁ, F., “Ley de Modificaciones Estructurales. Opciones de la Ley”, *El Notario del Siglo XXI*, número 28, noviembre-diciembre de 2009. http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2039&seccion_ver=0

*requisitos especiales implícitamente admite la licitud de la fusión apalancada, al tiempo que reconoce su potencial riesgo y exige mayor control*²⁶⁶.

En el mismo sentido se pronuncian HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN para quienes si bien la regulación contenida en el art. 35 de la LME no disipa las dudas en relación con la existencia de asistencia financiera prohibida en las fusiones apalancadas (sino que, más bien, ha contribuido a reabrir el debate en torno a esta cuestión), lo cierto es que, al regularse esta figura, estableciéndose requisitos y garantías adicionales para la realización de estas operaciones, se ha venido a admitir, sujeto al cumplimiento de aquellos, su licitud²⁶⁷.

En la misma línea, pero de una manera más moderada y ambigua, se pronuncian SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y FERNÁNDEZ TORRES. En efecto, de una parte, señalan que *“parece, pues, que el legislador no comparte la opinión de la mayoría de la doctrina y de alguno de nuestros Tribunales en virtud de la cual, la aplicación de las normas de fusión hacen innecesaria la aplicación de la prohibición de asistencia financiera siendo el punto de partida del legislador el de entender que con anterioridad a la LME, las operaciones de adquisición apalancada con fusión quedaban incluidas en la prohibición de asistencia financiera. El régimen establecido no parece pues dirigido -en consonancia con las Directivas europeas- a flexibilizar la prohibición de asistencia financiera, admitiendo ciertos supuestos. La redacción del art. 35 de la LME parece apuntar que las fusiones apalancadas pueden comportar asistencia financiera, lo que reclama el examen de los expertos”*. Sin embargo, de otra parte, atemperan la anterior posición al reconocer también que, sin perjuicio de los riesgos que la operación pueda implicar, *“lo que resulta rotundo es que el art. 35 de la LME cierra el debate de la validez de los LBOs. De manera implícita la acepta, al convertir los LBOs en el presupuesto de un régimen singular dentro de la disciplina de la fusión de sociedades. Cuestión distinta será que la ejecución de la fusión comporte una determinación de que*

²⁶⁶ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

²⁶⁷ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 218.

*concorre en ella asistencia financiera, con las consecuencias previstas en nuestro ordenamiento”*²⁶⁸.

Sea como fuere, procede ahora realizar un análisis del precepto así como apuntar la interpretación que consideramos más adecuada del mismo.

5.2. Ámbito de aplicación.

El art. 35 de la LME se aplicará a toda fusión entre dos o más sociedades²⁶⁹, si alguna de las mismas se hubiera endeudado para llevar a cabo dos operaciones muy concretas, a saber:

- (i) La adquisición del control de una de las sociedades participantes en la fusión: la duda que puede surgir aquí es qué debemos entender por control. A estos efectos, creemos, con la mayoría de la doctrina, que a estos efectos se deberán aplicar las presunciones de control que establece el art. 42 del CCom.
- (ii) La adquisición de activos de una de las sociedades participantes en la fusión que resulten esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial: al respecto debemos señalar las siguientes cuestiones:
 - a) Por un lado, parece dar por sentado que la cuantía obtenida por la sociedad vendedora con la venta de los activos ha desaparecido también del activo de la sociedad a favor de sus socios (por ejemplo, a través de una reducción de capital con devolución de aportaciones o mediante una distribución de dividendos). Es decir, plantea que se haya vaciado patrimonialmente la sociedad mediante un fraude de ley.

²⁶⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, pág. 21.

²⁶⁹ Nótese que se aplica a todo tipo de fusiones intervengan o no sociedades de capital, siendo asimismo indiferente que la adquirente sea absorbente o absorbida, pues los efectos son los mismos en la fusión normal o en la inversa. Por otra parte, el hecho de que se aplique a todo tipo de sociedades refuerza la idea de que la regulación de la fusión apalancada no pretende tanto proteger el principio de integridad del capital social (pues entonces solo aplicaría a sociedades de capital) sino la solvencia de las empresas frente a un riesgo de elevado endeudamiento (*vid.* en este sentido ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*).

b) Por otro lado, se plantea la dificultad de cómo valorar ese carácter “esencial” de los activos. Y es que ¿cómo se mide algo tan relativo como la importancia si no se nos ofrecen parámetros objetivos con los que hacerlo? Es más, resulta evidente que lo que para una empresa puede resultar un activo esencial, integrado en otra sociedad puede dejar de serlo²⁷⁰.

En nuestra opinión, un criterio que puede ser de utilidad es el de considerar que los activos son esenciales si constituyen todo el patrimonio de la vendedora o constituirán la mayor parte del patrimonio de la sociedad resultante de la fusión²⁷¹.

5.3. Los requisitos del endeudamiento.

Por otra parte, el art. 35 de la LME exige que alguna de las sociedades que participen en la fusión haya contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores con la finalidad de llevar a cabo cualquiera de las dos operaciones que acabamos de explicar (es decir, adquirir el control de la sociedad o comprar sus activos esenciales).

Las cuestiones que se plantean entonces respecto a las características de este endeudamiento son las siguientes:

- (i) La finalidad del endeudamiento: resulta más que evidente que el endeudamiento se ha debido concertar para una finalidad específica, a saber, adquirir el control de otra sociedad o activos esenciales de la misma.

De este modo, el art. 35 presupone que todo endeudamiento se contrae con una finalidad concreta, lo cual es sumamente discutible. En efecto, existen numerosos supuestos en los que una sociedad o bien recibe financiación para actuaciones indeterminadas o genéricas o bien su

²⁷⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, pág. 14.

²⁷¹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

endeudamiento se estructura de tal manera que resulta complicado verificar la aplicación específica de las cantidades recibidas²⁷².

En cualquier caso, lo relevante a estos efectos es que la financiación se haya utilizado para la adquisición, sin ser preceptivo que la concesión de la misma estuviera expresamente condicionada a esa específica finalidad.

Finalmente, habida cuenta de la necesidad de que en la operación por la que se produce el efecto de la asistencia financiera concorra un elemento finalista o nexo causal, en el sentido de que la finalidad o la causa de la operación sea precisamente la prestación de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones o participaciones, en nuestra opinión, no vulnerarían la prohibición de asistencia financiera aquellas operaciones de fusión apalancada en las que la principal motivación consista en otro tipo de objetivos empresariales, tales como la reestructuración del grupo de sociedades al que pertenecen las que se fusionan, incluso si en las mismas no se cumpliera el requisito de la generación de recursos suficientes para garantizar la viabilidad de la empresa resultante de la fusión. Por tanto, si bien el art. 35 de la LME seguiría siendo plenamente aplicable a este tipo de operaciones, para cuya ejecución será necesario que tanto el proyecto de fusión como el informe de los administradores contengan las indicaciones establecidas en aquel, así como la elaboración del informe del experto independiente con el contenido que en el mismo se establece, su licitud no dependería del cumplimiento del requisito, exigible a las operaciones que carecen de este tipo de motivos,

²⁷² En este sentido, ejemplos muy simples que demuestran lo anterior son los siguientes: ¿un préstamo sindicado concedido para llevar a cabo la ejecución del *business plan* de una sociedad a lo largo de varios ejercicios, puede acabar encuadrado en los presupuestos fijados por el art. 35 de la LME?

De igual manera, imaginemos una emisión de obligaciones. Como sabemos, de acuerdo con los arts. 407 y 408 de la LSC no se requiere explicar cómo se van aplicar los fondos obtenidos de los obligacionistas. Supongamos que unos meses después se formula una OPA sobre esa sociedad. ¿Se podría establecer una conexión a los efectos del art. 35 de la LME entre esa OPA y la emisión de obligaciones si la contraprestación ofrecida son acciones de la sociedad oferente? (SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, pág. 12).

relativo a la capacidad de la sociedad resultante de la fusión de generar recursos suficientes que garanticen su solvencia y viabilidad²⁷³.

- (ii) El origen subjetivo del endeudamiento: al art. 35 de la LME le es indiferente quién o quienes hayan sido los financiadores del endeudamiento. Así, puede proceder de cualquier entidad financiera, o de cualquier otro particular, ya sea persona física o jurídica, como puede ocurrir en el caso que los vendedores hayan aplazado parte del precio de la adquisición.
- (iii) El plazo del endeudamiento: se plantea la duda de cuándo debe empezar a computarse el plazo de tres años anteriores a la fusión, dudándose si debe comenzar a contarse hacia atrás desde la suscripción del proyecto de fusión o desde la inscripción de la misma en el Registro Mercantil. En nuestra opinión, lo más razonable sería tomar como fecha de referencia la del proyecto toda vez que es en ese momento cuando los administradores de las sociedades participantes de la fusión comienzan a preparar la misma y, en consecuencia, a estudiar si procede o no la aplicación del art. 35 de la LME.

Por otra parte, transcurrido el plazo de los tres años, no será preceptivo aplicar el art. 35 de la LME a la fusión que se quisiera llegar. Ahora bien, existen voces autorizadas que consideran que el hecho de que transcurra el plazo supone que no serán necesarios los requisitos adicionales que exige para la fusión el art. 35, pero eso no implica automáticamente que la operación en cuestión no vulnere la prohibición de asistencia financiera de los arts. 143.2 y 150 de la LSC²⁷⁴.

- (iv) La cuantía del endeudamiento: aunque el art. 35 de la LME tiene por objeto evitar un excesivo endeudamiento a la sociedad resultante de la fusión por los riesgos que ello puede implicar, lo cierto es que no ha incorporado una cuantía mínima de la que partir. En efecto, la LME no ha fijado un umbral mínimo de proporción al valor de la empresa, su EBITDA,

²⁷³HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 221.

²⁷⁴HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 223.

u otros criterios, por lo que cualquier endeudamiento destinado a la adquisición, por pequeño que sea, dará lugar a la aplicación del art. 35, lo cual puede resultar excesivo.

- (v) La vigencia del endeudamiento: en el art. 35 de la LME no se especifica si el endeudamiento debe seguir estando vivo. En nuestra opinión, parece lógico que la deuda debe estar pendiente de pago en el momento de la fusión, pues de lo contrario carecerían de sentido los requisitos adicionales que impone el mencionado artículo.

Lo que, sin embargo, es indiferente es que el vencimiento de las deudas sea anterior o posterior a la fusión, o que existan períodos de carencia e incluso que la deuda haya sido modificada o refinanciada²⁷⁵.

- (vi) La problemática notarial a la hora de conocer si el endeudamiento reúne las características anteriores: desde la perspectiva notarial se puede plantear la cuestión de cómo saber si en una determinada fusión ha existido ese endeudamiento.

A este respecto, los administradores son los obligados a aportar la información en el caso de que exista ese endeudamiento, y el no hacerlo podrá dar lugar a la impugnación de la fusión, y por supuesto a su responsabilidad. Por supuesto, si el notario tiene conocimiento de la circunstancia del endeudamiento debe exigir el cumplimiento de la norma²⁷⁶.

5.4. Requisitos de información adicionales.

A. Introducción.

Al legislador español, a semejanza de lo que le ocurrió al italiano, le preocupaba tanto el peligro de fusiones excesivamente apalancadas que ha establecido en el art. 35 de la LME un derecho de información reforzado tanto para los socios como para los acreedores sobre los efectos de la fusión, que

²⁷⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

²⁷⁶ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

permite orientar el voto de los primeros y/o favorecer el ejercicio del derecho de oposición de los segundos.

En efecto, la LME exige que tanto el proyecto de fusión como el informe de los administradores sobre el mismo describan con gran detalle y justifiquen la operación y su viabilidad, incluyendo determinadas informaciones que no se contienen en otros tipos de fusiones.

Esta cuestión no es baladí, toda vez que supone un reforzamiento de la responsabilidad de los administradores al verse incrementadas sus obligaciones, por un lado, en la preparación de los mencionados documentos y, por otro, en la vigilancia de que la fusión propuesta no suponga una merma de la solvencia de la sociedad; obligaciones estas que, a su vez, tienen derecho a exigir tanto los socios como los acreedores de la sociedad o sociedades afectadas por la fusión apalancada.

En consecuencia, los administradores se cuidarán especialmente de ser escrupulosos y diligentes a la hora de configurar y ejecutar una fusión apalancada. Es más, a raíz de estas obligaciones adicionales es probable que los LBOs que se concierten en un futuro se realicen con menos financiación ajena que en tiempos pasados, permitiendo de esta manera que la fusión posterior no se vea truncada como consecuencia de los requisitos fijados por el art. 35 de la LME.

Pero es que además de las obligaciones impuestas a los administradores, se obliga a acompañar un informe de experto independiente que analice la operación y determine, asimismo, la existencia o no de asistencia financiera.

B. El proyecto de fusión y el informe de los administradores.

El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.

Así, y con independencia de que más adelante profundicemos en qué se ha de entender por “recursos”, creemos que lo más recomendable sería exponer en un cuadro unificado, por un lado, los pagos de capital y de intereses (y si estos

son variables con las condiciones para su cálculo) y, por otro, los flujos de caja previstos durante el plazo en el que se va a pagar la deuda, incluyendo, en su caso, los flujos que pudieran resultar de las posibles disposiciones de activos previstas²⁷⁷.

Por su parte, el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión deberá:

- (i) Indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión: se trata, en definitiva, de motivar la operación de LBO en su conjunto.
- (ii) Contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir: con ello se pretende, una vez más, evaluar si la sociedad resultante de la fusión será viable y solvente después de asumir el endeudamiento.

En definitiva, con estos requisitos adicionales se pretende que el proceso de fusión pueda desarrollarse teniendo una valoración de la operación en su conjunto: negocio de financiación, contrato de adquisición, fusión y plan económico y financiero para el reembolso de la financiación obtenida. Es decir, a diferencia de lo que ocurre en un proceso de fusión ordinario, en la fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente, debido a sus peculiares riesgos, se requiere que consten no solo las circunstancias fundamentales de la operación sino que además se exige una motivación de la adquisición del control, de la posterior fusión y del plan de futuro²⁷⁸.

C. El informe de los expertos independientes.

Por lo que se refiere al informe de los expertos sobre el proyecto de fusión, este deberá, por un lado, contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones contenidas en el proyecto de fusión y en el informe de los administradores.

²⁷⁷ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

²⁷⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, págs. 25 y 26.

En definitiva, deberá analizar los datos económico-financieros recogidos en ambos documentos, comprobar que coinciden con lo que refleja su contabilidad y con lo que se ha pactado en los contratos de financiación y enjuiciar si el endeudamiento podrá ser asumido por la sociedad resultante de la fusión y si, en consecuencia, tendrá una capacidad real de pago de la misma según las condiciones pactadas.

Por otro lado, el informe deberá determinar si existe asistencia financiera. Esta mención, incluida a última hora como consecuencia de una enmienda del Partido Popular en el Senado que pretendía “*evitar fusiones inversas con debilitamiento contable que además impliquen un supuesto prohibido de asistencia financiera*”, ha generado nuevos quebraderos de cabeza a la doctrina en lo que se refiere a la prohibición de asistencia financiera.

De este modo, se plantean los siguientes interrogantes:

- (i) ¿Cuándo se entiende que existe asistencia financiera en una fusión apalancada y, en consecuencia, cuál debe ser el contenido del informe del experto respecto de la asistencia financiera?

Esta no es una cuestión sencilla, toda vez que en una primera aproximación debemos compartir la postura señalada por ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA cuando señala que “*no tiene sentido una opinión de un experto sobre cada fusión apalancada. La operación está definida en el punto primero y está claro que supone al término de la fusión que la sociedad va a soportar la deuda generada por su adquisición, por tanto o en todos los casos es asistencia financiera o en ningún caso lo es. Resultaría que el experto que tiene que dar una opinión técnica sobre un plan financiero, también debe emitir una opinión jurídica sobre la existencia de asistencia financiera en una operación de fusión, cuestión que en la doctrina patria y extranjera ha hecho correr ríos de tinta, sin que exista un acuerdo. Además, como se vio al principio, la mayor parte de la doctrina y la poca jurisprudencia que existe parece entender que es posible que exista asistencia financiera pero que el procedimiento de fusión la pone fuera de la prohibición. Por tanto, la simple mención de la*

existencia de asistencia financiera sería inútil, pues no significa que esté prohibida.

Pero entonces ¿qué debe contener el informe en este aspecto? Cabe a mi juicio sostener tres posturas:

- Entender que es un simple error de redacción sin consecuencias: el experto debe decir siempre que hay asistencia financiera, sin que deba pronunciarse sobre si es asistencia financiera prohibida o no, puesto que no lo exige la ley.

- Sostener que de lo que se trata es de que emita una opinión sobre la existencia de la asistencia financiera prohibida distinta de la derivada del procedimiento de fusión apalancada. Por tanto solo tendría que referirse a si en la adquisición o el endeudamiento pasado existió asistencia financiera. Esta idea, que ha sido avanzada por el profesor SEQUEIRA tiene la ventaja de dar un contenido a la mención.

- Por último se puede pensar que se refiere a un juicio técnico sobre si el resultado de la fusión es compatible con las normas de asistencia financiera establecidas en la Segunda Directiva tras su reforma de 2006. A favor de esta teoría tenemos la justificación de la enmienda. La misma hace referencia a <<evitar fusiones ... que además impliquen un supuesto prohibido de asistencia financiera (art 23 de la directiva 2006/68)>>. Si aplicamos el art. 35 parece que se cumplen todos los requisitos del art. 23 de la Segunda Directiva salvo los referentes a que se haga con cargo a reservas libres y se dote una reserva indisponible. Para defender esta postura se puede argumentar también que es un requisito exigido en otro supuesto de asistencia financiera permitida, el del art 81.3 [de la antigua LSA].

En conclusión yo me inclino por este contenido del informe, que permite dar un contenido técnico a esta mención, cumplir la directiva, y es lo más

*acorde con el interés protegido por la norma y con los principios generales de integridad del capital social*²⁷⁹.

Sin embargo, en una aproximación más profunda de la cuestión, creemos más acertado el brillante planteamiento postulado por HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN que transcribimos a continuación por su claridad²⁸⁰: *“por lo que se refiere a la existencia de asistencia financiera en las operaciones de fusión apalancada, el art. 35 de la LME establece que es una cuestión cuya determinación corresponderá al experto independiente y sobre la que habrá de pronunciarse en su informe acerca del proyecto de fusión. Parece, por tanto, que la ley contempla la posibilidad de que puedan darse casos de fusiones apalancadas en las que exista asistencia financiera y otros en los que no exista. En consecuencia, resulta necesario determinar cuándo habrá de entenderse que existe asistencia financiera en una fusión apalancada y cuándo podrá, por el contrario, concluirse que no se dan los elementos para su existencia.*

La dificultad estriba en que el art. 35 de la LME no aclara cuáles son los elementos determinantes de la existencia de asistencia financiera en una fusión apalancada. No obstante, es razonable pensar que, dado que corresponde determinar la existencia de asistencia financiera al experto independiente designado por el Registro Mercantil para emitir un informe en relación con el contenido del proyecto de fusión y del informe de los administradores sobre el proyecto de fusión, y que el contenido de dicho informe es de carácter técnico y financiero, el pronunciamiento del experto independiente acerca de la existencia de asistencia financiera habrá de basarse en consideraciones de índole económica más que jurídica.

Concretamente, el informe del experto independiente debe enjuiciar la <<razonabilidad de las indicaciones>> contenidas en el proyecto de fusión acerca de <<los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del

²⁷⁹ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

²⁸⁰ *Vid.* HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, págs. 218 a 221.

control o de los activos>>, y en el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión en relación con el <<plan económico y financiero con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir>>. Por ello, tiene sentido que la determinación de la existencia financiera haya de realizarse en base a las conclusiones alcanzadas sobre dichos extremos contenidos en el proyecto de fusión y en el informe de los administradores sobre este. Por el contrario, y pese al hecho de que toda fusión apalancada implica siempre una asistencia financiera sobrevenida por la vinculación del patrimonio de la Sociedad Target a la deuda contraída para la adquisición, no tendría sentido que el experto independiente, después de concluir que las indicaciones contenidas en los referidos documentos son razonables y que la sociedad resultante de la fusión será capaz de generar los recursos suficientes para hacer frente a la totalidad de sus deudas, hubiera de afirmar la existencia de asistencia financiera denegando una opinión favorable a la fusión.

El anterior razonamiento supone la asunción por el legislador español de la denominada tesi sostancialista, desarrollada por la doctrina italiana y acogida igualmente por los tribunales norteamericanos, que aboga por la distinción entre operaciones de LBO en las que el recurso al endeudamiento es equilibrado y viable, de aquellas otras operaciones en las que el elevado nivel de apalancamiento, unido a la ausencia de un proyecto empresarial capaz de generar los recursos suficientes para repagar la deuda de la adquisición sin recurrir a la venta de sus activos, supone un elevado riesgo para la viabilidad de la empresa. Al mismo tiempo, esta interpretación va en la línea de la corriente doctrinal que considera que, junto a los intereses de socios y acreedores, la prohibición de la asistencia financiera tiene por objetivo la protección del patrimonio social y la correspondiente preservación de la solvencia de la sociedad.

Establecida ya la que, a nuestro juicio, debe considerarse la interpretación correcta del art. 35 de la LME en lo que se refiere a la determinación por el experto independiente de la existencia de asistencia financiera en la fusión apalancada, esto es, que estaremos ante una operación lícita cuando se prevea razonablemente que la sociedad resultante de la fusión

será capaz de generar recursos suficientes para atender al servicio de la deuda sin perjudicar sus actividades y, por el contrario, estaremos ante una operación ilícita por contravenir la prohibición de asistencia financiera prevista en la ley, cuando existan dudas sobre la futura solvencia de la sociedad resultante de la fusión, resta por determinar cuáles son los recursos que pueden ser aplicados al reembolso del endeudamiento de la sociedad sin comprometer su solvencia o perjudicar su actividad o sus inversiones productivas.

El problema en este punto, nuevamente, es la ausencia de mención alguna en el precepto que venimos analizando acerca de cuáles son dichos recursos, cuál es su origen y cómo han de calcularse. Hay quien, entendiendo que el art. 35 de la LME debe interpretarse a la luz de la nueva regulación de la asistencia financiera contenida en la Directiva 2006/68/CE, ha defendido que tales recursos serían las reservas de libre disposición de la Sociedad Target. Esta interpretación supondría que el endeudamiento máximo de la sociedad adquirente en una operación de LBO vendría determinado por el importe de las reservas de libre disposición de la Sociedad Target, coincidiendo este importe con el que, de acuerdo con el art. 23.1 de la referida Directiva, se fija como límite máximo de la asistencia financiera que una sociedad puede prestar a un tercero para la adquisición de sus acciones o participaciones. No obstante, en la práctica, esta interpretación supondría cerrar la puerta a la mayoría de fusiones posteriores a una adquisición apalancada en la medida en que el volumen de deuda empleado en las operaciones de LBO suele ser muy superior a las reservas de libre disposición con las que cuenta la Sociedad Target.

Adicionalmente, hay que recordar que el legislador español optó por no trasponer a nuestro ordenamiento la nueva regulación contenida en la indicada Directiva en lo relativo a la asistencia financiera permitida y, por tanto, no parece que en la determinación de los recursos que puedan destinarse al reembolso de la deuda tras una fusión apalancada deban aplicarse los límites establecidos en dicha regulación. En consecuencia, entendemos que la interpretación correcta es la que mantiene que los

recursos aplicables al servicio de la deuda son los flujos de caja libre (Free Cash-Flow) que sea previsible que la sociedad resultante de la fusión genere, incrementados, en su caso, con otros recursos (entendida esta palabra en un sentido amplio) que sea previsible puedan generarse como consecuencia de la fusión, tales como los ahorros por sinergias y créditos fiscales, ingresos provenientes de la revalorización de activos fijos, los obtenidos mediante desinversiones en activos fijos no productivos o poco rentables, etc.

Puede definirse el flujo de caja libre como el excedente financiero generado por una sociedad susceptible de ser repartido sin perjudicar su actividad, una vez cubiertos los gastos operativos e inversiones productivas. Por lo que se refiere a su cálculo, este ha de basarse en las proyecciones de ingresos y gastos de la sociedad resultante de la fusión, a partir de las cuales se realiza una estimación del flujo de caja neto que será generado por aquella en un periodo de tiempo, aplicándose al resultado obtenido en dicha estimación la metodología del descuento de flujos de caja, mayoritariamente aceptada entre la comunidad financiera. Si el flujo de caja libre es suficiente para atender al pago de la totalidad de la deuda de la sociedad resultante de la fusión, deberá concluirse que la fusión no representa un peligro para la solvencia y la viabilidad de esta y, por tanto, la opinión del experto deberá ser favorable a la fusión. A estos efectos, el experto deberá valorar la razonabilidad de las proyecciones y estimaciones contenidas en el plan económico financiero preparado por los administradores, prestando especial atención a la correlación entre, de una parte, los ingresos y gastos esperados y, de otra, los plazos e importes relativos al reembolso de la deuda. Para ello, el experto realizará auditorías de simulación y tests de resistencia a la generación de ingresos en diversos escenarios económico-financieros”.

- (ii) ¿Es procedente que sea un experto independiente el que determine la existencia de la asistencia financiera?

A este respecto, creemos con RONCERO SÁNCHEZ, que “no parece razonable que la <<determinación>> de la existencia de asistencia

financiera se haya confiado a los expertos independientes. El concepto de asistencia financiera no es un concepto meramente económico o técnico-financiero sino que tiene un contenido jurídico dado que constituye el presupuesto de aplicación de la prohibición contenida en el art. 81.1 LSA (y, paralelamente, en el art. 40.5 LSL) [hoy art. 143.2 de la LSC para la sociedad de responsabilidad limitada y 150 de la LSC para las sociedades anónimas] y, por ello, no es aceptable que la determinación sobre su existencia quede confiada a expertos independientes. Desde esta perspectiva hubiese sido más razonable exigir que los expertos independientes informasen sobre si la operación excede o no de la cuantía de los recursos de libre disposición de la sociedad objetivo o si, en su opinión, provoca un debilitamiento contable de la sociedad o si plantea riesgos de sobreendeudamiento u otros riesgos similares, sin perjuicio de que la opinión sobre estos extremos pueda incluirse por los expertos en el juicio de razonabilidad de la operación que también deben incorporar a su informe. En consecuencia, la opinión de los expertos en ningún caso puede ser determinante de la existencia de asistencia financiera prohibida, una circunstancia cuya concurrencia deberá ser constatada, en su caso, a instancia de sujetos legitimados por los Jueces y Tribunales a quienes corresponde también la determinación en última instancia de las consecuencias vinculadas a ello”²⁸¹.

- (iii) ¿Qué efecto podría tener para la fusión un informe de experto que determinara que existe asistencia financiera en la misma?

En definitiva, se plantea el problema de si un juicio negativo sobre la asistencia financiera impide al notario y al registrador autorizar o inscribir la escritura de fusión.

Para ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA “*el informe parece que solo se debe referir a la existencia de asistencia financiera, y no a su carácter prohibido y contrario a ley. En consecuencia, al no estar clara la ilegalidad de la fusión no parece que el notario o el registrador puedan negarse a*

²⁸¹ Vid. RONCERO SÁNCHEZ, A., *op. cit.*, pág. 757.

autorizar o inscribir la fusión, teniendo en cuenta que además no está nada claro a qué se extenderían los efectos de la nulidad: al negocio de financiación, a la compra, o a la propia fusión. Resultaría por tanto muy aventurado que asumieran la responsabilidad de paralizar una fusión con una base legal más que dudosa. A la misma conclusión nos lleva la literalidad de la norma y sus antecedentes legislativos. En la redacción propuesta por la enmienda exigía que se refiriera a la <<ausencia de asistencia financiera>>, lo que se cambió deliberadamente por la referencia a la <<existencia>>, que claramente indica que se quiere dar a este juicio un valor únicamente de información. Además, cualquiera que sea el objeto de ese juicio, el cerrar la posibilidad de la fusión supondría atribuir al técnico una función jurisdiccional. Si tenemos en cuenta la complejidad técnica y jurídica de ese juicio, no solo no es razonable atribuir a un experto esa decisión, sino que podría ser una atribución de funciones jurisdiccionales inconstitucional. También lo sería el procedimiento por la indefensión derivada de la falta de recurso. Además, si se entendiera que el juicio del experto ha de ser positivo para ejecutar la fusión, nos encontraríamos en un callejón sin salida para el notario y el registrador en el caso muy probable de que el experto introduzca cualquier reserva o matización en alguno de los juicios.

Otra cosa es si un juicio negativo del experto puede servir de base para una impugnación de la fusión, lo que a mi juicio es indudable”.

De manera muy similar se manifiesta la doctrina mayoritaria al examinar la cuestión de los efectos de las conclusiones del informe del experto independiente sobre la fusión acerca de la existencia o no de asistencia financiera. En efecto, resulta preceptivo fijar las consecuencias que estas conclusiones puedan suponer, “tanto por lo que se refiere a la posibilidad de llevar a cabo la fusión cuando el experto se haya pronunciado en su informe en el sentido de que la fusión proyectada conllevaría una situación de asistencia financiera sobrevenida, como en lo que respecta a la posibilidad de impugnar y obtener la nulidad de la fusión, por vulneración de la prohibición de asistencia financiera, cuando, no

habiéndose determinado por el experto la existencia de asistencia financiera en la fusión, la misma queda inscrita en el Registro Mercantil.

Para responder a la cuestión planteada en el párrafo anterior, en primer lugar, hay que tener en cuenta que, como se ha dicho anteriormente, el juicio del experto independiente es un juicio de carácter económico más que jurídico. Adicionalmente, como se ha expuesto al analizar la figura de la asistencia financiera prohibida en nuestro ordenamiento, para que la misma concorra es necesario que se dé un elemento subjetivo consistente en que la finalidad de la operación sea la prestación de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones o participaciones sociales.

En este sentido, consideramos que la decisión sobre la existencia de asistencia financiera prohibida en las operaciones de fusión apalancada corresponde únicamente a los jueces y tribunales. En consecuencia, entendemos que la inclusión por el experto en su informe de opiniones negativas o salvedades en cuanto a la existencia de asistencia financiera en la fusión apalancada (que, como hemos dicho, se basarán en consideraciones económicas, sin entrar a valorar el elemento subjetivo de la finalidad de la operación), no conllevará en ningún caso de imposibilidad de llevar a cabo la fusión.

No obstante lo anterior, es claro que, en la práctica, cabe esperar que será muy poco frecuente que operaciones de fusión apalancada que hayan merecido un juicio negativo por parte del experto independiente lleguen siquiera a proponerse por los administradores para su decisión por los socios. Esto se explica por las responsabilidades que podrían exigirse a aquellos en caso de que la fusión fuese impugnada y se determinara por un juez o tribunal la existencia de asistencia financiera prohibida (anticipada, aunque sea en los aspectos económicos, por el experto independiente).

Sin perjuicio de la consideración que acaba de realizarse sobre las escasas probabilidades de que las operaciones de fusión apalancada

proyectadas respecto de las cuales el experto independiente se haya pronunciado negativamente lleguen a materializarse, lo cierto es que, en caso de que los socios de las respectivas sociedades participantes en la fusión aprueben la operación, el registrador que la califique no deberá considerarse vinculado por las conclusiones contenidas en el informe del experto independiente en este sentido.

En nuestra opinión, el registrador deberá calificar la fusión desde el punto de vista de la legalidad de los acuerdos adoptados, verificando que se han emitido los informes y demás documentación preceptiva en relación con la misma y denegando la inscripción por defectuosa en el caso de que no se hubieran emitido dichos informes o documentación, o el contenido de los mismos no se ajuste a lo establecido en la Ley (por ejemplo en el caso de faltar menciones obligatorias en los mismos).

No obstante, cabe pensar en la hipótesis de que el registrador vaya más allá de la calificación de las formas extrínsecas de la fusión y analice la legalidad de la misma a la luz de regulación de la asistencia financiera, llegando incluso a calificarla con un defecto insubsanable por nulidad de la operación por infracción de la prohibición de asistencia financiera . Sin embargo, en este punto, la opinión de la doctrina y, aparentemente, el criterio registral preponderante manifestado por los registradores en consultas informales acerca de la vinculación del informe del experto independiente, es que el registrador no debe entrar a calificar el contenido del informe del experto independiente y sus conclusiones sobre la existencia de asistencia financiera, por la razón de que ello exigiría la valoración del elemento subjetivo relativo a la intención de las partes en cuanto a la finalidad de la operación que, como se ha indicado, corresponde exclusivamente a los jueces y tribunales”²⁸².

En conclusión, el régimen actual no prejuzga si las operaciones de fusión apalancada constituyen o no asistencia financiera, debiendo proceder a un examen caso por caso. Para valorar la operación será indicativo el informe de

²⁸² HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, págs. 223 y 224.

los expertos independientes pero este no puede considerarse determinante ya que quienes deberán resolver la cuestión son, en último término, los Tribunales. Es evidente que este control *a posteriori*, genera inseguridad jurídica, pudiendo tener, además, un efecto perturbador en el mercado. Es decir, si el sistema diseñado por el legislador español –al igual que sucede en muchos países de nuestro entorno- se distingue por su carácter esencialmente preventivo, debería haberse buscado otra solución a esta problemática. Más aún, la función asignada a los expertos independientes resulta excesiva por muchas razones: en primer lugar, porque se exige en todo supuesto de fusión apalancada incluso cuando no haya asistencia financiera (pensemos en las excepciones contempladas en la prohibición); en segundo término, porque el informe se exige incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión (art. 35 de la LME) y finalmente, en tercer lugar, aunque no se puede reprochar nada al legislador cuando exige un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones relativas a la operación en su conjunto, no podemos valorar de la misma manera la exigencia de que los expertos determinen en su informe si la operación comporta asistencia financiera. Tal asistencia no es un concepto económico, sino jurídico²⁸³.

5.5. La aplicación del art. 35 de la LME a las fusiones simplificadas.

Como veremos en la segunda parte de este trabajo al tratar la fusión desde una vertiente tanto societaria como contractual, la LME ha regulado, en algunos casos, novedosamente algunas fusiones especiales en los que se simplifica enormemente la tramitación de la operación.

La duda que surge es la de si a este tipo de fusiones simplificadas se les ha de aplicar el art. 35 de la LME, siendo, por tanto, necesario cumplir con los requisitos de información que acabamos de estudiar, es decir, las menciones especiales en el proyecto de fusión, y la necesidad o no de los informes de administradores y expertos explicando la fusión apalancada.

²⁸³ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, págs. 24 y 25.

Concretamente, se pone sobre la mesa la cuestión de si podrá prescindirse del informe del experto independiente en las fusiones de sociedades íntegramente participadas (art. 49.1.2 de la LME) o participadas en un 90% o más del capital social (art. 50 de la LME), en fusiones en las que ninguna de las sociedades participantes en la fusión sea una sociedad anónima o una sociedad comanditaria por acciones (art. 34.1 de la LME) y en aquellas fusiones en las que existe la posibilidad de prescindir de la publicación o depósito previo de los documentos exigidos por la Ley y el informe de administradores sobre el proyecto de fusión siempre y cuando se acuerde unánimemente por todos los socios en junta universal (art. 42 de la LME).

Pues bien, aunque en un primer momento algunos autores consideraron que en estos casos no era necesario el informe de experto regulado en el art. 35 de la LME, la lógica se ha impuesto finalmente y tanto la doctrina mayoritaria como los registradores mercantiles han considerado preceptivo dicho informe siempre que nos encontremos ante una fusión apalancada²⁸⁴.

Ello es debido, fundamentalmente, a dos claros motivos, a saber: por un lado, debe prevalecer la ley especial sobre la ley general; y por otro lado, de no interpretarse de la manera que estamos postulando, sería muy fácil eludir la aplicación del art. 35 de la LME.

5.6. La aplicación del art. 35 de la LME a la escisión y la cesión global de activos y pasivos.

Analizados los distintos supuestos de fusión y la manera que tienen de entrelazarse con el art. 35 de la LME, conviene ahora que meditemos sobre si la regulación de la fusión apalancada puede también aplicarse a otras modificaciones estructurales como pueden ser la escisión y la cesión global de activos y pasivos²⁸⁵.

Lo cierto es que, en nuestra opinión, la escisión no plantea mayores dificultades toda vez que el art. 73 de la LME al regular el régimen jurídico de

²⁸⁴ HERNÁNDEZ BENGÓA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, págs. 222 y 223; y ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

²⁸⁵ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

esta operación señala claramente en su apartado 1 que *“la escisión se regirá por las normas establecidas para la fusión en esta Ley, con las salvedades contenidas en este Capítulo, entendiendo que las referencias a la sociedad resultante de la fusión equivalen a referencias a las sociedades beneficiarias de la escisión”*.

Por ende, el art. 35 de la LME será aplicable a aquellas escisiones en las que cualquiera de las sociedades beneficiarias se hayan endeudado en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de la sociedad escindida o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial.

Mayores dudas plantea la operación de cesión global de activos y pasivos²⁸⁶, pues en este caso no existe en la LME una remisión a la normativa de fusión equivalente a la que acabamos de ver para la escisión²⁸⁷, lo que supone, tal y como señala GONZÁLEZ-MENESES, una clara disfunción de la LME²⁸⁸.

²⁸⁶ Vid. ALONSO UREBA, A., “La cesión global de activo y pasivo: elementos de caracterización, clases y régimen” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, coordinado por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2009, págs. 629 y siguientes; y SIEIRA GIL, J. y TÁRRAGO MANZANEDO, C., “Modificaciones estructurales III: la cesión global de activos y pasivos y el traslado del domicilio al extranjero” en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 401 y siguientes.

²⁸⁷ En efecto, la única remisión que se realiza al régimen de la fusión en la normativa específica de la cesión global es al regular el acuerdo de la junta que debe aprobar dicha cesión en el art. 87.1 de la LME a cuyo tenor *“la cesión global habrá de ser acordada necesariamente por la junta de socios de la sociedad cedente, ajustándose estrictamente al proyecto de cesión global, con los requisitos establecidos para la adopción del acuerdo de fusión”*.

²⁸⁸ Así, GONZÁLEZ-MENESES señala, no sin cierta retranca, lo siguiente: *“si antes era una operación solo aludida en una sibilina frase de la LSA y que en la LSL y en el RRM se encontraba arrinconada en la sede de liquidación de la sociedad disuelta, sin que el legislador se hubiera siquiera dignado a pronunciar respecto de la misma de forma expresa las solemnes palabras <<sucesión universal>> (de manera que tal eficacia había que considerarla implícita en el reconocimiento del derecho de oposición de acreedores), ahora es investida nada menos que del rango de <<modificación estructural>>, se trae a esta ley especial, <<rompiendo amarrazas con aquella concepción que limitaba esta operación al ámbito propio de la liquidación>> (por cuanto ahora la extinción de la sociedad cedente no es algo de esencia de la misma), y por supuesto es bendecida ya expressis verbis con el taumatúrgico efecto de la sucesión universal. Y, como digo, se dedica a la misma todo un título de la Ley, un título distinto de los que regulan la fusión y la escisión, sin ni siquiera ser sometida a la desconsideración que podría suponer una remisión supletoria genérica a la normativa de la fusión (solo hay remisiones a la normativa de la fusión en algún punto concreto). ¡La operación de cesión global es tan original y sui generis que no necesita régimen supletorio!”* (Vid. GONZÁLEZ-MENESES, M., “La cesión global de activo y pasivo como ilusión jurídica colectiva, o de cómo el Título IV de la Ley 3/2009 vulnera la Tercera Directiva”, *El*

Ahora bien, lo cierto es que teóricamente se podría plantear una cesión global apalancada en el que una sociedad traspasaría a otra todo su patrimonio activo y pasivo a otra, pagando a la sociedad que cede sus activos y pasivos o a sus socios un precio en dinero que la primera ha conseguido mediante la financiación de terceros. ¿Qué hacemos entonces?

La respuesta no es clara y existen posturas doctrinales enfrentadas. Así, una parte de la doctrina, encabezada por VICENT CHULIÁ, considera que el mayor obstáculo para que la figura pueda utilizarse como alternativa a la fusión apalancada en la práctica de LBOs es la imposibilidad de acoger la operación al régimen de neutralidad fiscal previsto por el Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades²⁸⁹.

Ahora bien, que fiscalmente no sea una opción eficiente, no significa que mercantilmente no se pueda aplicar la figura. En este sentido, creemos con el resto de la doctrina, que el art. 35 de la LME podría aplicarse por analogía a los supuestos de cesión global toda vez que (i) parece que la laguna legislativa no es voluntad expresa del legislador, sino un mero despiste al regular una figura novedosa, (ii) el art. 35 de la LME no es una norma prohibitiva y (iii) la identidad de razón entre la fusión y la cesión global en estos supuestos es evidente²⁹⁰.

5.7. La fusión apalancada y el concurso de acreedores.

Finalmente, conviene que hagamos una breve mención a cómo un concurso de acreedores puede afectar a una fusión apalancada.

Como hemos visto, parece claro que la prohibición de asistencia financiera, además de proteger los intereses de los socios y acreedores, también tiene por objeto proteger el patrimonio social y la correspondiente preservación de la solvencia de la sociedad²⁹¹.

Notario del Siglo XXI, número 28, noviembre-diciembre de 2009. http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2043&seccion_ver=0).

²⁸⁹ VICENT CHULIÁ, F., “Ley de Modificaciones...”, *op. cit.*

²⁹⁰ ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

²⁹¹ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 219.

Y es que la solvencia de la sociedad no es una cuestión baladí. En efecto, el gran riesgo de una adquisición apalancada y su subsiguiente fusión es que esta concatenación de operaciones puede perjudicar seriamente la situación financiera de la sociedad resultante de la fusión pudiendo suponer incluso un concurso de acreedores como consecuencia de la insolvencia sobrevenida de la sociedad²⁹². De ahí que muchos hayan parodiado el acrónimo LBO redenominándolo como *Large Bankruptcy Opportunity*²⁹³.

En pura lógica, en el momento en el que la Sociedad *Target* sea incapaz de generar los flujos de caja necesarios para atender el servicio de la deuda contraída para adquirir la propia Sociedad *Target* y garantizada con las acciones o participaciones de la misma, así como con sus principales activos, devendrán las dificultades financieras de la sociedad y, como señalan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y FERNÁNDEZ TORRES, “no podrá descartarse la posibilidad de concurso (voluntario) si la sociedad llega a encontrarse en situación de insolvencia”²⁹⁴.

Llegado ese caso, es necesario conocer como conjugar la normativa concursal con todas las implicaciones económico-financieras que supone una operación de LBO, debiendo tener en todo momento presente las dos principales dificultades que con toda seguridad surgirán, a saber: de una parte, el riesgo potencial de considerar la fusión como un acto perjudicial para la masa, debiendo entonces ponderarse si la fusión debe ser rescindida o no; y de otra parte, el choque entre la normativa concursal en materia de clasificación de créditos y la prelación de cobros pactada entre las entidades financiadoras del

²⁹² JIN, L. y WANG, F., “Leveraged Buyouts: Inception, Evolution, and Future Trends”, *Perspectives*, Vol. 3, número 6, Overseas Young Chinese Forum, 2002. http://www.oycf.org/oycfold/httpdocs/Perspectives/18_093002/Leveraged_Buyouts.htm; y SILVESTRI, M. “The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: a Law and Economics Perspective”, *European Business Organization Law Review*, Vol. 6, número 1, 2005, págs. 101 a 147.

²⁹³ PENN, J.D., “Why LBOs Are <<Large Bankruptcy Opportunities>>”, *Financier Worldwide*, 30 de marzo de 2009. <http://www.financierworldwide.com/article.php?id=3713>

²⁹⁴ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, pág. 36; y CERDÁ ALBERO, F., “Leveraged buy-out y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo” en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006, págs. 301 a 336.

LBO en los contratos de financiación, en general, y en el acuerdo entre acreedores, en particular.

Empezando por la primera de las dificultades mencionadas, lo primero que debemos saber es que no es una cuestión pacífica en nuestra doctrina.

Así, para un parte de la doctrina²⁹⁵, iniciado el concurso no habría problema en atacar la fusión ya ejecutada sobre la base del art. 71.1 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal (en adelante, la “LC”), a cuyo tenor “*declarado el concurso, serán rescindibles los actos perjudiciales para la masa activa realizados por el deudor dentro de los dos años anteriores a la fecha de la declaración, aunque no hubiere existido intención fraudulenta*”.

En efecto, en una primera aproximación no habría inconveniente en entender que la operación de fusión apalancada no pueda ser rescindida si fuera perjudicial para la masa. Y a estos efectos, el perjuicio para el patrimonio del deudor se acreditaría cuando la administración concursal prueba que la masa activa hubiera tenido mayor valor si no se hubiera producido el acto que se pretende impugnar.

Otra parte de la doctrina con la que nos identificamos, reconociendo que el anterior planteamiento es jurídicamente defendible, considera, sin embargo, que algunos preceptos de la LME nos hacen poner en tela de juicio la posibilidad de impugnar una fusión tras su inscripción²⁹⁶.

En efecto, el art. 47 de la LME en sus apartados 1 y 2 protege claramente la fusión frente a posibles ataques posteriores. Así, en el apartado 1 se refleja claramente que ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de la

²⁹⁵ VARGAS BENJUMEA, I., *La acción de reintegración concursal*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.

²⁹⁶ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, págs. 36 a 41; ANDREU MARTÍ, M^a.M., *La nulidad de la fusión de sociedades*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002, pág. 129; y ESTEBAN RAMOS, L.M., “Los acreedores sociales en la amortización de acciones rescatables”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 109, 2008, págs. 221 a 254.

LME²⁹⁷, quedando a salvo, en su caso, y como es lógico, los derechos de los socios y de los terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios causados.

Y en el apartado 2 regula un plazo muy breve para impugnar la fusión, al señalar que el plazo para el ejercicio de la acción de impugnación caduca a los tres meses, contados desde la fecha en que la fusión fuera oponible a quien invoca la nulidad.

Pero es que además, coincidimos nuevamente con SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y FERNÁNDEZ TORRES, cuando indican que *“el resultado a que llevaría la aplicación del art. 71 de la LC parece, cuando menos, desafortunado, no solo por lo difícil que puede resultar su materialización sino por la inseguridad jurídica que puede generar. Las consecuencias que derivarían del éxito de una eventual impugnación de la fusión apalancada resultarían graves. En efecto, del análisis del art. 73 de la LC se deduce que podrían declararse ineficaces alguno o varios de los pagos recibidos en concepto de precio, que deberían ser reintegrados por los vendedores a la masa activa (con sus frutos e intereses). Especialmente complejas resultarían las consecuencias de una declaración de nulidad de toda la operación de LBO: por un lado, los vendedores, recuperarían la titularidad de la target; por otro, la fusión de esta con la sociedad <<vehículo>> (newco) habría de deshacerse por formar parte de una operación ilegal y nula lo que supondría la reactivación o reaparición en el tráfico jurídico de una sociedad extinguida, además de tener que proceder a la reintegración o reasignación del patrimonio transmitido por la extinta a la sociedad absorbente. Es más, los vendedores como socios de la sociedad target, además de restituir el precio percibido con base sobre la LBO, pasarían a ser acreedores subordinados de la target concursada, de concurrir en ellos las circunstancias legalmente establecidas ex art. 73 de la LC.*

Lo expuesto permite reclamar soluciones legales a los problemas que pueden plantear los LBO. Aún cuando la literalidad del art. 71 de la LC permite la rescisión de las fusiones apalancadas en tanto fueran perjudiciales para la

²⁹⁷ Así, la LME en aras de la seguridad jurídica convierte al Registro en este caso en un Jordán purificador, admitiendo la regularización *ex post* de la fusión, salvo que no se hubieran cumplido los requisitos exigidos por la propia LME.

*masa, lo cierto es que las consecuencias que podrían derivar de una impugnación exitosa (y la imposibilidad del restablecimiento del status quo anterior), así como las garantías con que previamente se ha desarrollado un proceso de fusión (en cuanto a información y posibilidad de oponerse los propios acreedores a la operación) hacen difícil, si no imposible, que pueda ejercitarse una acción de rescisión sobre la base de un perjuicio que inicialmente no se aprecia (al no mediar oposición). La viabilidad de esta acción se compadece mal con lo dispuesto en algún apartado del art. 47 LME, en relación con la impugnación de la fusión*²⁹⁸.

Por lo que se refiere a la segunda de las dificultades que se plantearán, es decir, el choque entre la normativa concursal en materia de clasificación de créditos y la prelación de cobros pactada entre las entidades financiadoras del LBO en los contratos de financiación, en general, y en el acuerdo entre acreedores, en particular, conviene tener presentes las siguientes cuestiones:

- (i) En primer lugar, y como cuestión previa, se ha de tener en cuenta que por aplicación de lo previsto en el primer párrafo del art. 61.2 de la LC, no cabe incluir la declaración de concurso como supuesto de vencimiento anticipado de los contratos de financiación puesto que tal cláusula sería nula.
- (ii) En segundo lugar, en una operación de LBO conviven distintos instrumentos de financiación (deuda *senior*, deuda *second lien* y deuda *mezzanine*, entre otras). En estos casos, es frecuente que entre los distintos instrumentos se establezca una jerarquía u orden de prioridad, principalmente en términos de cobro y en términos de garantías.

Esta jerarquía se formalizará mediante la firma de un contrato entre acreedores en el que se regulará el orden de cobro y el proceso para la ejecución de las garantías.

Ahora bien, es importante tener en cuenta que este orden jerárquico tiene carácter exclusivamente contractual y, por tanto, (i) únicamente vincula a los acreedores que son parte del contrato entre acreedores y (ii) no afecta

²⁹⁸ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I., *op. cit.*, págs. 40 y 41.

a la calificación de los créditos como ordinarios, privilegiados (con privilegio general o especial) o subordinados en un contexto concursal, calificación que se realizará de acuerdo con la legislación concursal.

Esto tiene una gran trascendencia debido a que se pueden producir situaciones no deseadas para algunas de las entidades financiadoras. Por ejemplo, sabemos que en virtud del art. 91.7 de la LC son créditos con privilegio general los créditos de que fuera titular el acreedor a instancia del cual se hubiere declarado el concurso y que no tuvieren el carácter de subordinados, hasta el 50% de su importe. Pues bien, podría ocurrir que un acreedor *mezzanine* instara el concurso, convirtiendo el 50% de su crédito en privilegiado y de mejor rango que el del acreedor *senior*.

Por ello, y a fin de evitar esto, en los contratos de financiación del LBO, así como en el acuerdo entre acreedores se pactará que sea el acreedor *senior* quien presente la declaración de concurso. Asimismo, y con la misma finalidad, en el contrato entre acreedores se pactarán unas reglas de reparto posterior de los fondos obtenidos en el concurso a fin de que se respete el orden jerárquico establecido contractualmente.

PARTE SEGUNDA:

**EL SISTEMA CONTRACTUAL DE LAS
ADQUISICIONES APALANCADAS DE EMPRESAS.**

CAPÍTULO PRIMERO: LOS ACUERDOS PRELIMINARES Y LA DOCUMENTACIÓN PRECONTRACTUAL EN EL CONTEXTO DE UN LBO.

1. Planteamiento.

Una de las materias más fascinantes de estudio dentro de la teoría general de los contratos es, sin duda alguna, la fase previa a la conclusión de los mismos, es decir, la fase precontractual.

Esta fase abarca desde los meros tratos o conversaciones preliminares, cuya ruptura no generará, habitualmente, responsabilidad alguna, hasta la conclusión de precontratos, cuyo incumplimiento sí que derivará en responsabilidad que habrá de graduarse en función de las cláusulas y pactos vinculantes que allí se hayan pactado.

La utilidad práctica de los precontratos está fuera de toda duda, dado que prestan a los contratantes un servicio que no podrían conseguir de otro modo.

En efecto, como señala LACRUZ *“por muy diversas razones pueden estos desear quedar en algún modo vinculados y, a la vez, que no se produzcan los efectos del contrato desde el momento en que estipulan sus condiciones esenciales, y sí desde otro posterior. A tal fin, convienen que el negocio no exista aún, para lo cual no valdría aplazar su nacimiento hasta un día determinado (entonces, el contrato preexistiría a pesar de todo y sería condicional o a plazo), sino precisamente hasta aquel momento en que las partes declaren su voluntad concorde (en su caso, suplida la de una de ellas por el juez) de contratar”*²⁹⁹.

Al ser tan beneficiosas estas figuras precontractuales, poco a poco han ido encontrando acomodo en la conclusión de operaciones mercantiles tan complejas como los procesos de fusión de sociedades o, como se tratará en

²⁹⁹ LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho Civil*, Volumen II-1, Dykinson, Madrid, 2000, pág. 388.

este capítulo, en los procedimientos de adquisiciones apalancadas de empresas³⁰⁰.

En línea con lo señalado por MARTÍ MOYA³⁰¹, a pesar de que la efectiva conclusión de una operación de adquisición de empresa reposa sobre las bases de la autonomía de la voluntad, los ingentes gastos que suponen la documentación y seguimiento de las negociaciones para las sociedades, imponen cada vez mayor diligencia en la negociación y la previsión de eventuales interrupciones de la misma. La práctica de reglamentar previamente el transcurso de las negociaciones, importada del ámbito anglosajón, se va abriendo camino en la práctica jurídica continental a través de documentos tales como los protocolos, los memoranda, las cartas de intenciones o *letters of intent* y los acuerdos de intenciones.

Por ello, creemos de gran interés su análisis detallado. En este sentido, el presente capítulo tiene por objeto analizar el régimen jurídico de los acuerdos preliminares y la documentación precontractual en las adquisiciones apalancadas de empresas. Para ello, se estudiarán fundamentalmente las siguientes cuestiones: (i) las distintas figuras precontractuales recogidas por nuestro ordenamiento, desde los tratos preliminares, pasando por el precontrato, la promesa de compra o venta y la opción de compra; y (ii) la figura de las cartas de intenciones y sus distintas modalidades en el seno de un procedimiento de adquisición de empresas, discerniendo si es posible encuadrarlas dentro de alguna de las figuras precontractuales anteriores.

2. Análisis genérico de las distintas figuras precontractuales.

2.1. Los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual.

Señala el profesor LASARTE que *“en determinados casos, el paradigma formativo de oferta y aceptación suele verse precedido en la práctica de una*

³⁰⁰ Como ya hemos visto al hablar del proceso típico de un LBO, tanto en el procedimiento *one-to-one* como en el de subasta privada, se hace uso de las figuras de los tratos preliminares y los acuerdos precontractuales.

³⁰¹ MARTÍ MOYA, V., “La configuración de los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual en los procedimientos de fusión de sociedades”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 3 de 2007, págs. 16 y 17.

*serie de conversaciones, trueque de información, adelanto de condiciones contractuales no cerradas... que se conocen con el nombre de tratos preliminares". Así, "su propio nombre indica que tales tratos no suponen la fijación definitiva de una oferta contractual, sino la realización de actos preparatorios de un (eventual e hipotético) contrato que, a la postre, puede llegar a celebrarse o no"*³⁰².

En efecto, si bien es cierto que generalmente los contratos se concluyen a través de relaciones sencillas entre los contratantes, en ocasiones, la singular importancia y complejidad de determinados contratos requieren que previamente a su firma se desarrollen por los contratantes unas conversaciones o tratos preliminares o preparatorios de la convención, que serán más o menos complicados y prolongados en el tiempo en función de las citadas importancia y complejidad de los mismos³⁰³.

Los tratos preliminares pueden iniciarse de distintas formas. Por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de octubre de 1980 considera que los mismos comienzan en múltiples ocasiones cuando se hace una oferta precisa y definitiva para contratar a la otra parte, quien, no obstante, no la acepta inmediatamente pero reacciona entablando unas conversaciones o tratos encaminados a concluir eventualmente la estipulación. En otras ocasiones, sin embargo, estos tratos no nacen de una oferta contractual firme, sino de sondeos o indicaciones sobre las posibles ventajas o la oportunidad de alguna estipulación³⁰⁴.

Como vemos, resulta evidente que no hay reglas generales a la hora de determinar cuál es el ámbito propio de los tratos preliminares, debiendo analizar caso a caso si los mismos serán necesarios para concluir con éxito el contrato deseado³⁰⁵.

³⁰² LASARTE ÁLVAREZ, C., *Principios de Derecho Civil*, Volumen 3, Trivium, Madrid, 1999, pág. 65.

³⁰³ LACRUZ BERDEJO, J.L., *op. cit.*, págs. 384 y 385.

³⁰⁴ LACRUZ BERDEJO, J.L., *op. cit.*, pág. 385.

³⁰⁵ En este sentido se manifiesta LASARTE al resaltar que el ámbito propio de los tratos preliminares es una cuestión de carácter básicamente casuístico pues *"un mismo tipo de contrato y una operación económica de similar entidad puede dar lugar a la existencia de tratos*

Ello unido al hecho de que la figura de los tratos preliminares no es recogida expresamente por nuestro ordenamiento jurídico (el CC no hace mención alguna a los mismos) nos lleva a concluir con MARTÍ MOYA la dificultad existente a la hora de configurar el régimen jurídico de esta fase de formación de la voluntad, precontractual o preliminar³⁰⁶, habiéndose llegado a afirmar que resulta difícil encontrar en el área contractual un tema tan sorprendente en cuanto a sus consecuencias legales que el atingente a los tratos preliminares³⁰⁷ y no solo por la doctrina patria sino también por la extranjera.

Por ejemplo, ROZÈS ha llegado a señalar que *“les situations à l’orée du contrat présentent un grand flou juridique; la terminologie reste incertaine (...), elle se double d’une incertitude conceptuelle”*³⁰⁸; MAZEAUD y MOUSSERON, por su parte, llegaron a calificar los tratos preliminares como un *“no man’s land jurídico”*³⁰⁹ y HÖLTERS como una *“eigene Marschroute durch die Verhandlungsführung absteckt, fällt es dennoch schwer, generell gültige Regeln für jede Art von Partei (...)”*³¹⁰.

Ahora bien, que no se encuentren recogidos por el ordenamiento jurídico y que, en consecuencia, sea complicado determinar su régimen jurídico, no significa que esta figura no sea importante para el Derecho, pues, como señala LASARTE, los tratos preliminares pueden (i) no solo coadyuvar a la interpretación del contrato sino que también, en determinados casos de ruptura

preliminares o, por el contrario, excluirlas, pues en definitiva depende de las circunstancias de hecho y, en particular, de la urgencia o no que –a juicio de ambas partes o de una de ellas– exista en la celebración del contrato. Por lo común, los tratos preliminares brillan por su ausencia en los contratos instantáneos, en los actos contractuales en masa y sometidos a condiciones generales, en la mayor parte de los contratos normativos y, en general, en todos aquellos supuestos en que (por la circunstancia que sea) el contenido del contrato se encuentra virtualmente predeterminado y deja escaso margen de negociación”. (LASARTE ÁLVAREZ, C., *op. cit.*, pág. 65).

³⁰⁶ MARTÍ MOYA, V., *op. cit.*, pág. 16.

³⁰⁷ ESPIAU ESPIAU, S., VAQUER ALOY, A., VIGURI PEREA, A., *Bases de un Derecho Contractual Europeo. Bases of a European Contract Law*, extraído de www.tirantonline.com/action/tol?tplt=init.

³⁰⁸ ROZÈS, L., “Les avant-contrats. Projets et accords de principe”, *RTDComm*, 1998, pág. 501.

³⁰⁹ Definición de MAZEAUD, J., reevocada por MOUSSERON, P., “Conduite des négociations contractuelles et responsabilité civile délictuelle”, *RTDComm*. 1998, pág. 244, nota 1.

³¹⁰ HÖLTERS, W., *Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs*, 4. Aufl., Otto Schmidt, Köln, 1996, pág. 46.

pueden (ii) dar origen a responsabilidad calificada como responsabilidad precontractual³¹¹.

En efecto, en el primero de los casos, los tratos preliminares pueden tener trascendencia respecto del contrato luego celebrado, tanto en lo que refiere a su interpretación, como incluso, tal y como ha señalado ALONSO PÉREZ³¹², respecto de la integración de la regulación contractual a través de la buena fe recogida en el art. 1258 del CC.

Por lo que se refiere al segundo de los casos, si bien ha de considerarse que, en principio, la finalización y ruptura de los tratos preliminares no implican consecuencia alguna y, de este modo, no suponen el nacimiento de responsabilidad. Sin embargo, la ruptura injustificada de tratos preliminares conculcando el principio de buena fe (que debe presidir el ejercicio de cualquier derecho al amparo del art. 7.1 del CC y que se considera indispensable para que los tratos puedan iniciarse y continuar adecuadamente) dará lugar a la responsabilidad precontractual o culpa *in contrahendo* de la que hablaba IHERING³¹³.

Para hacer valer esa responsabilidad, no solo se dispone del art. 7 del CC. En efecto, como ha señalado unánimemente la doctrina, nuestro CC ofrece otros mecanismos complementarios a fin de evitar que dichos comportamientos queden impunes. Así, puede hacerse uso del art. 1902 del CC, pilar básico de la responsabilidad extracontractual y en cuya virtud “*el que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado*”.

Pero esto no es todo, pues algunos autores consideran que la ruptura injustificada de los tratos preliminares puede derivar incluso en responsabilidad

³¹¹ LASARTE ÁLVAREZ, C., *op. cit.*, pág. 65.

³¹² ALONSO PÉREZ, M., “La responsabilidad precontractual”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1971, págs. 859 y siguientes.

³¹³ A pesar de que algunos autores (LASARTE y ALONSO PÉREZ) consideran que hay que distinguir la responsabilidad precontractual de la noción de culpa *in contrahendo*, nosotros creemos con LACRUZ que se trata de la misma figura, a saber, se trata de determinar si la conducta incorrecta o maliciosa de las personas que mantienen estos tratos preliminares a la contratación puede dar lugar a algún tipo de responsabilidad.

contractual. Así, ASÚA³¹⁴, si bien estima en principio que a la responsabilidad precontractual podría ser aplicable sin dificultad al art. 1902 del CC, configurándose la ilicitud de la conducta por violación de las obligaciones impuestas por la buena fe en sentido objetivo, matiza esa conclusión y admite que también puede haber argumentos para defender el recurso a las normas que regulan la responsabilidad contractual (arts. 1101 y siguientes del CC).

Como indica LACRUZ³¹⁵, la jurisprudencia ha sido vacilante al tratar esta cuestión y no siempre acorde entre las Salas 1ª y 6ª del Alto Tribunal. Así, la Sentencia de la Sala 1ª de 16 de mayo de 1988, referente a ruptura de tratos preliminares califica como extracontractual la responsabilidad *in contrahendo*. Sin embargo, la Sentencia de 26 de octubre de 1981 relativa a la anulación de una compraventa por dolo *in contrahendo* sigue la línea contractual, igual que las Sentencias de la Sala 6ª de 16 de diciembre de 1976, 2 de mayo de 1984 y 30 de octubre de 1988.

2.2. El precontrato, contrato preliminar o preparatorio en general.

A. Concepto y naturaleza.

Señalan DÍEZ-PICAZO y GULLÓN que “*en la formación del contrato, y entre los tratos preliminares y el contrato definitivo, se suele incrustar a veces la figura del precontrato o promesa de contrato, sobre cuya naturaleza o esencia jurídica existen distintas doctrinas*”³¹⁶.

Lo cierto es que el contrato preparatorio, preliminar, *pactum de contrahendo*, promesa de contrato o precontrato, que por todos estos y algún nombre más es conocido, es una de las figuras más oscuras y controvertidas de nuestro Derecho, ya que no solo se discute su esencia y alcance, sino que no falta quien pone en tela de juicio su existencia como categoría jurídica admisible.

³¹⁴ ASÚA GONZÁLEZ, C., *La culpa in contrahendo*, Universidad del País Vasco. Servicio Editorial, Bilbao, 1989.

³¹⁵ LACRUZ BERDEJO, J.L., *op. cit.*, pág. 386.

³¹⁶ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Sistema de Derecho Civil*, Volumen II, Tecnos, Madrid, 2003, pág. 68.

Una idea del maremágnum que el mismo constituye nos la dará una somera exposición de las más importantes teorías sobre su concepto y naturaleza basada en los estudios del profesor CASTÁN³¹⁷:

- (i) Según la teoría clásica, defendida, entre otros, por SÁNCHEZ ROMÁN, VALVERDE, DE DIEGO, PUIG PEÑA y el propio CASTÁN, el precontrato sería un contrato preparatorio con entidad científica propia distinta del contrato final, pudiendo definirse como la convención por la que dos o más personas se comprometen a hacer efectiva en tiempo futuro la conclusión de un determinado contrato que por el momento no se quiere o no se puede hacer efectivo.
- (ii) La tesis negativa sostenida, entre otros, por ALGUER³¹⁸, niega y critica el precontrato afirmando:
 - a) Que carece de justificación, siendo un inútil y superfluo rodeo, pues en la práctica lleva al mismo resultado a que conduce el contrato principal del que en rigor tendría que ser meramente preparatorio.
 - b) Que el segundo contrato no es tal, sino que se trataría de un simple acto debido.
 - c) Que es incoercible, en cuanto que obligación de hacer, el deber de contratar asumido por una o ambas partes.
 - d) Que si se admitiese la incoercibilidad del consentimiento, si una de las partes se negase a realizar el contrato definitivo se dejaba el cumplimiento al arbitrio de una de las partes, siendo pues nulo el precontrato (arts. 1115 y 1256 del CC).
- (iii) La tesis intermedia propuesta por ROCA SASTRE³¹⁹, partiendo de las ideas de DEGENKOLB, considera que en el precontrato las partes solo

³¹⁷ CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo IV, Instituto Editorial Reus, Centro de Enseñanza y Publicaciones, S.A., Madrid, 1961, págs. 24 a 27.

³¹⁸ ALGUER, J., "Para la crítica del concepto de precontrato", *Revista de Derecho Privado*, años 1935 y 1936.

³¹⁹ ROCA SASTRE, R.M., "Contrato de promesa", en *Estudios de Derecho Privado*, Tomo I, Madrid, 1948, pág. 323.

sientan unas líneas básicas, contrayendo la obligación de desarrollarlas en el futuro, en el que no hay, pues, celebración de otro contrato nuevo, sino desenvolvimiento completo del contrato único que existe.

- (iv) Y finalmente, nos encontramos la teoría más aceptada actualmente por la doctrina y que fue elaborada por DE CASTRO. Para este autor el precontrato es una de las fases del *iter* contractual. Así, “*en la relación jurídica, que puede desembocar en la relación contractual definitiva, hay que distinguir dos momentos: 1º. Promesa de contrato, en la que se conviene el contrato proyectado y se crea la facultad de exigirlo, que funciona con cierta independencia, en cuanto tiene su propia causa; y 2º. La exigencia de cumplimiento de la promesa, que origina la vigencia del contrato que fuera proyectado*”. Siendo esto así, la promesa de contrato puede definirse como “*el convenio por el que las partes crean en favor de una de ellas (onerosa o gratuitamente), o de cada una de ellas, la facultad de exigir la eficacia inmediata (ex nunc) de un contrato por ellas proyectado*”³²⁰.

Con independencia de las anteriores teorías, lo que queda fuera de toda duda es la utilidad práctica del precontrato, ya que permite a las partes que por los motivos que sean no pueden celebrar de momento el contrato que les interesa, asegurar que este va a celebrarse en un tiempo posterior y más oportuno.

Su reconocimiento por el ordenamiento jurídico ha de quedar también fuera de duda pues (i) su obligatoriedad derivará de los principios generales del Derecho y, sobre todo, del principio de autonomía privada y libertad contractual recogida por el art. 1255 del CC; y (ii) nuestro Derecho positivo admite de modo expreso la promesa de venta o compra (art. 1451 del CC) y la promesa de prenda o hipoteca (art. 1862 del CC).

B. Requisitos del precontrato.

Los requisitos personales, reales y temporales del precontrato son los siguientes:

³²⁰ DE CASTRO, F., “La promesa de contrato (algunas notas para su estudio)”, en *ADC*, 1950, pág. 1.131.

- (i) Tener la capacidad que en concreto se exija para realizar el contrato definitivo³²¹.
- (ii) El objeto del contrato preliminar consiste en la posterior realización de un contrato, por lo que este ha de ser lícito, posible y ha de estar determinado, al menos en los requisitos necesarios para su validez.
- (iii) Fijación de un plazo para celebrar el contrato definitivo, pues no pueden estar las partes vinculadas indefinidamente. Si el plazo no se fija quedará al arbitrio de los Tribunales (art. 1128 del CC).

C. Efectos.

De acuerdo con la doctrina clásica, el principal efecto del precontrato consistiría en generar a las partes la obligación de concluir en su día el contrato definitivo, no siendo posible pedir el cumplimiento forzoso de la promesa dado que la prestación del consentimiento para el contrato final es un hecho personalísimo e incoercible, solucionándose la negativa a cumplir la misma mediante el resarcimiento de los daños y perjuicios.

Esta idea en contra de la ejecución en forma específica fue recogida inicialmente por nuestra jurisprudencia (Sentencias del Tribunal Supremo de 9 de julio de 1940, de 31 de octubre de 1955, de 2 de mayo de 1959, de 19 de diciembre de 1963 y de 16 de octubre de 1965).

Sin embargo, la teoría hoy predominante defendida por DE CASTRO, al considerar al precontrato la primera etapa de un contrato de formación sucesiva, supone que en virtud de dicho precontrato se concede a las partes la facultad de exigir la puesta en funcionamiento del contrato proyectado para que este sea exigible y produzca sus efectos típicos. Y en el caso de que alguna de las partes se niegue a culminar el contrato entonces, de acuerdo con el art. 708 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil (en adelante, la

³²¹ La doctrina tradicional (CASTÁN) consideraba que bastaba únicamente la capacidad general para obligarse, esto es, la exigida para los contratos en general y no la particular para el contrato principal. Sin embargo, hoy día la doctrina mayoritaria (DE CASTRO, DíEZ-PICAZO, PUIG BRUTAU y ROMÁN GARCÍA) con mayor acierto exige la capacidad propia del contrato definitivo.

“LEC”), el Juez podrá suplir el consentimiento del obligado al estar determinados en el precontrato los elementos esenciales del negocio.

Entre las Sentencias del Tribunal Supremo que reconocen esta segunda teoría podemos señalar la de 2 de diciembre de 1955, la de 2 de mayo de 1959, las de 21 de febrero y 11 de noviembre de 1969, la de 28 de julio de 1976, las de 28 de mayo y 30 de diciembre de 1980, la de 25 de enero de 1982, la de 26 de octubre de 1984 y la de 8 de julio de 1993.

Finalmente, conviene tener presente que en caso de cumplimiento se plantea la polémica entre si los efectos se retrotraen al momento del precontrato, o si por el contrario se producen *ex nunc*.

Según CASTÁN, convertida la promesa en contrato definitivo, los efectos de este último no pueden ser retrotraídos al momento de la perfección de la promesa, ya que esta y el contrato definitivo son contratos distintos³²².

Sin embargo, este punto ha sido muy debatido. Por ejemplo, GIORGI hace referencia a varias opiniones contradictorias y juzga, por su parte, que la cuestión será de interpretación de voluntad de las partes, si bien la retroacción no podrá nunca perjudicar a los terceros que hayan adquirido derechos sobre las cosas objeto del contrato³²³.

2.3. La promesa de vender o comprar.

Nuestro CC regula especialmente dos clases de precontratos o promesas: la promesa de vender o comprar (art. 1451 del CC) y la de prenda o hipoteca (art. 1862 del CC). Nosotros nos vamos a centrar únicamente en la primera.

Según el art. 1451 del CC *"la promesa de vender o comprar, habiendo conformidad en la cosa y en el precio, dará derecho a los contratantes para reclamar recíprocamente el cumplimiento del contrato.*

³²² CASTÁN TOBEÑAS, J., *op. cit.*, pág. 36.

³²³ GIORGI, J., *Teoría de las obligaciones en el Derecho Moderno*, 2ª ed. española, Tomo II, Editorial Reus, S.A., Madrid, 1928, pág. 145.

Siempre que no pueda cumplirse la promesa de compra y venta, regirá para vendedor y comprador, según los casos, lo dispuesto acerca de las obligaciones y contratos en el presente libro".

El precepto citado plantea dos problemas fundamentales: en primer lugar, se plantea la duda de si la promesa de venta puede equipararse a la venta definitiva.

Ahora bien, para un esclarecimiento de la cuestión hemos de indicar que no toda promesa de venta plantea estas dudas pues, como señala CASTÁN³²⁴, cabe distinguir:

- (i) La promesa unilateral de vender o comprar no aceptada, que es una simple oferta sin efectos apreciables.
- (ii) La promesa unilateral de vender aceptada, o contrato de opción de compra al que luego nos referiremos.
- (iii) La promesa unilateral de comprar aceptada, figura extraña de escasa utilidad.
- (iv) La promesa bilateral aceptada de comprar y vender, que es a la que parece referirse el art. 1451 del CC, pese a que su tenor literal, como señalan DÍEZ-PICAZO y GULLÓN³²⁵, parece referirse a los unilaterales ya que habla de "*comprar o vender*". Esta promesa es la que plantea el problema que nos ocupa.

Respecto a este problema dos son las posturas que se han enfrentado:

- (i) La primera, defendida por MANRESA y MUCIUS SCAEVOLA, considera que la promesa de venta equivale plenamente a la compraventa y produce los mismos efectos que esta y muy especialmente la transmisión de la cosa.

³²⁴ CASTÁN TOBEÑAS, J., *op. cit.*, págs. 38 y 39.

³²⁵ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *op. cit.*, págs. 70 y 71.

(ii) La postura contraria (y mayoritaria entre nuestra doctrina) considera la promesa como un precontrato que producirá los efectos de esta figura, pero nunca podrá considerarse como una compraventa de presente ya perfeccionada. Así, lo ha refrendado la jurisprudencia mediante las Sentencias del Tribunal Supremo de 28 de marzo de 1944, 15 de marzo de 1945, 26 de octubre de 1946, 23 de mayo de 1952, 6 de marzo de 1954, 29 de octubre de 1955 y 25 de marzo de 1957 y, más recientemente, la Sentencia de 11 de noviembre de 1973 que señala los siguientes argumentos para negar la asimilación entre la promesa y el contrato de compraventa:

- a) Uno histórico, pues el principio del Código Civil francés de que la "*promesa de venta vale como venta*", no ha encontrado una reproducción en el actual art. 1451 del CC.
- b) Otro sistemático, ya que el art. 1451.2 del CC no se remite a las normas específicas de la compraventa sino a las generales de las obligaciones.

En segundo lugar, se plantea la duda de qué efectos se producen en caso de incumplimiento (esto es, si es posible el cumplimiento en forma específica).

Respecto de este problema, cabe decir que, admitida la naturaleza de la promesa de venta como un precontrato, se reproduce la polémica que ya hemos analizado en el epígrafe anterior de si en caso de incumplimiento cabe o no la ejecución forzosa.

A efectos de evitar repeticiones innecesarias, baste decir al respecto que si en un principio la jurisprudencia fue contraria a tal posibilidad, a partir de la Sentencia del Tribunal Supremo de 1 julio de 1950 se abrió una brecha en favor del cumplimiento en forma específica, tendencia esta que se ha ido consolidando a través de la jurisprudencia posterior tal y como ya vimos.

2.4. El contrato de opción.

A. Concepto y naturaleza jurídica.

Según DÍEZ-PICAZO y GULLÓN, por el contrato de opción una de las partes, concedente de la opción, atribuye a la otra, beneficiaria de la opción, un derecho que permite a esta última decidir, dentro de un determinado periodo de tiempo y unilateralmente, la celebración de un determinado contrato proyectado en sus elementos esenciales³²⁶.

En este mismo sentido se manifiestan las Sentencias del Tribunal Supremo de 14 de febrero de 1995 y 14 de febrero de 1997, al señalar que el concepto de opción (de compra) *“de construcción jurisprudencial, está perfectamente delimitado ya que consiste en conceder al optante la facultad exclusiva de prestar su consentimiento en el plazo contractualmente señalado a la oferta de venta, que por el primordial efecto de la opción es vinculante para el promitente, quien no puede retirarla durante el plazo aludido, y una vez ejercitada la opción oportunamente, se extingue y queda consumado y se perfecciona automáticamente el contrato de compraventa”*.

Por lo que se refiere a la naturaleza de la misma, la mayoría de los autores consideran el contrato de opción como una modalidad de precontrato, en concreto, una promesa unilateral de contrato.

Por otra parte, tanto doctrina como jurisprudencia diferencian entre el contrato de opción oneroso y el contrato de opción gratuito. Ahora bien, como señalan las Sentencias del Tribunal Supremo de 28 de mayo de 1976 y de 13 de noviembre de 1992, *“la circunstancia de que a la opción se le haya asignado un precio no tiene otra trascendencia jurídica que el convertir en bilateral y hacer oneroso el contrato de opción”*.

B. Regulación.

No existe una regulación general en nuestro Derecho del contrato de opción, si bien se ocupa del mismo a efectos registrales el art. 14 del Decreto de 14 de

³²⁶ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *op. cit.*, pág. 71.

febrero de 1947 por el que se aprueba el Reglamento Hipotecario (en adelante, el “RH”).

C. Requisitos.

A la hora de configurar la opción, se ha de cumplir con determinados requisitos, a saber:

- (i) En el contrato de opción no se exigen unos requisitos especiales de capacidad y forma por lo que habrá de estarse a las reglas generales al respecto.
- (ii) En todo caso habrá de estar determinado el contrato al que se opta, aceptada la opción y fijado un plazo.

Si se tratase de una opción inscribible habrá de respetarse lo dispuesto en el art. 14 del RH según el cual *“será inscribible el contrato de opción de compra o el pacto o estipulación expresa que lo determine en algún otro contrato inscribible, siempre que además de las circunstancias necesarias para la inscripción reúna las siguientes:*

- 1) *Convenio expreso de las partes para que se inscriba.*
- 2) *Precio estipulado para la adquisición de la finca y, en su caso, el que se hubiere convenido para conceder la opción.*
- 3) *Plazo para el ejercicio de la opción, que no podrá exceder de cuatro años.*

En el arriendo con opción de compra, la duración de la opción podrá alcanzar la totalidad del plazo de aquel, pero caducará necesariamente en caso de prórroga, tácita o legal, del contrato de arrendamiento”.

D. Efectos.

De manera resumida, puede señalarse que los efectos de este contrato son básicamente los siguientes:

- (i) Pendiente la opción, el concedente no puede realizar actos que frustren la efectividad del contrato y el optante, por su parte, está obligado a

satisfacer el precio de la opción si se hubiera pactado, teniendo derecho a ejercitar la opción manifestando su voluntad en tal sentido.

- (ii) Ejercitado el derecho de opción queda el contrato a que esta se refiera en estado de cumplimiento.

E. Naturaleza del derecho creado.

Un problema que se plantea es el de la naturaleza del derecho creado por el contrato de opción, pues para parte de la doctrina se trata de un derecho real ya que se permite su inscripción y para otra parte sigue siendo un derecho de crédito.

No es el propósito del presente trabajo debatir acerca de la naturaleza jurídica del derecho de opción. Por ello, baste señalar con CASTÁN³²⁷ que la doctrina actual considera que el derecho de opción puede tener carácter personal o real, según se haya constituido de uno u otro modo, en virtud de la soberana voluntad de las partes³²⁸.

F. Extinción.

Finalmente, la opción se extingue:

- (i) Por su ejercicio.
- (ii) Por resolución en caso de incumplimiento.
- (iii) Por el transcurso del plazo.
- (iv) Por las demás causas de extinción de las obligaciones.

³²⁷ CASTÁN TOBEÑAS, J., *op. cit.*, pág. 52.

³²⁸ En este mismo sentido se manifiesta ROCA SASTRE, R.M., "El contrato de opción", en *op. cit.*, págs. 350 y siguientes y MEZQUITA, J.L., "El pacto de opción", en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1951, págs. 174 y siguientes.

3. Análisis específico de las cartas de intenciones.

3.1. Concepto e introducción de las distintas figuras que comprende.

Definir de manera uniforme las cartas de intenciones resulta, hoy en día, tarea ciertamente ardua, pues ni doctrina ni jurisprudencia se ponen de acuerdo acerca de cuál debe ser el contenido básico de las mismas, ni de cuáles han de ser sus efectos típicos.

De ahí que el profesor FARNSWORTH, haya llegado a señalar que *“las cartas de intenciones pueden ser, en ocasiones, tan complicadas que justifiquen el hecho de que hayan llegado a definirse como un auténtico invento del diablo que debería evitarse a toda costa”*³²⁹.

Esto se debe principalmente a que se trata de una figura contractual de origen anglosajón, distinta de las figuras precontractuales que acabamos de estudiar, que se ha ido incorporando paulatinamente en nuestro ordenamiento jurídico como consecuencia de la globalización e internacionalización de los negocios y de su uso reiterado por los operadores económicos en las negociaciones previas al cierre de las operaciones de una cierta trascendencia económica, en general, y en las adquisiciones de empresas, en particular.

Por ende, se trata de una figura extraña, atípica y ajena a nuestro sistema contractual que, sin embargo, tiene cabida en el mismo sobre la base de la libertad contractual de las partes contenida en el art. 1255 del CC.

Por otra parte, se ha de tener presente que la falta de regulación de las cartas de intenciones ha provocado que parte de la doctrina considere que el concepto “carta de intenciones” sea sinónimo de otras figuras como los *memoranda of understanding* o los acuerdos de intenciones.

Así, para CARRASCO PERERA y RENTERÍA TAZO, en el contexto de la adquisición de una empresa, la carta de intenciones *“es un documento unilateral o bilateral en el que una o ambas partes de una negociación (i) declaran su compromiso/intención/deseo/oferta de comenzar o continuar una*

³²⁹ FARNSWORTH, A., “Precontractual liability and preliminary negotiations: Fair dealing and failed negotiations”, 87 Colum. Law Review, 217, 1987.

*negociación que acabe con un acuerdo definitivo de compra, (ii) fijan los eventuales pactos alcanzados hasta ahora, y establecen que la negociación futura deberá partir de los mismos, (iii) delimitan el conjunto de los puntos sobre los que se deberá alcanzar un acuerdo satisfactorio y, en su caso, adelantan una cifra aproximativa del precio a pagar por las acciones o los activos, y (iv) establecen reglas obligatorias de carácter temporal con objeto de ordenar el proceso de negociación futura*³³⁰.

Y en la nota a pie de página relativa a esta definición señalan que “*aunque el término al que se corresponde es el de letter of intent, en la praxis anglosajona se usan también otras expresiones equivalentes, como memorandum of understanding, principle’s agreement, heads of agreement, etc.*”³³¹.

Sin embargo, esta definición es muy amplia y, en nuestra opinión, únicamente *lato sensu* se podría considerar encuadradas todas estas figuras bajo la categoría genérica de “carta de intenciones”.

Por ello, creemos que es labor del jurista trazar las líneas divisorias entre las distintas figuras a pesar de que, como veremos, las mismas son en múltiples ocasiones difusas.

De este modo, en el presente epígrafe distinguiremos fundamentalmente tres figuras, a saber: las cartas de intenciones en sentido estricto, los *memoranda of understanding* y los acuerdos de intenciones.

En este mismo sentido se manifiesta LLODRÀ GRIMALT, al señalar que dentro de las figuras precontractuales, tanto en Derecho español como en Derecho anglosajón, puede distinguirse básicamente tres tipos: la carta de intenciones, el acuerdo de intenciones y el precontrato, destacando además que, al igual que ocurre aquí, en Derecho anglosajón de forma habitual suele emplearse un

³³⁰ CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., “Los tratos preliminares. Documentos precontractuales. Las cartas de intenciones. Los procesos de subasta”, en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y coordinada por I. ERLAIZ COTELO, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 218 y 219.

³³¹ CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., *op. cit.*, pág. 218.

único término, *letter of intent*, para designar a documentos que recojan cualquiera de estas figuras o una combinación de ellas³³².

En la misma línea, señala MARÍN NARROS que “es un hecho notorio que en la complejidad del tráfico jurídico actual el fenómeno contractual ha evolucionado superando los esquemas contractuales que anteriormente se utilizaban.

En efecto, el clásico esquema de la vida de los contratos dividida en generación, perfección y consumación no puede aplicarse a la mayoría de los contratos de cierta entidad que se celebran actualmente.

Los contratos actuales responden a una formación <<progresiva>> o <<sucesiva>> que es fruto de una pluralidad de actos. Dentro de esta pluralidad de actos se encuentran las letters of intent, los memoranda of understanding y los acuerdos de intenciones”³³³.

Sea como fuere, una cosa ha de quedar clara antes de analizar estas figuras en detalle: todas ellas tienen una finalidad común, a saber, cumplen una función primordial en el proceso negociador encaminado a adquirir una empresa, porque, por mínimo que sea su contenido, sirven para limitar los riesgos que se producirían en una negociación abierta y sin compromisos y sirven para vincular a las partes a un determinado curso de conducta futura, que no se quiere mantener libre de toda restricción³³⁴.

3.2. Letters of intent o cartas de intenciones en sentido estricto.

A. Concepto y características.

Lo primero que hay que tener presente a la hora de hablar de las *letters of intent* o cartas de intenciones en sentido estricto es que no existe una definición normativa de las mismas, debido a que son figuras atípicas no contempladas por nuestro ordenamiento jurídico.

³³² LLODRÀ GRIMALT, F., “Letter of intent, cartas de intenciones, precontrato”, en *Derecho de los negocios*, número 151, abril 2003, págs. 14 y siguientes.

³³³ MARÍN NARROS, H.D., “Concepción y eficacia de las letters of intent, los memoranda of understanding y los acuerdos de intenciones”, en la página web www.juridicas.com, febrero de 2009.

³³⁴ CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., *op. cit.*, pág. 224.

A ello hay que añadirle que la jurisprudencia, a pesar de diferenciar las cartas de intenciones de los contratos definitivos, de las ofertas y en ocasiones de los precontratos, tampoco ha proporcionado un concepto unívoco de la carta de intenciones.

Para LLODRÀ GRIMALT, las cartas de intenciones son “*invitaciones a contratar*” no susceptibles de aceptación³³⁵.

De este modo, no se trataría de ofertas, sino de declaraciones de voluntad unilaterales, plasmadas generalmente en forma epistolar³³⁶, destinadas a que otros formulen ofertas o a iniciar negociaciones.

En idéntico sentido parece manifestarse PUIG BRUTAU al considerar la carta de intenciones como una “*invitación a presentar ofertas*” o una “*oferta con cláusulas sin compromiso*”³³⁷.

Sin embargo, la doctrina no es unánime en este aspecto. Por ejemplo, para LOBATO DE BLAS³³⁸, CARBONNIER O GORLA la carta de intenciones ha de ser considerada una “*oferta simple*”, que se distinguiría de la “*oferta vinculante*” en dos matices, a saber:

- (i) La oferta simple no contiene todos los elementos del futuro contrato, por lo que no puede ser objeto de aceptación.
- (ii) La intención de la oferta vinculante es de contratar, mientras que la voluntad de la oferta simple consiste en iniciar la negociación o ánimo de tratar, en vez de ánimo de contratar.

En cualquier caso, como indica MARÍN NARROS “*todos los autores parecen coincidir en que las letters of intent o cartas de intenciones son documentos*

³³⁵ LLODRÀ GRIMALT, F., *op. cit.*, pág. 15.

³³⁶ Como acertadamente señalan CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., “*la forma epistolar no solo permite mayor plasticidad expresiva sino que destaca con especial énfasis que el declarante no está incurriendo en ningún compromiso en firme*”. (CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., *op. cit.*, pág. 221).

³³⁷ PUIG BRUTAU, J., *Compendio de Derecho Civil*, V, II, Bosch, Barcelona, 1997, págs. 217 y 218.

³³⁸ LOBATO DE BLAS, J., “Consideraciones sobre el concepto de tratos preliminares”, *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*, número 6, diciembre de 1976, págs. 564 a 566.

que recogen una invitación a contratar. Por consiguiente, son actos previos a los tratos preliminares, cuya única finalidad es plasmar esa voluntad de tratar. Consecuentemente, sus rasgos característicos son por un lado la intención de una de las partes de tratar, y no de vincularse; y por otro que este documento no contenga todos los elementos del contrato que se pretende celebrar”.

De este modo, continúa MARÍN NARROS, “*parece acertada la posición doctrinal descrita de estimar que hay una figura previa a los tratos preliminares, cuya única finalidad es el inicio de los mismos*” debiendo postularse un concepto de carta de intenciones “*con las siguientes características:*

1) *Es un documento privado que no recoge una voluntad de contratar ni de vincularse por parte de quien lo emite.*

2) *Constituye una manifestación unilateral de querer iniciar unas negociaciones, en la que se describe el tipo de contrato proyectado, y en algunos casos, determinados aspectos suyos, como su objeto o plazo de inicio. Pero las letters of intent no precisan más aspectos del futuro contrato, porque estos deberán ser negociados. A veces las letters of intent pueden contener la aceptación del destinatario, constituyendo el inicio de los tratos preliminares.*

3) *Es una figura autónoma del contrato proyectado que tiene sus propios efectos*³³⁹.

Por otra parte, no cabe ninguna duda de la existencia de las invitaciones a contratar o negociar en nuestro tráfico jurídico, siendo cada vez más frecuente hacer uso de las mismas para comenzar un proceso negociador.

El ejemplo más claro de este fenómeno se encuentra, como no podía ser de otra forma, en las adquisiciones apalancadas de empresas tanto en el procedimiento *one-to-one* como en los procedimientos de subasta privada o *beauty contest*.

³³⁹ MARÍN NARROS, H.D., *op. cit.*

En efecto, la complejidad que supone llegar a materializar la compraventa de una empresa o grupo de empresas obliga hoy en día a utilizar la figura de la carta de intenciones pues:

- (i) Mediante la misma se demostrará la clara intencionalidad de iniciar una negociación que podrá o no terminar con la formalización del acuerdo o contrato definitivo.
- (ii) La carta se hace precisa cuando el proceso negociador requiere una serie de consentimientos que se han de producir de modo consecutivo, y cuya concurrencia no se garantiza con la existencia de un proceso negociador ya en curso³⁴⁰.

B. Eficacia.

De lo expuesto hasta ahora, se puede deducir lo siguiente respecto de las cartas de intenciones:

- (i) Son declaraciones unilaterales plasmadas generalmente en forma epistolar que persiguen la manifestación de voluntad de las otras partes de comenzar las negociaciones.
- (ii) La aceptación de las mismas implicaría, no solo el comienzo de los tratos preliminares, sino que, además, nacería para las partes la obligación de negociar de buena fe, eso sí, sin verse limitada en absoluto su libertad contractual.

Por ende, se trata de unas manifestaciones de negociar vagas, sin carácter vinculante, con un alto grado de indeterminación, que normalmente solo detallarán las partes y el objeto de la negociación que se va a iniciar.

De este modo, y al carecer del mencionado carácter vinculante, resulta ciertamente complicado que de las cartas de intenciones pueda derivarse responsabilidad precontractual o culpa *in contrahendo*, dado que difícilmente concurrirían las condiciones que reclama la jurisprudencia, a saber: una

³⁴⁰ CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., *op. cit.*, pág. 225.

legítima expectativa, una ruptura injustificada de las negociaciones, un daño efectivo y una relación de causalidad con la ruptura de las negociaciones³⁴¹.

3.3. Memoranda of understanding.

A. Concepto y características.

Hacer uso de los *memoranda of understanding* también es frecuente a la hora de proceder a adquirir una empresa o grupo de empresas.

Al igual que ocurre con la carta de intenciones, no existe una definición normativa ni jurisprudencial del *memorandum of understanding*, debido a que se trata de una figura atípica no contemplada por nuestro ordenamiento jurídico que se ha ido introduciendo poco a poco en el tráfico jurídico con base en el art. 1255 del CC.

Podemos definirlos como aquellos documentos bilaterales en los que se plasman documentalmente los acuerdos parciales sobre el contrato proyectado que se han ido alcanzando por las partes durante la negociación, y que tienen por finalidad acreditar el estado de las negociaciones³⁴² de cara a un potencial conflicto o una posible reclamación, y permitir avanzar en la negociación partiendo de unos términos ya consensuados sobre los que en principio no se requiere más negociación.

De este modo, nos encontraríamos ante unos tratos preliminares que no obligan a la celebración del contrato proyectado, permitiéndose a las partes abandonar la contratación³⁴³, y que, de por sí, no generan ningún tipo de responsabilidad para las partes.

³⁴¹ Véanse al respecto la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de junio de 1999, la Sentencia del Tribunal Supremo de 26 de febrero de 1994 y la Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de abril de 1999, entre otras muchas.

³⁴² De manera similar, ALONSO PÉREZ señala que “*el documento en el que se expresa el curso y circunstancias de las negociaciones solo vale como prueba de que existieron, y puede servir de orientación para la interpretación del contrato. En ningún caso revelan un contenido negocia*” (ALONSO PÉREZ, M., *op. cit.*, pág. 11).

³⁴³ CAVANILLAS MÚGICA, S., “Sentencia de 10 de abril de 2000: Acuerdo de intenciones y opción de compra. Eficacia frente a terceros de la opción de compra. Acción reivindicatoria sobre derechos de explotación de la propiedad intelectual”, en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, número 54, octubre/diciembre 2004, págs. 1.141 a 1.162.

En definitiva, como señala MARÍN NARROS, “*los memoranda of understanding se caracterizan por:*

1) *Ser documentos privados que establecen una serie de acuerdos parciales sobre determinados aspectos de un contrato proyectado.*

2) *Que los acuerdos parciales alcanzados en la mayoría de los casos son insuficientes para considerar que el contrato proyectado existe, o en su caso, poder instar su cumplimiento.*

3) *No contener una voluntad de contratar, y por ende, de perfeccionar el contrato definitivo. Esta voluntad a veces se refleja expresamente en el memorandum of understanding mediante cláusulas que niegan el carácter vinculante de los acuerdos recogidos en el documento o que establecen una formalización posterior del contrato proyectado.*

4) *Que los acuerdos alcanzados están condicionados a la conclusión del contrato proyectado.*

5) *Que tienen por finalidad acreditar el estado de las negociaciones para evitar tener que negociar aspectos ya consensuados y tener pruebas fehacientes de cara a una posible reclamación por ruptura injustificada de las negociaciones.*

En conclusión, los memoranda of understanding son documentos que plasman acuerdos parciales sobre el contenido del contrato proyectado que están sometidos a una condición resolutoria: la conclusión del contrato definitivo”³⁴⁴.

B. Eficacia.

LOBATO DE BLAS³⁴⁵, siguiendo a RAVAZZONI y CARRARA, considera que los *memoranda of understanding* despliegan fundamentalmente dos efectos, a saber:

(i) En virtud del *memorandum of understanding* se podría obligar a las partes a continuar con los tratos preliminares, pudiendo constituir dicho

³⁴⁴ MARÍN NARROS, H.D., *op. cit.*

³⁴⁵ LOBATO DE BLAS, J., *op. cit.*, págs. 577 a 581.

documento un medio de prueba suficiente para acreditar el carácter injustificado de la ruptura de las negociaciones.

- (ii) Al recogerse en los mismos los acuerdos parciales sobre determinados aspectos del contrato proyectado, se deriva la prescripción de no volver a discutir o considerar dichos aspectos.

En definitiva, los *memoranda of understanding* reflejan la voluntad de tratar y no de contratar, por lo que nos encontramos claramente ante tratos preliminares, es decir, ante “*actos que los interesados y sus auxiliares realizan con el fin de elaborar y concretar un contrato*”³⁴⁶.

Y como tales tratos preliminares, solo pueden originar responsabilidad precontractual o culpa *in contrahendo*, siempre que además se cumplan las condiciones que señala la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de junio de 1999, y que ya indicamos al hablar de las cartas de intenciones en sentido estricto, esto es:

- (i) Existencia de una razonable situación de confianza respecto a la celebración del contrato.
- (ii) La ausencia de justificación para la ruptura de las negociaciones.
- (iii) La existencia de un daño real para una de las partes.
- (iv) Una relación de causalidad entre la ruptura de las negociaciones y el daño experimentado por una de las partes.

3.4. Acuerdos de intenciones.

A. Concepto y características.

Como no podía ser de otra forma, los acuerdos de intenciones, también conocidos como pactos de intenciones, compromisos de intenciones y, menos frecuentemente, como cartas acuerdo, tampoco se encuentran definidos por el ordenamiento jurídico español.

³⁴⁶ DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A., *Instituciones de Derecho Civil*, Tomo I, Tecnos, Madrid, 1973, págs. 328 y 329.

Asimismo, la doctrina y la jurisprudencia tampoco han establecido unos criterios uniformes para definirlos.

Así, nuestro Tribunal Supremo³⁴⁷ y autores como CAVANILLAS MÚGICA³⁴⁸ y LLODRÀ GRIMALT³⁴⁹ equiparan los acuerdos de intenciones con el concepto que nosotros hemos dado para los *memoranda of understanding* al considerarlos situados en la fase de los tratos preliminares y definirlos como la plasmación por escrito a efectos probatorios, de las conversaciones que se mantienen durante la negociación contractual.

SIMÓ SEVILLA, por su parte, considera que los acuerdos de intenciones se caracterizan por (i) tener por objeto documentar los tratos preliminares, pudiendo recogerse en ellos las líneas básicas del contrato proyectado y (ii) la ausencia de carácter vinculante de los mismos³⁵⁰.

En nuestra opinión, la definición más adecuada es la postulada por DÍEZ-PICAZO al señalar que se trata de “*contratos destinados a normar la fase negociadora y a establecer los recíprocos derechos y deberes de las partes dentro de ella*”³⁵¹.

De este modo, los acuerdos de intenciones son contratos con sustantividad propia que, por ende, despliegan los efectos que les son propios. De ahí que deban ser diferenciados tanto del contrato final proyectado, como de los tratos preliminares, siendo además discutible, la postura defendida por parte de la doctrina en virtud de la cual son identificados como precontratos.

Y son contratos puesto que reúnen los requisitos que fija el CC en su art. 1261, a cuyo tenor “*no hay contrato sino cuando concurren los requisitos siguientes:*

1) *Consentimiento de los contratantes.*

³⁴⁷ Véanse la Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de junio de 1998 y la Sentencia del Tribunal Supremo de 11 de abril de 2000.

³⁴⁸ CAVANILLAS MÚGICA, S., *op. cit.*, pág. 1.151.

³⁴⁹ LLODRÀ GRIMALT, F., *op. cit.*, pág. 15.

³⁵⁰ SIMÓ SEVILLA, D., *Instituciones de Derecho Privado*, Tomo III, Volumen 2º, Civitas, 1ª edición, Madrid, 2005, pág. 336.

³⁵¹ DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Volumen I, Civitas, 5ª edición, Madrid, 1996, pág. 280.

2) *Objeto cierto que sea materia del contrato.*

3) *Causa de la obligación que se establezca*".

En efecto, el acuerdo de intenciones tiene todos los elementos exigidos en dicho artículo.

Así, en primer lugar aparece el consentimiento o voluntad expresa de las partes a someterse al mismo, consentimiento distinto del contrato definitivo, no solo por formularse en momentos distintos, sino además, porque el consentimiento versa sobre objetos y causas distintas.

En segundo lugar, el objeto consiste en reglar la fase negociadora del contrato definitivo, implicando necesariamente la negociación de buena fe.

Y finalmente, la causa se identificaría, directamente con los derechos y obligaciones que asumen las partes e indirectamente con la intención de celebrar el contrato definitivo.

De este modo, como señala MARÍN NARROS las cláusulas que en la práctica se incluyen en un acuerdo de intenciones son las siguientes³⁵²:

- (i) Su objeto es una negociación de un futuro contrato de buena fe, obligándose a transmitir la información necesaria y relevante para que la misma llegue a buen fin.
- (ii) El tipo de contrato que se va negociar suele estar fijado, precisando en algunos casos determinados aspectos del contrato proyectado, como su objeto.
- (iii) Hay alusiones al carácter no vinculante del documento, siendo frecuente la incorporación de un derecho de desistimiento.
- (iv) Se dispone el cumplimiento de una formalidad respecto al contrato definitivo, siendo esta generalmente la elevación a público del documento.

³⁵² MARÍN NARROS, H.D., *op. cit.*

- (v) Se establecen una serie de regulaciones sobre la negociación, como la prohibición de negociar con terceros (exclusividad), la obligación de preservar la confidencialidad, la duración de la negociación o cláusulas penales por los posibles incumplimientos de las partes.

En particular, en los acuerdos de compraventa apalancada de empresas, es frecuente incluir cláusulas que determinen el precio o contengan una fórmula que permita su determinación futura, así como cláusulas que regulen el procedimiento de realización de la operación, incluyendo las preceptivas auditorías (*due diligences*) financieras y jurídicas, y cláusulas sobre la Ley aplicable y la resolución de conflictos mediante jurisdicción o arbitraje.

Como vemos, los acuerdos de intenciones para adquirir empresas son bastante completos. De ahí que, en aquellas ocasiones en las que contengan todos los elementos esenciales del contrato definitivo, más que acuerdos de intenciones puedan llegar a ser considerados:

- (i) Bien como un contrato de compraventa sometido a condición resolutoria de la realización de la *due diligence* y a su resultado. En efecto, en estos casos el acuerdo de intenciones contendrá una oferta firme de compra aceptada en el mismo documento, pero condicionadas tanto la oferta como la aceptación al resultado final de la *due diligence*.
- (ii) Bien como un precontrato en el sentido apuntado por DE CASTRO. Así, sería la primera fase del *iter* contractual, es decir, la primera etapa de un contrato de formación sucesiva en virtud de la cual se concede a las partes la facultad de exigir la puesta en funcionamiento del contrato proyectado para que este sea exigible y produzca sus efectos típicos. Y, como ya indicamos, en el caso de que alguna de las partes se niegue a culminar el contrato entonces, de acuerdo con el art. 708 de la LEC, el Juez podrá suplir el consentimiento del obligado al estar determinados en el precontrato los elementos esenciales del negocio.

B. Eficacia.

En virtud de lo anterior, parece claro que los acuerdos de intenciones se caracterizan por tener una doble naturaleza: por un lado, el hecho de regular los derechos y obligaciones a respetar en el proceso negociador los incluye dentro del ámbito contractual; por otra parte, en tanto que no representan el contrato definitivo que las partes pretenden, se incluiría dentro de la fase precontractual de los tratos preliminares.

En consecuencia, los acuerdos de intenciones pueden generar dos tipos de responsabilidad autónomas entre sí: la precontractual y la contractual.

Por lo que se refiere a la responsabilidad precontractual, ya hemos visto varias veces a lo largo del presente trabajo los requisitos exigidos por la jurisprudencia, a saber: una legítima expectativa, una ruptura injustificada de las negociaciones, un daño efectivo y una relación de causalidad con la ruptura de las negociaciones³⁵³.

Por lo que se refiere a la responsabilidad contractual, es evidente que al tratarse de un contrato con sustantividad propia, reunir los elementos exigidos por el art. 1261 del CC, y contener una serie de derechos y obligaciones recíprocos, el incumplimiento del mismo supondría la posibilidad de aplicar los mecanismos habituales para estos casos y que son:

- (i) Los arts. 1101 y siguientes del CC, reguladores de la responsabilidad contractual, en virtud de la cual quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravienen al tenor de aquellas.
- (ii) El art. 1124 del CC, sobre resolución de los contratos según el cual *“la facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe.*

³⁵³ Cfr. nota 341.

El perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y abono de intereses en ambos casos. También podrá pedir la resolución, aun después de haber optado por el cumplimiento, cuando este resultare imposible”.

3.5. Uso de estas figuras en las adquisiciones apalancadas de empresas.

Acabamos de analizar en detalle las distintas figuras precontractuales utilizadas habitualmente en las adquisiciones de empresas.

De lo expuesto se deduce claramente que a la hora de determinar si nos encontramos ante una u otra figura nos movemos en terreno pantanoso dado que:

- (i) No existen definiciones unívocas de las mismas ni doctrinal ni jurisprudencialmente.
- (ii) Como consecuencia de lo anterior y dada la falta de regulación de las mismas, parte de la doctrina equipara, sin establecer distinción alguna, el concepto “carta de intenciones” con los *memoranda of understanding* o los acuerdos de intenciones.
- (iii) Las líneas divisorias entre las distintas figuras son en múltiples ocasiones difusas, haciendo muy difícil identificar si el documento concreto se encuadra en una u otra categoría.

En cualquier caso, lo que sí ha de quedar claro, sobre todo para aquellos que deseen hacer uso de estas figuras precontractuales (en los términos aquí descritos) a la hora de adquirir una empresa, es que los niveles de vinculación y, por tanto, de responsabilidad variarán y aumentarán en función del tipo de figura que se elija.

Así, mientras que será difícil que una carta de intenciones en sentido estricto y un *memorandum of understanding* generen responsabilidad precontractual, en el caso incumplimiento de acuerdos de intenciones no cabe duda alguna que

podrá generarse, como hemos visto, tanto responsabilidad contractual como precontractual.

Finalmente, conviene recordar que todas las figuras aquí detalladas tienen una finalidad común, a saber, cumplen una función primordial en el proceso negociador encaminado a adquirir una empresa, porque, por mínimo que sea su contenido, sirven para limitar los riesgos que se producirían en una negociación abierta y sin compromisos y sirven para vincular a las partes a un determinado curso de conducta futura, que no se quiere mantener libre de toda restricción.

CAPÍTULO SEGUNDO: EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA.

1. Introducción.

Los LBOs se enmarcan, sin duda alguna, dentro de la institución de la compraventa de empresas.

Por ello, el contrato de compraventa que vamos a analizar en este capítulo es, evidentemente, el contrato más importante de una operación de esta índole pues en virtud del mismo se adquirirá el control de la Sociedad *Target* y se consumará la transacción.

En efecto, una transacción típica de adquisición apalancada implica la adquisición de una Sociedad *Target* por parte de uno o más compradores (generalmente, operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los patrocinadores financieros y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras.

De este modo, se estudiarán a continuación las siguientes cuestiones de especial relevancia: en primer lugar, se realizará un breve estudio teórico de la figura de la compraventa de empresa o establecimiento mercantil; en segundo lugar, se estudiarán las modalidades que existen de transmisión, bien sea a través de una venta de acciones o participaciones, o bien a través de una venta de activos, siendo más exhaustivos en la primera de las modalidades por ser la más frecuente; y en último lugar, se analizará desde una vertiente puramente práctica, el contenido típico de un contrato de compraventa de empresas en el contexto de un LBO.

Finalmente, conviene advertir que en este capítulo se tratará únicamente la compraventa de empresas no cotizadas, dejando el estudio de la compraventa de sociedades cotizadas para el capítulo siguiente.

2. La compraventa de empresa o establecimiento mercantil³⁵⁴.

2.1. Concepto de empresa.

El CCom no ofrece un concepto de empresa. Por ello, hemos de acudir necesariamente a la doctrina científica y aceptando la definición del profesor URÍA, se puede conceptuar, desde un punto de vista jurídico mercantil como “*el ejercicio profesional de una actividad económica planificada, con la finalidad de intermediar en el mercado de bienes o servicios*”³⁵⁵.

El mencionado profesor sí que distingue entre empresa y establecimiento mercantil al aparecer este último en el CCom en diversos artículos, señalando que su diferencia conceptual radica en que la empresa es un modo de actividad económica, mientras que el establecimiento es el instrumento al servicio de esa actividad; la primera, es decir, la empresa, entra en la categoría de los actos jurídicos, y el segundo, esto es, el establecimiento mercantil, en la de los bienes instrumentales con valor económico.

Sin embargo, la mayoría de los autores no hacen distinción entre ambos conceptos entendiendo indistintamente que cuando se habla de compraventa de empresa o establecimiento mercantil nos estamos refiriendo a la transmisión de una unidad empresarial viva en cuanto es preciso para que continúe su existencia comercial.

Por su parte, SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE³⁵⁶ se inclinan por utilizar el término “negocio”, como más preciso frente al de empresa, y lo conciben como el conjunto de bienes organizado por el empresario como medio para obtener su finalidad económica de producción e intercambio de bienes o servicios para el mercado, señalando las siguientes características: (i) se trata de un conjunto de bienes; (ii) estos bienes no se

³⁵⁴ Este epígrafe sigue el esquema propuesto por DELGADO, R. en “Elementos comunes de las adquisiciones”, en *Contratación mercantil*, Centro de Estudios Garrigues, Madrid, 2004-2005, págs. 3 y siguientes.

³⁵⁵ URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Marcial Pons, 24ª edic., Madrid, 1997, pág. 37.

³⁵⁶ SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El empresario y la empresa” en *Instituciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 33ª edic., Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010, págs. 97 y siguientes.

hallan simplemente yuxtapuestos, sino organizados; y (iii) la organización efectuada por el empresario se ha realizado con un determinado fin.

En este sentido, el concepto de empresa no puede estar constituido exclusivamente por el conjunto de bienes materiales que integran su patrimonio, sino, antes bien y de manera preponderante, por la organización de esos mismos bienes frente al mercado que hace factible que, en numerosas ocasiones, el esencial valor de la empresa esté constituido por esos bienes inmateriales que derivan de la organización y que se traducen en un prestigio y crédito de la empresa en el mercado de productos de igual naturaleza, lo que trae como consecuencia que el valor de la empresa se incremente considerablemente frente al que resultaría de la simple yuxtaposición de sus bienes materiales (maquinaria, utillaje, etc.), es decir, lo que contable y económicamente se conoce con el nombre de *“fondo de comercio”*, susceptible de transmisión como expresamente resulta del art. 39.4 del CCom, que permite su inclusión en los balances de la empresa cuando haya sido adquirido de tercero a título oneroso.

En efecto, aunque el Tribunal Supremo tiene indicado que *“nuestras Leyes desconocen el concepto de empresa como universalidad”* (Sentencia de 13 de octubre de 1987), tal manifestación no le está impidiendo el considerar, amparándose en la doctrina científica, que la empresa es algo más que la suma de los elementos materiales que la integran, y así, inmediatamente, en Sentencia de 2 de noviembre de 1987 manifiesta que *“el demandado transmitió a la nueva sociedad una unidad patrimonial integrada por los elementos singulares y por la organización como elemento preponderante y que en dicha unidad patrimonial estaban comprendidas las marcas y rótulo objeto de litis al ser la sociedad continuadora del negocio o empresa denominada <<Ayuda del Automovilista>>”*.

Y más recientemente vuelve a insistir el Tribunal Supremo en este último criterio unitario y en Sentencia de 7 de marzo de 1994 expresa que *“se destaca el concepto de empresa mercantil que se configura como una unidad patrimonial, propia de la persona individual o colectiva, integrada no solamente por determinados elementos singulares sino también por el elemento*

preponderante de la organización, frente del dinamismo creador y de la actividad en la esfera de la producción económica, rasgos o señas todas ellas de identidad que obligan a la organización empresarial, como tal unidad patrimonial, al cumplimiento de cuantas obligaciones le incumben”.

2.2. Concepto de transmisión de empresa.

Señala BROSETA PONT que solo existirá el contrato de compraventa de empresa cuando lo que se transmite y adquiere es un conjunto organizado de elementos en funcionamiento, en atención a la actividad económica con él realizada, cuya explotación se desea realizar por el comprador³⁵⁷.

De este modo, no será verdadera compraventa de empresa cuando lo que se compra y vende es un conjunto desorganizado de elementos de una empresa pretérita (por ejemplo, que dejó de funcionar) o futura (que aún no ha sido explotada).

También LANGLE compartía este criterio al decir que *“ha de ser contemplada la enajenación de una empresa o casa comercial como un negocio jurídico que recae sobre el conjunto de los diversos elementos que lo constituyen. Es un contrato caracterizado por el fin de transmitir el dominio de todo un negocio o explotación mercantil o industrial, como complejo unitario”*³⁵⁸.

En definitiva, al ser la empresa una unidad patrimonial, con evidente valor económico, la misma es susceptible de enajenación, y aunque no existe en nuestro ordenamiento jurídico un conjunto de disposiciones armónicas destinadas a regular la transmisión de la empresa, sí existen diversos preceptos que hacen mención a ella.

Así por ejemplo: el art. 324 del CC sobre capacidad del menor casado para la enajenación de la empresa; el art. 1.389 de mismo cuerpo legal sobre la necesidad de autorización judicial para actos dispositivos sobre establecimientos mercantiles cuando la administración de la sociedad de

³⁵⁷ BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 11ª edic., Tecnos, Madrid, 2002, pág. 88.

³⁵⁸ LANGLE RUBIO, E., *El contrato de compraventa mercantil*, Bosch, Barcelona, 1958.

gananciales haya sido entregado a uno solo de los cónyuges; el art. 44 del Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores respecto a la responsabilidad solidaria del cedente y del cesionario durante determinado tiempo frente a los trabajadores al producirse el cambio de titularidad de una empresa; y el art. 66 de la LSC sobre posibilidad de aportar una empresa a la constitución de una sociedad.

Lógicamente el Tribunal Supremo ha reconocido la posibilidad del contrato de compraventa de la empresa y así en la Sentencia de 13 de febrero de 1992 aunque manifiesta *“que a la complejidad del contrato de <<venta de negocio>> se une la falta de disposiciones adecuadas, dentro del ordenamiento jurídico, que la regulen”*, confirma la Sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Madrid que entendía que *“por la escritura de compraventa de empresa mercantil, adquirió la compradora el negocio o empresa mercantil en dicho instrumento reseñado, y los derechos sobre el nombre comercial y rótulo, los créditos, las autorizaciones oficiales, la clientela y expectativas del negocio y de modo genérico, cuantos elementos constituyen el fondo comercial, así como el pasivo de la empresa, pero sin que resultase posible incluir en el objeto de dicha venta el local comercial, por haber incurrido la actora en el incumplimiento del <<onus probandi>>”*.

2.3. Naturaleza jurídica del contrato.

Tal y como comentamos al introducir los LBOs en la primera parte de este trabajo, mucho se ha discutido acerca de si la compraventa de empresas tiene naturaleza civil o mercantil.

Pues bien, con alguna excepción, como la de SEGURA DE LASSALETTA o del profesor VICENT CHULIÁ, la generalidad de la doctrina mercantilista (LANGLE, GARRIGUES, URÍA, PAZ-ARES), consideran que la compraventa de empresa tiene naturaleza mercantil³⁵⁹.

³⁵⁹ Cfr. notas 144 y 145 anteriores.

Es más, el último de los citados autores manifiesta claramente que *“la adquisición de una empresa constituye siempre un acto de inversión que, como tal, ha de ser sometido al Derecho comercial. Es la intención del adquirente, siempre encaminada a la actividad productiva, lo que confiere mercantilidad al negocio”*.

Puede ocurrir que el adquirente de la empresa no tenga la intención de explotarla y hacerla productiva, sino, al contrario, extinguirla para suprimir su competencia frente a otra empresa que posea, pero aun en este caso ha de considerarse mercantil la compra ya que, como manifiesta LANGLE, *“parece claro que el hecho de matarla para dar mayor vida a otra empresa del comprador, revela un propósito lucrativo comercial, es realizar una especie de fusión por absorción, en que perece la entidad absorbida a cambio de un precio cobrado por su titular”*.

En el orden jurisprudencial es clásica la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se declara que *“la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del CCom como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio”*. Como señala LANGLE, han corroborado esta doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa, otras Sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, 10 de febrero de 1936, 4 de abril de 1941 y 13 de marzo de 1943, entre otras³⁶⁰.

Por nuestra parte, reiteramos las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de este tipo de adquisiciones son las siguientes:

- (i) Es evidente el ánimo de lucro del comprador.
- (ii) El objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial.

³⁶⁰ LANGLE RUBIO, E., *op. cit.*

- (iii) Los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio. Así, en el correspondiente contrato de compraventa se regularán plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target*, ya sea a través de la venta de la sociedad adquirida mediante ventas privadas (por ejemplo, a través de un *secondary buyout*) o mediante una oferta pública de venta en bolsa y, de este modo, materializar las plusvalías latentes generadas.
- (iv) Al pretender la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el art. 325 del CCom a cuyo tenor “*será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa*”.

En cualquier caso, sea de naturaleza civil o mercantil, lo que está claro es que tanto la normativa en los arts. 1445 y siguientes del CC como la recogida en los arts. 325 y siguientes del CCom, se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas.

3. Tipos de adquisición.

Una adquisición o toma de control de una empresa puede efectuarse de tres maneras: comprando sus acciones o participaciones, comprando sus activos y mediante alguna operación de reestructuración societaria.

La elección de una u otra modalidad siempre dependerá de las particularidades que concurren en cada caso, ya sean de carácter operativo, legal o sobre todo fiscal, pero buscará siempre la mayor eficiencia y, desde luego, aunar los intereses de vendedor y comprador.

En este sentido, articular la transmisión mediante una operación societaria, ya sea fusión, escisión o cesión global de activos y pasivos supondrá preceptivamente la necesidad de cumplimentar un procedimiento societario fijado por la Ley con una serie de requisitos y plazos a respetar (por ejemplo, el mes de oposición para los acreedores tras publicar los anuncios de fusión o la

escisión) que suele conllevar la elección por parte de comprador y vendedor de alguna de las otras dos alternativas que suelen manejarse en el mercado.

Pues bien, a efectos de elegir entre una compra de acciones o participaciones que representan el capital social de la sociedad que es titular del negocio jurídico o la compraventa directa de activos y pasivos, se suelen tener en cuenta los siguientes criterios:

(i) Criterio fiscal: como siempre en este tipo de operaciones, la fiscalidad devendrá un elemento vital a la hora de optar por una u otra alternativa. Sobre este aspecto ahondaremos un poco más en breve.

(ii) Criterio de responsabilidad a asumir en función del objeto que se adquiere:

a) En caso de una adquisición de activos, solo son adquiridos los activos y pasivos que el comprador expresamente ha acordado adquirir (con la excepción que pueda derivarse de las responsabilidades con empleados y de Seguridad Social, así como la de ciertos impuestos).

En efecto, la adquisición instrumentada de esta forma supone que el comprador adquiere directamente elementos del activo y del pasivo de la sociedad afectos al negocio adquirido y, asimismo, se subroga en la posición jurídica de la sociedad titular de dicho negocio en relación con los contratos, licencias y demás relaciones jurídicas vinculadas a dicha actividad.

b) En una adquisición de acciones o participaciones se adquieren directamente todas las responsabilidades y obligaciones incluidas en la Sociedad *Target*, también aquellas que el comprador pudiera desconocer.

(iii) Criterio de simplicidad: una compraventa de acciones o participaciones es conceptualmente más simple en puros términos legales. El único activo que se transfiere son las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*, lo que simplifica considerablemente los trámites y la documentación necesaria para ejecutar la operación.

Por el contrario, una adquisición de activos es mucho más compleja, ya que hay que efectuar la transmisión de cada uno de los activos que forman la empresa incluida en la sociedad objeto.

Esto puede requerir la necesidad de obtener los consentimientos y aprobaciones de más personas, tanto de otras partes contractuales como de organismos públicos.

Ahora bien, debe tenerse en cuenta que en las compraventas de acciones o participaciones es habitual encontrar contratos en el que las partes expresamente han pactado que el cambio de control en el accionariado provocará la terminación del contrato, por lo que también en el caso de compraventa de acciones o participaciones sería necesaria la obtención del consentimiento de terceros en aquellos casos en que los contratos expresamente lo hayan previsto.

Por otra parte, una adquisición de acciones o participaciones es más directa que una adquisición de activos, porque incluye la transmisión de un solo activo.

Sin embargo, a veces las compraventas de acciones o participaciones son más complejas que las compraventas de activos. Así puede ocurrir en aquellos casos en los que existe un amplio número de socios en la Sociedad *Target*. En esos casos, el comprador tiene que negociar con todos ellos y a menudo entre esos socios existen algunos conflictos de intereses, lo que provoca que no puedan tener una única representación en la compraventa y la negociación puede ser extremadamente complicada.

Por el contrario, en el contexto de una adquisición de activos, el comprador solo tiene que negociar con una sola parte, que es la compañía vendedora y no con todos sus socios.

Estos criterios serán los que ayuden a fijar la posición del comprador y la del vendedor de cara a configurar la operación.

En efecto, el vendedor a menudo preferirá una venta de acciones o participaciones sobre una venta de activos, principalmente por dos razones:

- (i) Una compraventa de activos puede llevar consigo una doble tributación. Así, la doble tributación vendrá de la tributación que pueda tener la compañía como consecuencia de la compraventa, sumada a la tributación que pueda tener el propio vendedor cuando los fondos obtenidos por la compraventa sean entregados al socio, por ejemplo, vía reparto de dividendos.
- (ii) El vendedor siempre quiere un corte limpio y el corte es más limpio siempre en una compraventa de acciones o participaciones. Eso sí, con la excepción de que quedará vinculado con las obligaciones que nazcan de las manifestaciones y garantías que haya efectuado. Por el contrario, en el caso de una compraventa de activos, el vendedor, al continuar con la sociedad, continúa con todos los problemas y complicaciones que puedan derivarse de mantenerse como socio.

Por su parte, el comprador, normalmente, prefiere una compraventa de activos a una compraventa de acciones o participaciones, fundamentalmente por dos motivos, a saber:

- (i) En una compraventa de activos el comprador puede seleccionar qué es lo que quiere adquirir y qué es lo que no quiere adquirir.
- (ii) El comprador no compra las contingencias ocultas que puede haber en la Sociedad *Target*, con la excepción de las que pudieran derivarse de responsabilidades de carácter laboral, Seguridad Social y ciertos impuestos.

4. Análisis práctico del contrato de compraventa de acciones o participaciones³⁶¹.

4.1. Planteamiento.

Con independencia de todas las anteriores consideraciones, lo cierto es que en la gran mayoría de las operaciones, la articulación de la transmisión de la empresa tendrá lugar mediante la firma y ejecución de un contrato de compraventa de acciones o participaciones.

Así lo confirman PAYÁ PUJADÓ y MARTÍNEZ MAROTO al señalar que *“la forma jurídica a través de la que normalmente se instrumenta la transmisión de la titularidad del negocio a favor del comprador reviste la forma de un contrato de compraventa de las acciones o participaciones que representan el capital social de la sociedad que es titular del negocio jurídico”*³⁶².

En cualquier caso, y como destaca ÁLVAREZ ARJONA³⁶³, el clausulado de este contrato depende de cada caso concreto. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, y a la luz del art. 1255 del CC, sobre la autonomía de la voluntad, atemperado con el principio de la buena fe ex art. 57 del CCom, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de adquisición.

A efectos de nuestro estudio detallado del clausulado de este contrato, se analizan a continuación las siguientes cuestiones: en primer lugar, nos detendremos en la forma que adopta este tipo de contratos; en segundo lugar, se estudiarán los elementos esenciales del contrato, a saber, consentimiento objeto y causa; en tercer lugar, centraremos la atención sobre el régimen de responsabilidad del vendedor respecto de aquellos hechos o circunstancias

³⁶¹ SERRANO ACITORES, A., “Las compraventas apalancadas de empresas no cotizadas”, *Revista CEFLEGAL*, número 100, mayo de 2009, págs. 31 a 62.

³⁶² PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 187.

³⁶³ ÁLVAREZ ARJONA, J.M., “La adquisición de empresas como objeto de negociación” en la obra colectiva *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004, págs. 51 y siguientes.

previos a la fecha de firma del contrato que puedan suponer una contingencia y un perjuicio para el negocio adquirido; en cuarto lugar, revisaremos los pactos complementarios que se suelen contener en una compraventa de empresas; y finalmente, se tratarán cláusulas singulares de las operaciones de LBO.

4.2. Forma del contrato.

La compraventa de empresas, al no estar específicamente regulada por nuestro ordenamiento jurídico mercantil, no ha de cumplir ningún requisito formal más allá de los previstos por las reglas generales contenidas fundamentalmente en el art. 51 del CCom según el cual no es necesaria forma alguna al señalar claramente que *“serán válidos y producirán obligación y acción en juicio los contratos mercantiles, cualesquiera que sean la forma y el idioma en que se celebren, la clase a que correspondan y la cantidad que tengan por objeto, con tal que conste su existencia por alguno de los medios que el Derecho civil tenga establecidos. Sin embargo, la declaración de testigos no será por sí sola bastante para probar la existencia de un contrato cuya cuantía exceda de 1.500 pesetas, a no concurrir con alguna otra prueba”*.

Ahora bien, lo que no se concibe en ningún caso es que un contrato de tanta importancia y envergadura no se formalice por escrito, siendo indistinto que se trate de un documento privado o un documento público.

En este sentido, es práctica común (aunque no ha de darse obligatoriamente) que el contrato de adquisición se desarrolle en dos fases. Así, en primer lugar se formalizará un contrato privado al que en el día de cierre se dará ejecución mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública, una vez que se haya obtenido la financiación adecuada y se hayan cumplido determinadas condiciones suspensivas pactadas en el contrato privado inicial.

Por otra parte, la mayoría de contratos en España suelen seguir la siguiente estructura: bajo la rúbrica de “reunidos” se describe a las personas comparecientes, así como el concepto en el que intervienen; seguidamente se detallan los expositivos en los que se expresan las intenciones de las partes; y, finalmente, se reflejan las cláusulas y pactos del contrato.

Sin embargo, los contratos de adquisición han ido configurándose a imagen y semejanza de los contratos de adquisición anglosajones, incluyendo, además, los siguientes apartados:

- (i) Un índice: debido a que los contratos suelen ser bastante largos y complejos.
- (ii) Definiciones: con ellas se identifican aquellos términos que van a resultar recurrentes en el contrato y a los que se les va a dar un significado específico en el contexto del mismo.

4.3. Elementos esenciales del contrato.

Como es sabido, de acuerdo con el art. 1261 del CC no hay contrato sino cuando concurren los requisitos siguientes:

- (i) Consentimiento de los contratantes.
- (ii) Causa de la obligación que se establezca.
- (iii) Objeto cierto que sea materia del contrato.

A. Consentimiento.

La compraventa de empresas es un contrato consensual, es decir, se perfecciona por el mero consentimiento, y, desde entonces, obliga, no solo al cumplimiento de lo expresamente pactado, sino también a todas las consecuencias que, según su naturaleza, sean conformes a la buena fe, al uso y a la Ley (art. 1258 del CC).

En este sentido, debemos recordar que, de acuerdo con el art. 1262 del CC, el consentimiento se manifiesta por el concurso de la oferta y de la aceptación sobre la cosa y la causa que han de constituir el contrato.

De este modo, cuando concurra la oferta del comprador o compradores con la aceptación del vendedor o vendedores, se perfeccionará el contrato de compraventa de empresas.

Ahora bien, debido a la trascendencia de la operación y a los numerosos intereses en juego, es frecuente que además del consentimiento de comprador y vendedor se recojan en el mismo a terceras partes vinculadas o con intereses en la operación.

En efecto, no es inusual que la propia Sociedad *Target* firme el contrato en el supuesto de que, en virtud del mismo, tenga que asumir una serie de obligaciones directas.

Asimismo, en el caso de que el comprador aplase una parte del precio, es habitual entonces que los garantes del mismo también firmen la compraventa. Y a la inversa, pues cuando existan garantes del vendedor o vendedores por las posibles responsabilidades en las que puedan incurrir estos últimos, también los primeros deberán prestar su consentimiento al contrato de compraventa.

Por otra parte, el consentimiento de comprador y vendedor puede ser puro o puede ser condicional.

Como luego veremos, en el caso de que el contrato quede condicionado por algún motivo (por ejemplo, a que autoricen la operación las correspondientes autoridades de defensa de la competencia) se deberá (i) prever en el mismo la regulación precisa de las actuaciones que deberán llevar a cabo las partes para que se cumpla la condición, (ii) aclarar cuándo se entenderá cumplida la condición y (iii) la manera de actuar de las partes una vez que la misma se haya cumplido.

B. Causa.

La causa del negocio jurídico, genéricamente, es la razón de ser intrínseca y objetiva del mismo.

Lo cierto es que la doctrina de la causa es una de las más complicadas del Derecho civil. Sobre su concepto y necesidad en los negocios jurídicos han surgido innumerables teorías, que podemos resumir del modo siguiente:

- (i) La doctrina anticausalista sostiene que la causa no es un elemento indispensable en los negocios jurídicos, porque se confunde con otros requisitos esenciales de los mismos. Así, en los contratos onerosos se confunden causa y objeto, pues si la causa de la prestación de cada parte es la contraprestación de la otra parte, esta es también el objeto del negocio; y en los contratos lucrativos se confunden causa y consentimiento, pues si la causa es el ánimo de liberalidad del donante, dicho ánimo no es sino el consentimiento prestado para la donación.
- (ii) La doctrina causalista coincide en la exigencia de una causa en todos los negocios, pero se diversifica al tratar de su concepto. De este modo, si tradicionalmente se dice que la causa es el porqué o fin próximo de cada negocio, de modo que a cada tipo negocial corresponde una misma causa (posición que recoge íntegramente el art. 1274 del CC), posiciones más modernas han destacado nuevos aspectos en la concepción de la causa, apareciendo una directriz objetiva y otra subjetiva: objetivamente, la causa, se dice, es el resultado económico jurídico o económico social que con el negocio se trata de conseguir; y subjetivamente, el motivo o propósito de las partes. Sin embargo, los autores suelen sentar entre causa y motivos las siguientes diferencias:
 - a) La que hay entre causa próxima y causa remota: la causa próxima sería la verdadera causa de los negocios y la causa remota serían los motivos que determinan a la persona a celebrar el negocio.
 - b) Que la causa es única en cada negocio mientras que los motivos son varios, pues el obrar humano está siempre determinado por motivaciones complejas.

En conclusión, para definir la causa, lo más adecuado es entender que las modernas doctrinas objetivas y subjetivas destacan las dos facetas o puntos de vista del problema. Por ello, puede definirse la causa como el propósito de un resultado, o el resultado propuesto, a que el Derecho da el valor de ser la base del negocio jurídico.

Por su parte, el CC español no contiene una doctrina general acerca del negocio jurídico, abordando la regulación de la causa al tratar de los requisitos esenciales para la validez de los contratos.

Así, el tratamiento de la causa de los contratos en nuestro ordenamiento jurídico presenta las siguientes características:

- (i) La causa constituye un elemento esencial de los contratos (art. 1261 del CC).
- (ii) El CC tipifica los contratos atendiendo al distinto concepto de causa que cabe predicar para cada uno. En efecto, según el art. 1274 del CC que *"en los contratos onerosos se entiende por causa, para cada parte contratante, la prestación o promesa de una cosa o servicio por la otra parte; en los remuneratorios, el servicio o beneficio que se remunera, y en los de pura beneficencia, la mera liberalidad del bienhechor"*.
- (iii) En los arts. 1275 a 1277 del CC se recogen los requisitos de la causa, señalando que ha de reunir las tres condiciones de existencia, licitud y verdad.

La jurisprudencia del Tribunal Supremo, por su parte, ha introducido paulatinamente en el análisis de la causa la doctrina de los móviles o motivos, consagrando las modernas orientaciones que postulan en la causa negocial un doble aspecto, objetivo y subjetivo (Sentencia de 2 de abril de 1941, confirmada por otras posteriores).

Sobre la base de todo lo anterior, podemos concluir que la causa del contrato de compraventa en nuestro caso estará constituida por la adquisición de la titularidad del negocio desarrollado por la Sociedad *Target*.

C. Objeto: cosa a entregar y precio a pagar.

La compraventa supone la obligación por parte del vendedor de entregar una cosa determinada, a cambio de un precio cierto en dinero o signo que lo represente, que deberá ser satisfecho por el comprador.

Por tanto, y como dice LASARTE³⁶⁴, el objeto de la compraventa es doble: la cosa a entregar y el precio a pagar³⁶⁵.

Así, la determinación del objeto será una de las cláusulas del contrato, pues en ella se definirá lo que se está vendiendo y lo que se debe de pagar por ella.

De este modo, para el comprador el objeto de la compraventa lo constituyen tanto las acciones o participaciones que representan el capital social de la Sociedad *Target*, como el negocio que desarrolla dicha sociedad.

Por el contrario, para el vendedor el objeto de la compraventa será el precio que le debe abonar el comprador.

Pues bien, para establecer el precio de adquisición es necesario determinar el valor de la Sociedad *Target*.

Para ello, tal y como hemos visto al hablar de la valoración de los LBOs deben analizarse sus estados financieros y recopilar información acerca de los clientes, proveedores, mercados, empleados, factores medioambientales y cualquier otra información importante.

El objetivo del comprador es pagar el mínimo precio aceptable y para ello se deberá plantear cuestiones como las siguientes:

- (i) Cómo contribuirá la adquisición al crecimiento de los beneficios futuros.
- (ii) Cómo afectará la operación al valor de mercado de las acciones/participaciones.
- (iii) Qué efecto inmediato tendrá el precio en los estados financieros del comprador.
- (iv) Cuál ha sido el valor pagado en transacciones similares.
- (v) Si incrementa la adquisición las necesidades de liquidez del comprador.

³⁶⁴ LASARTE ÁLVAREZ, C., *op. cit.*, pág. 194.

³⁶⁵ Aunque es cierto que no es pacífica esta consideración, y así, para cierto sector doctrinal, el objeto de la compraventa lo constituye solamente la cosa que se debe entregar.

(vi) Cuáles son los ahorros, economías de escala u otras posibles ganancias potenciales.

Así, en el momento que se realice la oferta, el comprador tendrá que estar preparado para defender sus argumentos con datos sobre perspectivas del sector, resultados futuros, valoración, etc.

Otro aspecto de gran importancia que se debe determinar es la forma de pago. Algunas alternativas son: metálico, acciones, financiación, estructura mixta (*earnout*³⁶⁶), etc.

Por tanto, puesto que el precio no puede determinarse con precisión matemática ya que intervienen factores cualitativos, normalmente quedará fijado en función de las habilidades negociadoras de las partes, siempre teniendo en cuenta factores externos, como las condiciones económicas previstas y el comportamiento de los mercados financieros en el futuro.

Ciñéndonos ahora a la cláusula concreta del contrato de adquisición, en esta cláusula se fija el precio del contrato y las modalidades de pago. En la mayoría de los casos, estará constituido por la entrega de una cantidad en metálico, bien al contado, bien mediante pagos aplazados.

El precio puede verse sometido a ajustes con el paso del tiempo. Para el caso de que fueran necesarios estos ajustes, ya sea porque las manifestaciones y garantías hayan resultado inveraces, ya sea como consecuencia del resultado de una *due diligence* postventa, o ya sea por resultados futuros de la empresa,

³⁶⁶ El *earn out* es una fórmula en virtud de la cual una parte del precio de adquisición se condiciona a los resultados futuros de la empresa objeto de adquisición, dentro de un periodo preestablecido. Con ello se busca garantizar que se cumplan las proyecciones de resultados que el comprador ha calculado y que han servido de base para valorar la Sociedad *Target*.

Para conseguir estos objetivos y poder el vendedor conseguir un mayor precio, es habitual permitir que este último continúe gestionando la Sociedad *Target* hasta que las proyecciones se vean cumplidas. Ahora bien, esto puede suponer que la gestión del vendedor entre en conflicto e interfiera con la gestión encomendada al equipo directivo nombrado por el comprador. Para solucionar este problema, lo habitual en sede de LBOs es incorporar al vendedor dentro del equipo directivo. Es más, en ocasiones no solo participará como directivo sino que además reinvertirá una parte del precio obtenido en la venta para comprar parte del accionariado de la Sociedad *Target* para involucrarse aún más en conseguir los objetivos marcados.

es a todas luces necesario que en el contrato se detallan de manera clara los mecanismos y procedimientos con los que ejecutar dichos ajustes.

Así, resulta aconsejable establecer sistemas de mediación en caso de discrepancia a la hora de ejecutar los ajustes de precio.

En este mismo sentido, pero con distintas palabras, se manifiestan PAYÁ PUJADÓ y MARTÍNEZ MAROTO al señalar que *“el precio puede ser fijo o puede incluir una parte variable. Dicha parte variable responderá en ocasiones a ajustes del precio, al alza o a la baja, a realizar de acuerdo con parámetros financieros (nivel de tesorería, de deuda financiera u otros) a valorar con relación al día de firma del contrato. Dado que el cálculo de dichos parámetros implica llevar a cabo una serie de actuaciones que no es posible realizar de forma automática (preparación de unos estados financieros a fecha de cierre, revisión de los mismos por las partes y cálculo del ajuste a realizar) el contrato incluirá normalmente una regulación detallada de los mecanismos para el cálculo de dichos parámetros, incluyendo cómo proceder en caso de discrepancias entre las partes, las cuales serán normalmente resueltas por un auditor de cuentas independiente”*³⁶⁷.

4.4. El régimen de responsabilidad del vendedor.

Los compradores, tras haber adquirido la empresa, pueden verse perjudicados por actuaciones que hayan sido ejecutadas por los anteriores titulares de la Sociedad *Target*.

Tengamos en cuenta, además, que aunque lo que el vendedor compra de forma directa son las acciones o participaciones representativas del capital social, indirectamente está adquiriendo una sociedad que es titular de una empresa o de unos bienes. Por ello, contingencias tales como los vicios ocultos que puedan derivarse de los bienes mediatamente adquiridos tienen una gran relevancia, dado que el precio que se pagó por las acciones o participaciones del capital social se fijó en función del valor de los bienes adquiridos.

³⁶⁷ PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 190.

Pues bien, frente a estos riesgos debemos de conocer los mecanismos de los que puede hacer uso el comprador para verse resarcido en el caso de que se materialicen las potenciales contingencias.

En este sentido, se analizará a continuación (i) por un lado, el régimen supletorio que hemos de aplicar en defecto de previsión contractual y (ii) por otro, el supuesto más habitual que consiste en regular de forma contractual el sistema de responsabilidad por contingencias mediante la cláusula de manifestaciones y garantías.

A. Sin previsión contractual.

A pesar de que es infrecuente que las partes no prevean mecanismos en el contrato sobre el sistema de responsabilidad del vendedor por la materialización de contingencias postventa, es conveniente conocer las soluciones que el ordenamiento jurídico español aporta supletoriamente frente a estas eventualidades.

a) El saneamiento por vicios ocultos.

A pesar de que no existe una regulación específica para la compraventa de empresas, la doctrina y la jurisprudencia entienden pacíficamente que se ha de aplicar, mediante la analogía, la normativa sobre el saneamiento de vicios o defectos ocultos que rige para la compraventa de cosas en el CC y en el CCom.

Así, en virtud de los arts. 1461 y 1474 del CC el vendedor, además de responder del saneamiento por evicción (supuesto muy difícil de ver en una compraventa de empresas), deberá responder al comprador de los vicios ocultos que tuviere la cosa vendida, es decir, del saneamiento por vicios ocultos.

En este mismo sentido, se manifiesta el art. 345 del CCom al señalar claramente que “*en toda venta mercantil el vendedor quedará obligado a la evicción y saneamiento en favor del comprador, salvo pacto en contrario*”.

Este saneamiento tiene por objeto asegurar la posesión útil de la cosa y procede, por ello, en los casos de perturbación económica de la posesión por la existencia de vicios o defectos ocultos.

Viene regulado en los arts. 1484 a 1489 del CC, el primero de los cuales señala que *"el vendedor estará obligado al saneamiento por los defectos ocultos que tuviere la cosa vendida, si la hacen impropia para el uso a que se la destina, o si disminuyeren de tal modo este uso que, de haberlos conocido el comprador, no la habría adquirido o habría dado menos precio por ella, pero no será responsable de los defectos manifiestos o que estuvieran a la vista, ni tampoco de los que no lo estén, si el comprador es un perito que, por razón de su oficio o profesión, debía fácilmente conocerlos"*.

En este caso, se admite la renuncia al saneamiento siempre que el vendedor no conociese la existencia de los vicios, ya que en otro caso se protegería el dolo (art. 1485 del CC).

Como consecuencia de esta garantía se concede al comprador la opción *"entre desistir del contrato (acción redhibitoria) abonándosele los gastos que pagó, o rebajar una cantidad del precio (acción quanti minoris), a juicio de peritos"* (art. 1486.1 del CC) y, si el vendedor obró de mala fe, el comprador que opte por la rescisión podrá exigir, además, la indemnización de daños y perjuicios (art. 1486.2 del CC).

Asimismo, en materia de saneamiento por vicios ocultos se establecen las siguientes reglas especiales:

- (i) Si la cosa vendida se perdiere por efecto de los vicios ocultos, conociéndolos el vendedor, sufrirá este la pérdida, y deberá restituir el precio y abonar los gastos del contrato, con los daños y perjuicios. Si no los conocía, debe solo restituir el precio y abonar los gastos del contrato que hubiese pagado el comprador (art. 1487 del CC).
- (ii) Si la cosa vendida tenía algún vicio oculto al tiempo de la venta, y se pierde después por caso fortuito o por culpa del comprador, podrá este

reclamar del vendedor el precio que pagó con la rebaja del valor que la cosa tenía al tiempo de perderse.

Si el vendedor obró de mala fe, deberá abonar al comprador los daños e intereses (art. 1488 del CC).

- (iii) Las acciones que emanan de lo dispuesto en los artículos que regulan el saneamiento por vicios ocultos se extinguirán a los seis meses, contados desde la entrega de la cosa vendida (art. 1490 del CC).

Ahora bien, no podemos olvidar que el art. 342 del CCom fija un plazo más corto al señalar que *“el comprador que no haya hecho reclamación alguna fundada en los vicios internos de la cosa vendida, dentro de los treinta días siguientes a su entrega, perderá toda acción y derecho a repetir por esta causa contra el vendedor”*. Ello es así porque se pretende incrementar la protección a la seguridad del tráfico mercantil haciendo posible que el vendedor pueda conocer en un plazo breve si la operación ha concluido o no felizmente (Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de marzo de 1995)³⁶⁸.

En cualquier caso, hoy en día ya no se discute que tanto el plazo previsto por el CC como el previsto por el CCom son plazos de caducidad y no de prescripción (Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de marzo de 1994).

Por otra parte, y como es lógico, estos plazos tan breves convierten en un grave inconveniente el empleo de las acciones edilicias en sede de compraventa de empresas.

b) Error y dolo.

Como a cualquier otro contrato, a la adquisición de empresa le son aplicables las normas previstas en nuestro Derecho común sobre los vicios del consentimiento.

³⁶⁸ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y VÉRGEZ, M., “El contrato de compraventa mercantil: disciplina general”, en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 110.

A este respecto, podemos identificar dos vicios que típicamente pueden afectar al contrato de compraventa, a saber, el error y el dolo.

Sabemos que cuando los contratantes actúan por error se rompe la unidad del mutuo consentimiento al no corresponder lo que quieren con error a lo que querrían sin él (Sentencia del Tribunal Supremo de 5 de marzo de 1960 y Sentencia del Tribunal Supremo de 29 de diciembre de 1978).

En efecto, como señala LACRUZ, hay error cuando la ignorancia o la defectuosa representación de una situación de hecho (error de hecho) o de derecho (error de derecho) que haya de ser considerada para la conclusión del acuerdo induzca al sujeto a estipular el contrato³⁶⁹.

Ahora bien, de acuerdo con el art. 1266 del CC *“para que el error invalide el consentimiento, deberá recaer sobre la sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato, o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubiesen dado motivo a celebrarlo”*.

Y cuando haya error, el plazo de ejercicio de la acción de anulabilidad será el de prescripción de cuatro años fijado en el art. 1301 del CC.

Eso sí, no se debe olvidar que el saneamiento por vicios ocultos, supone muchas veces la existencia de un error del comprador pues no olvidemos que, de acuerdo con el art. 1484 del CC, si este hubiera conocido los vicios ocultos no habría adquirido la cosa o habría pagado un menor precio. Se plantea entonces la lógica duda de si el saneamiento por vicios ocultos, en tanto que regla especial, es compatible con la acción de anulabilidad basada en el error o si, por el contrario, las acciones son compatibles.

A este respecto, si bien una parte de la doctrina ha postulado su incompatibilidad haciendo prevalecer las acciones edilicias por ser ley especial que prima sobre la ley general, lo cierto es que la mayoría de la doctrina y, lo que es más importante a efectos prácticos, la jurisprudencia del Tribunal Supremo, defienden sin ambages la compatibilidad de las acciones (así

³⁶⁹ LACRUZ BERDEJO, J.L., *op. cit.*, págs. 364 y 365.

Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de junio de 1953 y Sentencia del Tribunal Supremo de 3 de febrero de 1986.

Por lo que se refiere al dolo, este se define en el art. 1269 del CC de la siguiente manera: “*hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho*”.

Por tanto, toda declaración expresa contenida en el contrato sobre cualidades de la cosa vendida constituye dolo precontractual cuando aquella es falsa. Por el contrario, la inexistencia de manifestaciones expresas sobre cualidades de los bienes transferidos solo podría dar lugar a nulidad por dolo si el silencio pudiera interpretarse como reticencia dolosa; es decir, cuando existe un deber de hablar y comunicar circunstancias importantes para la otra parte, y el vendedor las silencia³⁷⁰.

En este sentido, el art. 1486 del CC en su párrafo segundo recoge una acción de responsabilidad cuyo origen se encuentra en el dolo del vendedor. En efecto, si el vendedor obró de mala fe por conocer de antemano los vicios ocultos de la cosa vendida y no se lo manifestó al comprador debiendo de haberlo hecho, el comprador que opte por la rescisión podrá exigir, además, la indemnización de daños y perjuicios.

Por tanto, a pesar de estar regulado este supuesto junto con las acciones edilicias, no constituye como tal una manifestación de saneamiento por vicios ocultos sino que nos encontraríamos claramente frente a un supuesto de dolo *in contrahendo* ex art. 1270 del CC.

De este modo, esta acción no se verá afectada por el plazo de las acciones edilicias, sino que se le aplicará el plazo general de quince años de prescripción de las acciones personales que no tengan señalado término especial (art. 1964 del CC).

³⁷⁰ CARRASCO PERERA, A., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010, págs. 327 y siguientes.

c) *Resolución por incumplimiento.*

Señala el art. 1101 del CC que *“quedan sujetos a la indemnización de los daños y perjuicios causados los que en el cumplimiento de sus obligaciones incurrieren en dolo, negligencia o morosidad, y los que de cualquier modo contravinieren al tenor de aquellas”*.

Por su parte, y complementando lo anterior, el art. 1124 del CC reza que *“la facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe.*

El perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y abono de intereses en ambos casos. También podrá pedir la resolución, aun después de haber optado por el cumplimiento, cuando este resultare imposible”.

Pues bien, la duda que se ha llegado a plantear la jurisprudencia respecto de estos artículos es si resultan compatibles con las acciones edilicias.

En este sentido, la línea jurisprudencial ha ido variando. En efecto, inicialmente se sostenía su compatibilidad al mantener que el término de seis meses fijado por el art. 1490 del CC (o en su caso, el de treinta días del art. 342 del CCom) para ejercitar las acciones edilicias no era aplicable cuando, se esgrimían otras acciones emanadas del contrato y sin plazo de prescripción especial como la de daños y perjuicios, la resolutoria o la de cumplimiento (Sentencia del Tribunal Supremo de 28 de enero de 1980, Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de junio de 1983, Sentencia del Tribunal Supremo de 22 de marzo de 1985 y Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de junio de 1992, entre otras).

Sin embargo, más recientemente el Alto Tribunal, si bien ha resuelto en algún caso en el sentido anterior, lo cierto es que en la mayoría de las ocasiones ha cambiado de criterio al señalar que aún siendo difícil, se debe distinguir entre los supuestos de hecho encuadrables en las acciones de incumplimiento contractual y aquellos que se han de enmarcar en las acciones edilicias por vicios ocultos.

Así, es bastante significativa la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de abril de 1989 al señalar que aún reconociéndose la dificultad sustancial de la distinción (en muchos casos casi imposible) esta “*puede quedar establecida partiendo de una doble hipótesis, que habría que definir la existencia de la prestación diversa: <<como la entrega de una cosa distinta de la pactada, y como el incumplimiento por inhabilidad del objeto, o por insatisfacción del comprador>>*”.

El primer supuesto, conocido generalmente como *aliud pro alio* concurre cuando la cosa entregada contiene elementos diametralmente diferentes a los de la pactada. En este caso, será posible prescindir del plazo fijado para el saneamiento por vicios ocultos, pudiendo acudir al amparo de la normativa contenida en los arts. 1101 y 1124 del CC, acciones estas que gozan de un plazo de quince años para ser ejercitadas de acuerdo con el art. 1964 del CC.

Por el contrario, para el segundo caso se hace necesario que el objeto entregado resulte totalmente inhábil para el uso a que va destinado, o que el comprador quede objetivamente insatisfecho; inutilidad absoluta que debe hacer inservible la entrega efectuada, hasta el punto de frustrar el objeto del contrato o insatisfacción objetiva del comprador, que no constituye un elemento aislado, ni puede dejarse al arbitrio debiendo estar referido a la propia naturaleza y al uso normal de la cosa comprada, que haga de todo punto imposible su aprovechamiento. Así, en este supuesto, tendremos que acudir necesariamente al ejercicio de las acciones edilicias respetando los plazos de caducidad del art. 1490 del CC, o en su caso del art. 342 del CCom.

B. Con previsión contractual.

Debido a los intereses económicos en juego en las operaciones de esta índole, lo más habitual es evitar este tipo de riesgos mediante su regulación en el contrato de compraventa.

Así, a efectos de evitar estos riesgos, y gracias a las contingencias detectadas durante la *due diligence* llevada a cabo por el comprador, en el contrato de compraventa (i) quedan recogidas aquellas manifestaciones que efectúan los vendedores respecto a la situación tanto contable, como jurídica, laboral, fiscal,

administrativa y medioambiental de la Sociedad *Target* y (ii) se fijan una serie de garantías en virtud de las cuales por las actuaciones ejecutadas por los vendedores con anterioridad a la compraventa responderán estos últimos, no pudiendo perjudicar a los compradores³⁷¹.

Y es que al igual que los contratantes pueden excluir o moderar el deber de saneamiento por vicios ocultos (véase en este sentido el art. 1485 del CC y el 345 del CCom) con algunas excepciones tasadas, también puede regularse su agravamiento por la vía contractual ampliando el concepto de vicio oculto y sancionando más severamente la materialización de las contingencias mediante la cláusula de manifestaciones y garantías que vamos a pasar a estudiar.

En cualquier caso, no debemos olvidar que los mecanismos que hemos explicado en el apartado anterior, es decir, las acciones edilicias, las acciones de anulabilidad derivadas de vicios en el consentimiento y las acciones de incumplimiento y resolución de los contratos, también pueden ser y serán aplicadas acomodándose al contenido concreto del contrato de compraventa.

a) *Manifestaciones y garantías de los vendedores (representations & warranties)*³⁷².

Las *representations & warranties* (manifestaciones y garantías) consisten en un listado de materias que el vendedor manifiesta y cuyo contenido garantiza y de las que el comprador hace depender su voluntad de comprar.

Bastante revelador se muestra CARRASCO PERERA³⁷³ al explicar la terminología y la ocasión de las mismas señalando que “*con una procedencia*

³⁷¹ Los vendedores garantizarán, habitualmente por medio de avales, que si se produce un hecho en perjuicio del comprador o de la Sociedad *Target* por actuaciones ejecutadas antes de la adquisición, pero cuyo conocimiento ha sido posterior, sean los vendedores quienes asuman ese perjuicio.

³⁷² Para un estudio más detallado sobre la figura de las manifestaciones y las garantías creemos que no existe estudio mejor que el que defendió como tesis doctoral el abogado experto en este tipo de operaciones, JUAN AGUAYO, y que ha sido recientemente publicado como monografía. Así, véase AGUAYO, J., *Las manifestaciones y garantías en el Derecho de contratos español*, Civitas, Madrid, 2011.

³⁷³ CARRASCO PERERA, A., *op. cit.*, pág. 286.

exquisitamente británica, que se manifiesta incluso en la terminología y fraseado de las cláusulas de los contratos, los documentos negociales que reflejan los pactos preliminares o finales de una adquisición de empresa contienen inevitablemente una lista de declaraciones hechas por el vendedor sobre los más diversos estados de cosas, desde hechos propios de la sociedad objeto o estados de creencia del vendedor. Estos estados de cosas se formulan bajo el nombre de <<Manifestaciones y Garantías>, o, más <<avant la lettre>> del Derecho inglés, <<Representaciones y Garantías>>. El significado de tales términos no suele ser explicado en ningún anexo o cláusula de definiciones, lo que no deja de ser notable, sobre todo respecto del concepto de <<garantía>>, que tiene diversos sentidos técnicos en Derecho español. <<El vendedor –se dice- representa y garantiza>>. Básicamente se quiere decir que el vendedor comunica al comprador una serie de circunstancias relativas a la empresa enajenada o a su entorno y que le asegura que son ciertas. La garantía versa sobre la veracidad, pero no se garantiza propiamente (mediante una garantía personal o real o una promesa independiente) la obligación que asume el vendedor de que tales declaraciones sean veraces, o que sea a su vez veraz la declaración que afirma que las restantes declaraciones son veraces. En ocasiones, si la contingencia tiene especial significado para el comprador, puede hacerse conceder del vendedor una específica promesa de indemnidad de esta contingencia (indemnity clause)”.

Como vemos, es tan importante el contenido de las manifestaciones y garantías que constituye, sin duda alguna, una de las partes más relevantes del contrato y más sujeta a discusión por parte de comprador y vendedor.

En cualquier caso, conviene advertir que las manifestaciones del vendedor en las que se describen las características de la empresa vendida son declaraciones de ciencia, no de voluntad, pero que caso de ser falsas o erróneas, justificarían la impugnabilidad del contrato por dolo o error en cuanto que deben entenderse que su veracidad fue decisiva para mover la voluntad del comprador que obligaría al vendedor a indemnizar al comprador colocándolo como si tales afirmaciones fueran ciertas o una reducción del

precio. De ahí la importancia de que las manifestaciones describan los riesgos o vicios frente a los que el comprador quiere estar cubierto³⁷⁴.

Por otra parte, conviene recordar que en la fecha de cierre los vendedores reiterarán las manifestaciones y garantías ya que la falta de reiteración, o la modificación de cualquiera de las declaraciones y garantías efectuadas, liberará al comprador de la obligación de consumir la compraventa.

Debido a que queremos analizar este contrato con una visión práctica, a continuación, y a modo de ejemplo, se transcribe el contenido típico de la cláusula de manifestaciones y garantías de los vendedores en un contrato de adquisición de acciones de una sociedad anónima. Eso sí, ténganse en cuenta dos cuestiones, a saber: (i) la cláusula que hemos redactado se ha preparado en búsqueda del máximo beneficio para el comprador y (ii) el contenido de la cláusula habrá de adaptarse en cada operación concreta de compraventa.

La cláusula sería la siguiente³⁷⁵:

“Los Vendedores, con carácter solidario, formulan las declaraciones y garantías siguientes:

1 Autorización y facultades de los Vendedores.

1.1 Constitución.

Cada uno de los Vendedores son compañías que están debidamente constituidas y tienen existencia legal con arreglo a la legislación de su lugar de constitución.

1.2 Facultades.

Cada uno de los Vendedores tiene plena capacidad para formalizar y cumplir este Contrato, que no infringe ninguna ley, disposición administrativa, acuerdo, contrato o compromiso por el que los mismos estén vinculados.

³⁷⁴ PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 201.

³⁷⁵ El hecho de que la primera letra de algunas de las palabras se encuentre en mayúsculas se debe a que es práctica común en estos contratos definir algunos términos al principio de los mismos para luego referirse a ellos abreviadamente con la palabra en mayúsculas.

1.3 Título de las Acciones.

Los Vendedores son los titulares legítimos y exclusivos de las Acciones.

1.4 Ausencia de gravámenes.

Las Acciones, así como los títulos acreditativos de las mismas, están libres y exentos de restricciones para el ejercicio de los derechos que representan y de cargas, gravámenes, reservas de dominio, opciones, usufructos, reclamaciones o cualquier otro derecho de retención a favor de terceros. La entrega de las Acciones, a tenor de este Contrato, conferirá al Comprador la plena, completa y absoluta propiedad legal de las Acciones así como la pacífica posesión de las mismas.

2 Constitución y organización de la Compañía.

2.1 Constitución.

2.1.1 La Compañía es una entidad mercantil debidamente constituida, que tiene existencia válida en virtud de la legislación de su lugar de constitución y tiene plenos poderes y facultades para realizar sus actividades comerciales tal y como las hace en la actualidad. Las escrituras públicas y títulos acreditativos de la constitución se encuentran depositados en el domicilio social de la Compañía.

2.1.2 La Compañía no ha acordado en ningún momento su liquidación, disolución, transformación, fusión, escisión o cualquier otra forma de reorganización de la misma.

2.2 Estructura de capital.

2.2.1 La totalidad del capital social de la Compañía está representado por las Acciones. Las Acciones están válidamente emitidas, totalmente suscritas y desembolsadas.

2.2.2 No hay pendiente de registro, ni en curso, opciones o compromisos relativos a las Acciones de la Compañía, ni ampliaciones ni reducciones de capital.

2.2.3 La Compañía no ha emitido ni ha acordado la emisión de bonos de disfrute, obligaciones ni otro tipo de títulos o instrumentos financieros convertibles en acciones.

2.2.4 La Compañía no ha delegado en sus administradores ninguna de las facultades contempladas en el art. 297 de la LSC.

2.2.5 Acciones.

La Compañía no mantiene Acciones en autocartera, ni ha prestado asistencia financiera para la adquisición de las Acciones ni las acciones de su sociedad dominante, ni ha creado participaciones accionariales cruzadas, ni directamente, ni a través de persona interpuesta.

2.3 Consejo de administración.

En el Registro Mercantil se encuentran inscritos todos los actuales miembros del consejo de administración de la Compañía, la fecha de sus respectivos nombramientos y la fecha de su inscripción en el Registro Mercantil. No hay pendiente de inscripción ningún nombramiento de nuevo consejero.

2.4 Auditores.

2.4.1 En el Registro Mercantil están inscritos los auditores nombrados por la Compañía y los términos y condiciones económicas de los respectivos nombramientos.

2.4.2 Ningún accionista ha solicitado el nombramiento de un auditor a efectos de lo dispuesto en los arts. 265 y 266 de la LSC.

2.5 Poderes.

En el Registro Mercantil se detallan todos los poderes de representación y disposición otorgados por la Compañía. No se han otorgado más poderes que pudieran obligar a la Compañía o ser vinculantes para la misma.

2.6 *Estatutos sociales.*

Los estatutos sociales inscritos en el Registro Mercantil son copias fieles y completas de los estatutos sociales de la Compañía en vigor, y no se han producido modificaciones en los estatutos sociales al día de hoy.

2.7 *Contratos entre Vendedores.*

Todos los derechos y obligaciones de los Vendedores, en su condición de accionistas, están contemplados en los estatutos sociales, sin que haya ningún otro derecho, obligación, pacto o compromiso que pueda afectar a la Compañía, o al Comprador, en modo alguno.

3 Cuentas anuales.

3.1 *Depósito de las cuentas anuales.*

Las cuentas anuales y la certificación del acuerdo adoptado por la junta de accionistas de la Compañía, aprobando las cuentas anuales se han depositado en el Registro Mercantil en el debido tiempo y forma.

3.2 *Imagen fiel.*

3.2.1 Las cuentas anuales son, en todos los aspectos, completas, precisas y fieles y se han elaborado de conformidad con la normativa mercantil vigente y los principios de contabilidad generalmente aceptados en España que guardan uniformidad con los aplicados por la Compañía en los ejercicios anteriores. Las cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la Compañía en la fecha de las cuentas y de los resultados de sus operaciones.

3.2.2 Adicionalmente, y en relación con las cuentas anuales:

(i) Los activos de la Compañía se encuentran contabilizados en las cuentas anuales por su precio de adquisición o coste de producción. Las cuentas anuales recogen debidamente la amortización de los activos de la Compañía conforme a su vida

útil. Asimismo, las cuentas anuales recogen las provisiones necesarias por depreciación de dichos activos.

(ii) Todas las deudas y obligaciones de la Compañía (directas o indirectas, actuales o contingentes, presentes o futuras, conocidas o desconocidas) de cualquier tipo, incluyendo, sin limitación, las responsabilidades legales y litigios así como los pasivos y las obligaciones de naturaleza tributaria o fiscal, se encuentran debidamente contabilizadas o provisionadas en las cuentas anuales de conformidad con el principio de prudencia valorativa, no existiendo otras deudas u obligaciones de la Compañía.

3.3 Libros de contabilidad y documentos mercantiles.

La Compañía mantiene al corriente sus libros de contabilidad, incluyendo el libro diario, el libro de cuentas anuales y el libro mayor debidamente legalizado de conformidad con la legislación aplicable. No hay operaciones ni obligaciones de ningún tipo de la Compañía que no estén debidamente reflejadas en sus libros, y las cuentas anuales reflejan fielmente las operaciones registradas en dichos libros. La Compañía conserva en su domicilio social los libros de contabilidad y todo los documentos y soportes mercantiles de los seis últimos ejercicios de conformidad con la normativa vigente.

3.4 Situación desde la fecha de las cuentas.

En el plazo comprendido entre la fecha de las cuentas y la fecha de este Contrato, la Compañía no ha hecho lo siguiente:

3.4.1 Asumido ninguna obligación ni responsabilidad que no esté debidamente reflejada o provisionada en las cuentas anuales a excepción de aquellas derivadas del curso ordinario de sus negocios y en condiciones de mercado.

3.4.2 Emitido ni acordado emitir acciones, obligaciones, bonos, opciones, warrants ni otros valores o instrumentos financieros de naturaleza análoga.

3.4.3 Contraído obligaciones ni responsabilidades, efectivas o contingentes (inclusive, a título enunciativo, arrendamientos financieros ni transacciones extracontables) fuera del curso ordinario de sus negocios ni en condiciones que no fuesen de mercado.

3.4.4 Declarado, acordado ni repartido dividendos, definitivos ni a cuenta, ni otras distribuciones de reservas o fondos de la Compañía, ni otros pagos en favor de los Vendedores, anteriores accionistas o miembros del consejo, adquirido acciones propias, o amortizado o reclasificado sus acciones ni reducido su capital ni delegado en los administradores las facultades del art. 297 de la LSC.

3.4.5 Vendido, cedido, arrendado, ni de otro modo enajenado o sujetado a cargas o gravámenes, cualquiera de sus activos tangibles o intangibles o participación en los mismos, a excepción de las ventas de existencias en el curso normal de sus negocios y en condiciones de mercado.

3.4.6 Concedido garantías ni modificado los términos o condiciones de las ya existentes, prestado dinero ni anticipado pagos a terceros, incluidos los Vendedores, ni formalizado ningún contrato de crédito o préstamo adicional.

3.4.7 Sufrido ninguna consecuencia desfavorable en su situación o perspectivas financieras, ninguna pérdida, ni cambio adverso en los resultados de sus operaciones o negocios, ni en sus activos, que no estén cubiertos por los correspondientes seguros.

3.4.8 Cancelado créditos, ni renunciado al derecho a reclamar a terceros, ni modificado sus estatutos sociales.

3.4.9 Incrementado la retribución o establecido prestaciones de cualquier tipo pagaderas a consejeros, ejecutivos o empleados de la Compañía.

3.4.10 Incumplido injustificadamente ninguno de los contratos o acuerdos o pólizas de seguros vinculantes para la Compañía.

3.4.11 Formalizado ningún contrato ni asumido ningún compromiso que conlleve para la Compañía, en una sola operación o en varias operaciones de igual o similar naturaleza, obligaciones de pago o compromisos por cuantía superior a [X] euros a excepción de lo realizado en el curso normal de sus negocios y en condiciones de mercado, sin el previo consentimiento escrito del Comprador al efecto.

3.4.12 Sufrido ningún conflicto laboral ni otra circunstancia que tenga un efecto desfavorable sobre el negocio, activos o resultados de las operaciones de la Compañía.

3.4.13 Sufrido o efectuado ninguna contratación, despido o modificación de las condiciones laborales ni ningún cambio en los contratos con cargos o para la prestación de servicios de la Compañía, a excepción de aquellos cambios que vengan exigidos por Ley o por convenios colectivos aplicables.

4 Productos de la Compañía.

4.1 Derechos a favor de terceros.

Los productos fabricados o vendidos por la Compañía están libres de cargas, gravámenes, reservas de dominio, derechos de retención, embargo o cualesquiera otros derechos (ejercitados o no) a favor de terceros que pudieran impedir o restringir su libre transmisión o que pudieran derivar de otro modo en daños y perjuicios para el Comprador o para la Compañía.

4.2 Licencias.

Los productos fabricados o vendidos por la Compañía cuentan con las licencias, autorizaciones y homologaciones administrativas necesarias para su fabricación y venta. Estas se han emitido válidamente y están en pleno vigor y efecto. Dichos productos se ajustan a las reglamentaciones aplicables sobre sanidad, medio ambiente, etiquetado, y/u otras.

4.3 Reclamaciones.

No hay reclamaciones, demandas, pleitos ni responsabilidades de ningún tipo (reales, contingentes u otras) con respecto a los productos fabricados o vendidos por la Compañía y los Vendedores no tienen conocimiento de que pueda producirse ninguna.

4.4 Propiedad intelectual e industrial.

Ninguno de los productos fabricados o vendidos por la Compañía infringe derechos de propiedad industrial ni derechos de autor de ningún tipo de propiedad de terceros y todos ellos pueden ser fabricados y vendidos legítimamente por la Compañía.

5 Existencias.

Las existencias de la Compañía se hallan en buen estado y son aptas para su uso, incluyendo la venta en el curso ordinario del negocio de la Compañía y a precio de mercado. No hay devoluciones de productos ni pérdidas de valor en las existencias que no hayan sido debidamente provisionadas.

6 Contratos, acuerdos y prácticas.

6.1 Contratos excepcionales o de larga duración.

La Compañía no es parte de ningún contrato ni ha contraído ningún compromiso en vigor que esté fuera o sea excepcional al curso ordinario de sus negocios y/o que no se haya acordado en condiciones de mercado. No hay ningún contrato del que la Compañía sea parte del que pueda derivarse obligación para la Compañía que no pueda cancelarse por ella mediante preaviso igual o inferior a [X] meses.

6.2 Contratos con personas vinculadas.

No hay contratos, acuerdos, préstamos o prácticas de la Compañía con respecto a los Vendedores, o a sus consejeros o cargos, o con compañías o firmas en las que cualquiera de los Vendedores, consejeros o cargos, o miembros de sus respectivas familias tengan participación directa o indirecta.

6.3 Fianzas, garantías y avales.

La Compañía no ha prestado fianzas, garantías ni avales de ningún tipo en favor de tercero fuera del curso ordinario de sus negocios, ni en condiciones que no fuesen de mercado.

6.4 Cadenas y clientes.

En la Carta Complementaria al Contrato se relacionan las cadenas y principales clientes con los que la Compañía tiene relaciones comerciales, con expresión de los términos y condiciones de los acuerdos relativos a descuentos comerciales, inclusive, a título enunciativo, descuentos por pronto pago, rappel, descuentos por publicidad conjunta y otros, gratificaciones y pagos.

6.5 Incumplimiento.

La Compañía no se encuentra en situación de incumplimiento injustificado de ningún contrato o compromiso del que sea parte, que conlleve responsabilidad o daños y perjuicios para ella. Ni los Vendedores ni la Compañía tienen conocimiento de que tal incumplimiento haya ocurrido o sea inminente por cualquiera de las demás partes obligadas por tales contratos.

6.6 Ausencia de consecuencias adversas.

La Compañía no es parte de ningún contrato o acuerdo que, por razón de la formalización de este Contrato y de la ejecución de las operaciones en él contempladas, pueda resultar desfavorablemente afectado, cancelado o resuelto por la otra parte.

7 Cumplimiento de legislación.

7.1 Cumplimiento.

La Compañía ha llevado sus actividades comerciales con arreglo a todas las leyes y reglamentaciones aplicables en España y en cualquier país extranjero en el que realiza actividades comerciales.

7.2 Litigios.

No hay pendientes, ni son inminentes, reclamaciones, acciones, pleitos, procedimientos ni arbitrajes de cualquier tipo contra, o que impliquen, a la Compañía o a las operaciones contempladas en este Contrato.

8 Tributos.

8.1 General.

8.1.1 La Compañía se encuentra al corriente en el pago a cualquier Administración Tributaria española o extranjera de los tributos de cualquier naturaleza a los que esté obligada (en su condición de sujeto pasivo, retenedor, sustituto, responsable subsidiario o solidario o cualquier otra condición), o tiene constituidas provisiones suficientes por el importe íntegro de dichos tributos en las cuentas anuales.

8.1.2 La Compañía ha cumplido todas las obligaciones tributarias y/o fiscales establecidas en la normativa vigente en cada momento y los pasivos por el incumplimiento de dichas obligaciones se encuentran adecuadamente provisionados en las cuentas anuales.

8.2 Declaraciones y pagos.

8.2.1 La Compañía ha presentado puntualmente todas sus declaraciones fiscales, informes, datos y estados financieros relativos a todos los tributos de los que es responsable por cualquier título (sujeto pasivo, retenedor, sustituto, responsable, etc.), y ha pagado todas las cantidades debidas dentro de los plazos legalmente previstos, todo ello de conformidad con la normativa tributaria vigente.

8.2.2 Dichos documentos son (i) correctos y completos según la normativa fiscal aplicable y (ii) ninguno de ellos es o puede ser objeto de una disputa o discrepancia con el Ministerio de Hacienda o con cualesquiera otras autoridades tributarias españolas o extranjeras.

8.2.3 Toda la documentación solicitada por el Ministerio de Hacienda o por cualesquiera otras autoridades tributarias españolas o extranjeras ha sido proporcionada por la Compañía en los plazos establecidos y es completa y correcta.

8.2.4 Todos los tributos devengados en relación con hechos imposables ocurridos dentro del periodo de prescripción establecido por la normativa vigente, y que deben ser pagados por la Compañía según dicha normativa, han sido debidamente pagados.

8.3 Retenciones.

La Compañía ha practicado retenciones sobre todos los perceptores residentes y no residentes de sus pagos, incluyendo empleados, profesionales independientes, consejeros, agentes, prestamistas, licenciarios, etc. y ha procedido a ingresar dichas retenciones en la Hacienda Pública dentro de los plazos legalmente previstos en los importes correctos de conformidad con la normativa fiscal vigente.

8.4 Inspecciones y litigios.

No hay en curso inspecciones fiscales de la Compañía ni hay notificación de que vayan a tener lugar, ni tampoco existen contenciosos judiciales o reclamaciones en vía administrativa en curso por motivos fiscales. No existe obligación alguna de la Compañía en relación a inspecciones fiscales concluidas en el pasado.

8.5 Provisiones de riesgos fiscales.

La Compañía ha dotado las provisiones necesarias y suficientes en las cuentas anuales para el pago de cualquier tributo pendiente de pago y cualquier pasivo contingente de naturaleza fiscal de la Compañía.

8.6 *Impuestos anticipados y diferidos.*

8.6.1 *La Compañía ha contabilizado en las cuentas anuales el importe total de los impuestos sobre beneficios diferidos de conformidad con principios de contabilidad generalmente aceptados en España.*

8.6.2 *En las cuentas anuales únicamente figuran contabilizados impuestos sobre beneficios anticipados de conformidad con principios de contabilidad generalmente aceptados en España y no son excesivos de acuerdo con dichos principios.*

8.7 *Operaciones irregulares.*

8.7.1 *No se ha llevado a cabo ninguna operación artificial, irregular o no habitual durante el periodo de prescripción establecido por la normativa vigente.*

8.7.2 *La Compañía no ha vendido ni ha acordado vender ningún activo, ni ha prestado servicios o ha acordado prestarlos cuya remuneración haya sido o sea más baja que la remuneración de mercado, o cuyos términos no sean estrictamente los que serían acordados por partes independientes en el mercado.*

8.8 *Otras responsabilidades.*

No existe ningún supuesto o transacción en virtud de la cual la Compañía pudiera resultar responsable subsidiaria o solidaria respecto de cualquier tributo como consecuencia del incumplimiento por parte de cualquier otra persona de pagar dichos impuestos dentro del plazo legalmente previsto.

8.9 *Créditos fiscales.*

8.9.1 *Las bases imponibles negativas y créditos compensables/deducibles en el Impuesto sobre Sociedades de ejercicios futuros que figuran en las correspondientes declaraciones por el impuesto de ejercicios anteriores a este Contrato han sido calculados y*

declarados conforme a la normativa vigente y no serán objeto de controversia con la Administración Tributaria.

8.9.2 Los créditos que ostenta la Compañía frente a cualquier Administración Tributaria española o extranjera por devolución de tributos figuran en las cuentas anuales por el importe que previsiblemente se va a recibir de dicha administración de conformidad con el principio de prudencia valorativa.

9 Laboral.

9.1 Información laboral.

9.1.1 La lista de empleados de la Compañía que aparece en la Carta Complementaria y en la que se reflejan fielmente sus salarios correspondientes a los ejercicios [X] e [Y] (incluidos suplementos y cualquier salario en especie), edad, categoría laboral y antigüedad en la Compañía a [día] de [mes] de [año], es completa y correcta.

9.1.2 Todos los empleados que se enumeran en la Carta Complementaria tienen contratos laborales ordinarios e indefinidos, con las excepciones en cuanto a contratación temporal indicados en el mismo.

9.1.3 La Compañía no tiene personal con relación laboral especial de alta dirección.

9.1.4 La Carta Complementaria contiene una relación completa de profesionales que prestan servicios a la Compañía con habitualidad sin tener relación laboral con la misma.

9.1.5 No existe ningún empleado contratado a través de una Empresa de Trabajo Temporal, ni personal en excedencia, ni personal cedido de o a otras empresas del grupo.

9.1.6 Cada uno de los empleados de la Compañía está clasificado profesionalmente con arreglo a las funciones que realmente desempeña y a tenor de la legislación aplicable.

9.1.7 No han ocurrido, ni se están negociando, cambios con respecto a dichas condiciones ni la Compañía ha asumido compromiso para cambiarlas, fuera del curso ordinario de los negocios de la misma.

9.1.8 No hay ninguna persona no identificada en la Carta Complementaria que, por el transcurso del tiempo o aplicación de disposiciones legales, pudiera reclamar para sí la consideración de personal de la Compañía o que, estando contratada con carácter temporal, pudiera pasar a ser empleado fijo.

9.1.9 No existe ninguna actividad de la Compañía que haya sido subcontratada y que, por tanto, pueda generar responsabilidad alguna con respecto a los empleados del empresario o sociedad contratista.

9.2 Seguridad Social.

9.2.1 Salvo por lo que respecta a los pagos por Seguridad Social legalmente exigibles, la Compañía no tiene convenios sobre gratificaciones, indemnizaciones, participación en beneficios o subsidios de jubilación o cualquier otra prestación accesorio a las de la Seguridad Social con ninguno de sus empleados, asociados o directores.

9.2.2 Todas las remuneraciones, salarios, aportaciones a la Seguridad Social y demás pagos debidos a los empleados, así como cualesquiera otras obligaciones laborales en relación con los mismos, han sido íntegramente satisfechos hasta esta fecha.

9.2.3 Todas las cuotas de las que es responsable la Compañía y que deben ser pagadas conforme a la legislación de la Seguridad Social española antes de la fecha de este Contrato han sido satisfechas. La Compañía no es ni ha sido objeto de ninguna inspección por la Seguridad Social.

9.3 Convenios colectivos.

9.3.1 *Sin perjuicio de la aplicabilidad del convenio colectivo sectorial, en lo que corresponda, la Compañía no es parte de convenio colectivo alguno ni de ningún contrato laboral que contenga obligaciones de satisfacer indemnizaciones por despidos o resolución de contratos, o cualesquiera responsabilidades u obligaciones, que excedan de los mínimos exigibles por Ley.*

9.3.2 *Los empleados no han hecho horas extraordinarias.*

9.4 Plan de pensiones y otras retribuciones.

La Compañía no ha concertado, ni se ha obligado a establecer, ningún plan de pensiones para sus empleados, ni ha hecho ninguna contribución por este concepto. Asimismo, no ha concedido préstamos de ninguna clase a favor de sus empleados o directivos, ni ha otorgado contratos de alto directivo, o ventajas particulares a favor de cualquiera de sus directivos o del consejero delegado.

9.5 Conflictos.

9.5.1 *No se ha producido en la Compañía ninguna huelga laboral o paro laboral durante más de cuatro días laborables (con la excepción de las huelgas generales), y la Compañía no ha recibido preaviso por escrito de ninguna huelga o paro laboral futuro.*

9.5.2 *La Compañía no tiene pendiente de resolución ningún conflicto laboral, ni pendientes ningunas obligaciones con relación a conflictos laborales.*

9.6 Obligaciones de la Compañía.

No existen otras obligaciones legales o contractuales con respecto a los citados empleados, así como con respecto a profesionales de otra clase, antiguos empleados o contratados y cualquier familiar o persona asociada con tales empleados o contratados. Igualmente, no hay contratos laborales o de

prestación de servicios celebrados por la Compañía con ningún socio, ningún administrador o ningún familiar de socio o administrador alguno de la Compañía, ni existen contratos de asesoramiento profesional con vigencia a largo plazo entre la Compañía y cualquier persona física o jurídica.

9.7 Enfermedades y riesgos laborales.

9.7.1 Ninguno de los empleados de la Compañía ha puesto en conocimiento de la misma, sus gestores, administradores o responsables, ni en conocimiento de los Vendedores, que padezca enfermedad de naturaleza laboral o profesional alguna, ni existe ningún caso de estas características que sea conocido por los gestores, administradores o responsables de la Compañía, ni de los Vendedores, habiendo cumplido en todo caso rigurosamente la Compañía con la normativa específica destinada a prevenir tales enfermedades.

9.7.2 La Compañía se encuentra en perfecto cumplimiento de la normativa sobre prevención de riesgos laborales.

10 Seguros.

10.1 Información sobre las pólizas.

En la Carta Complementaria se adjunta relación completa y correcta de las pólizas de seguros vigentes, inclusive aquellas relativas a los activos, negocios y empleados de la Compañía y pólizas de seguro de vida, médico, incapacidad, desempleo o prestaciones similares a favor de cargos o empleados de la Compañía, con expresión de las cantidades y el tipo de siniestros y contingencias aseguradas y las primas y fecha de renovación de cada póliza.

10.2 Cumplimiento.

La Compañía no está en situación de incumplimiento de ninguno de los términos y condiciones establecidos en sus pólizas de seguros.

10.3 Primas y pagos.

La Compañía está al corriente en el pago de las respectivas primas de todas sus pólizas de seguros.

10.4 Cobertura suficiente.

Las pólizas de seguros de la Compañía cubren debidamente todos los activos y actividades de la Compañía de conformidad con la práctica comercial habitual.

11 Bienes muebles e inmuebles.

11.1 Lista de inmuebles.

En la Carta Complementaria se incluye una relación completa y detallada de los inmuebles propiedad de la Compañía o arrendados por ella y de sus respectivos contratos.

11.2 Disponibilidad y funcionamiento.

Todos los bienes y activos, ya sean muebles o inmuebles, incluidos en las cuentas anuales y/o en los libros o registros de contabilidad de la Compañía, o utilizados en conexión con el negocio de la compañía, pertenecen a la Compañía exclusivamente, libres de cargas y gravámenes de cualquier tipo. La totalidad de dichos bienes y activos están en buen estado de funcionamiento, exceptuando el desgaste normal por uso, y pueden utilizarse eficaz y debidamente en relación con el negocio de la Compañía.

11.3 Reglamentaciones urbanísticas.

Los inmuebles cumplen y se ajustan a las reglamentaciones urbanísticas de la zona en que se encuentran ubicados y pueden ampliarse al amparo de dichas reglamentaciones.

12 Propiedad intelectual e industrial.

12.1 Información.

La Carta Complementaria describe toda la propiedad intelectual e industrial, así como los nombres de dominio registrados por la Compañía.

12.2 Registros.

La totalidad de la propiedad intelectual e industrial, apta para registro o patentable, está debidamente registrada o patentada o ha sido objeto de solicitud de concesión de patente o registro a nombre de la Compañía en todos los registros competentes.

12.3 Uso libre.

La Compañía es la propietaria o licenciataria exclusiva de la propiedad intelectual e industrial y de los derechos asociados a ella. La propiedad intelectual e industrial de la Compañía, así como su uso están libres de restricciones, derechos reales o gravámenes. Ninguna otra persona posee derechos sobre la propiedad intelectual e industrial utilizada o necesaria para la realización de las actividades comerciales de la Compañía, sin que el uso de la misma por la Compañía en sus actividades infrinja ni vulnere derechos de terceros. La totalidad de los derechos de propiedad intelectual e industrial son válidos y exigibles y están en pleno vigor, sin que nadie haya impugnado su titularidad ni sus registros.

12.4 Renovación/mantenimiento.

Todos los registros y concesiones de derechos de propiedad industrial o intelectual sujetos a renovación o mantenimiento que, por el transcurso del tiempo han debido renovarse o mantenerse, han sido renovados o mantenidos en la debida forma y tiempo y la Compañía está al corriente en el pago de los derechos exigidos para dichos registros y concesiones de derechos de propiedad industrial o intelectual, no tiene conocimiento de que estos infrinjan, o que hayan sido objeto de impugnación, recurso o declaración de suspensión

por supuestas infracciones o vulneraciones de otros registros o formas de propiedad industrial o intelectual y derechos de autor propiedad de terceros.

12.5 Cesión.

La Compañía no ha cedido con carácter definitivo ni temporal en favor de terceros la propiedad intelectual e industrial.

12.6 Contratos de licencia.

En la Carta Complementaria se describen los contratos de licencia de propiedad intelectual e industrial que la Compañía ha formalizado en su favor con terceros. La Compañía está al corriente en el pago de los cánones y cantidades pagaderas con respecto a dichos contratos, la totalidad de los cuales son válidos, exigibles y están en pleno vigor sin que hayan sido impugnados por nadie.

12.7 Litigios o disputas.

No hay ningún litigio o procedimiento contra la Compañía que impugne la validez o exigibilidad de la propiedad intelectual e industrial o su uso por la Compañía en sus actividades y la Compañía no tiene conocimiento de que haya infringido derechos de propiedad intelectual o industrial pertenecientes a terceros.

13 Protección de datos de carácter personal.

13.1 Información.

La Carta Complementaria describe todos los ficheros que contienen datos de carácter personal de los que es responsable la Compañía, los tratamientos de datos de los ficheros, la estructura y descripción de los ficheros, sus medidas de seguridad y demás elementos necesarios para que la Compañía pueda actuar como responsable de dicha información de conformidad con la normativa vigente.

13.2 Cumplimiento con la normativa.

La Compañía ha cumplido plena y adecuadamente lo dispuesto en la normativa vigente en España en materia de protección de datos de carácter personal que afectan a los ficheros de los que la Compañía es responsable, incluyendo, a título meramente enunciativo y no limitativo, las disposiciones relativas a:

13.2.1 El ejercicio de los derechos de acceso, rectificación, cancelación y oposición.

13.2.2 El cumplimiento con el derecho de información en la recogida de datos.

13.2.3 El régimen de cesión o comunicación de datos de carácter personal, el régimen de acceso a los datos por cuenta de terceros y las normas por las que se rigen los movimientos internacionales de datos.

13.2.4 Las obligaciones relativas a la inscripción de ficheros.

13.2.5 La normativa relativa a las medidas de seguridad de los ficheros y tratamientos de datos de carácter personal.

13.3 Procedimientos administrativos sancionadores.

Los ficheros de los que la Compañía es titular no han sido objeto de, a título meramente enunciativo y no limitativo, solicitudes de información, inspecciones, acuerdos de iniciación de procedimientos sancionadores, procedimientos sancionadores o procedimientos de tutela de derechos, resoluciones sancionadoras o cualesquiera otras actuaciones por parte de la Agencia de Protección de Datos o de cualquier otra Administración que impliquen un incumplimiento o presunto incumplimiento de la normativa vigente en materia de protección de datos de carácter personal por parte de la Compañía en relación con los ficheros de los que es responsable.

13.4 Reclamaciones de terceros.

La Compañía nunca ha recibido reclamaciones, denuncias, solicitudes de indemnización, etc. de un particular ni se han iniciado contra ella

procedimientos administrativos o procedimientos ante la jurisdicción ordinaria derivados de dichas reclamaciones, denuncias, etc. que traigan como causa un incumplimiento de lo dispuesto en la normativa vigente en materia de protección de datos de carácter personal en relación con los ficheros de los que la Compañía es titular. Asimismo, en el momento de conclusión de este Contrato no existen solicitudes de ejercicio de derechos de acceso, rectificación, cancelación u oposición desatendidas por la Compañía.

14 Tecnologías de la información.

14.1 Virus y otros elementos contaminantes.

No existen ni han existido antes de la fecha de este Contrato virus, bombas lógicas ni otros elementos contaminantes (incluidos, a título meramente enunciativo y no limitativo, “caballos de Troya” -Trojan horses-, “gusanos” -worms-, “bombas de relojería”, “cancelbots”, etc.) en el hardware o software informático o en otros equipos de tecnología de la información utilizados por la Compañía que hayan causado perturbaciones o interrupciones en su actividad.

14.2 Mantenimiento y apoyo.

En el caso de que las personas que prestan los servicios de mantenimiento o apoyo de las tecnologías de la información dejen de prestar dichos servicios o no puedan continuar con los mismos, la Compañía dispone de todos los derechos e información necesarios para continuar el mantenimiento y apoyo o puede recurrir a un tercero para llevar a cabo el mantenimiento y apoyo de las tecnologías de la información. Todo el software y hardware utilizado está cubierto por un contrato de mantenimiento o apoyo.

14.3 Seguridad.

La Compañía tiene implantados todos los procedimientos para impedir el acceso no autorizado, la introducción de virus, y para la realización de copias de seguridad del software y datos, así como para su almacenamiento en distintos lugares.

14.4 Capacidad.

El software y hardware informático, los equipos de telecomunicaciones y demás equipos de tecnologías de la información que se utilicen por la Compañía tienen una capacidad, fiabilidad y funcionalidad adecuadas para llevar a cabo sus funciones y dar apoyo a la actividad del modo en que se desarrolla actualmente.

14.5 Propiedad intelectual e industrial.

La Compañía posee la propiedad intelectual e industrial sobre el software que utiliza o licencia para utilizar dicho software y tales licencias no estarán sujetas a extinción o modificación a raíz de la transmisión de la titularidad de las Acciones.

14.6 Uso continuo y funcionamiento.

Todas las instalaciones y redes de comunicación necesarias para el uso continuo y funcionamiento del hardware y software, que se utilicen o sean necesarias para la actividad de la Compañía, son propiedad de la Compañía o poseídas bajo licencia, y tales licencias no están sujetas a extinción o modificación a raíz de la transmisión de la titularidad de las Acciones.

14.7 Reconocimiento del euro.

Las tecnologías de la información y cada uno de sus componentes tienen la capacidad de reconocer, gestionar, almacenar y manipular cifras monetarias expresadas en euros y tienen la capacidad de transformar con exactitud datos a estos efectos y cumple las normas de conversión y aproximación establecidos por la normativa vigente sobre la introducción del euro.

15 Cuentas a cobrar y obligaciones con terceros.

15.1 Existencia.

Todas las cuentas a cobrar u otros créditos de la Compañía son existentes y legítimos y se han incurrido en el curso ordinario de los negocios y en condiciones de mercado.

15.2 Valor.

Todas las cuentas a cobrar y demás créditos de la Compañía pueden cobrarse al menos por su valor nominal íntegro en el curso ordinario de los negocios, a excepción de aquellos respecto a los que la Compañía ha establecido las correspondientes provisiones o reservas contables en las cuentas anuales y en la cuantía de dichas provisiones o reservas.

15.3 Impagos e incumplimientos.

La Compañía no se encuentra en situación de impago injustificado de cantidades relativas a sus obligaciones, contratos y licencias, ni está en situación de incumplimiento de ninguna otra obligación relativa a dichos contratos y licencias, de tal forma que de dicho impago o incumplimiento pudiera derivarse responsabilidad o daños y perjuicios para la Compañía. La Compañía no tiene conocimiento de que las demás partes de los referidos contratos estén en situación de incumplimiento a tal respecto.

16 Licencias y autorizaciones administrativas.

16.1 Permisos y autorizaciones.

Los permisos y autorizaciones de la Compañía se han emitido válidamente y están en vigor. Las licencias y autorizaciones relacionadas en la Carta Complementaria son las necesarias para el uso por la Compañía de sus bienes e instalaciones y para la realización de sus actividades comerciales e industriales, y son todas aquellas bajo las que ha venido desarrollando su actividad de manera pacífica y sin reclamación administrativa o judicial alguna.

16.2 Cumplimiento.

Ni los bienes, ni las instalaciones utilizados por la Compañía, ni las actividades que desarrolla infringen, a esta fecha, disposición legal alguna que impidan el curso ordinario de su actividad, de manera que pueda causar perjuicio a la Compañía.

17 Medioambiente.

17.1 Licencias y autorizaciones.

La Compañía cuenta con todas las licencias y autorizaciones necesarias para desarrollar la actividad.

17.2 Aguas.

La Compañía posee la licencia para realizar vertidos al caudal público y abona el correspondiente canon de vertidos así como cualquier otro canon, tasa o impuesto que sea exigible.

17.3 Emisiones a la atmósfera.

La Compañía tiene las correspondientes autorizaciones necesarias para realizar emisiones a la atmósfera. Asimismo, cuenta con los libros de registro de control de emisiones.

17.4 Registros.

La Compañía se encuentra inscrita en el Registro de Productores de Residuos Tóxicos y Peligrosos (RTPs), y mantiene libros y registros de RTPs y cualquier otro libro y registro obligatorio de conformidad con la legislación medioambiental, y las notificaciones a las autoridades medioambientales se mantienen al día.

17.5 Almacenaje o tratamiento de residuos.

Ninguno de los inmuebles propiedad de la Compañía, o arrendados por ella, se han usado para el almacenaje, tratamiento o abandono de RTPs, ya sea en la superficie, en depósitos subterráneos o en receptáculos de otro tipo en contra de la legislación vigente.

17.6 Suelo.

No existe contaminación alguna en el terreno donde se encuentra ubicada la Compañía.

17.7 Escapes de residuos.

No se ha producido escape, emisión o vertido de RTPs como consecuencia de actuaciones de la propia Compañía o de terceros en terrenos o en aguas propiedad de la Compañía o arrendados por ella, ni como consecuencia de actuaciones de la Compañía, a la atmósfera o en aguas o en terrenos que no sean de su propiedad o no estén arrendados por ella.

17.8 Tasas e impuestos.

La Compañía está al corriente en el pago de todas las tasas, derechos, impuestos y arbitrios por eliminación de residuos exigidos por el Ayuntamiento, así como de todas las demás tasas, impuestos o arbitrios exigidos con respecto a su actividad.

17.9 Inspecciones.

La Administración no ha realizado inspecciones de las que se haya derivado responsabilidad para la Compañía o sus consejeros, ni hay en curso otras inspecciones pendientes de resolución.

17.10 Normas medioambientales.

La Compañía no está en situación de infracción ni ha infringido normas medioambientales vigentes en la actualidad, o en el pasado, de la que pudiera derivarse responsabilidad para la Compañía o cualquiera de sus consejeros.

17.11 Responsabilidades.

La Compañía no tiene ni ha tenido responsabilidad medioambiental alguna, ni le han sido impuestas sanciones por tal motivo, y no hay en curso requerimientos o procedimientos sancionadores en relación con dicha responsabilidad.

17.12 Seguro de responsabilidad civil medioambiental.

La Compañía cuenta con un seguro de responsabilidad civil medioambiental vigente.

18 Ausencia de declaraciones falsas.

La información facilitada al Comprador por los Vendedores o por la Compañía antes y/o en relación con este Contrato, inclusive, a título enunciativo, la información que se adjunta en forma de Anexos, en la Carta Complementaria y en estas declaraciones y garantías, no contiene ninguna declaración falsa ni omite ningún hecho que deba incluirse en dichas declaraciones o que sea necesario para que las mismas no sean engañosas y la información no es engañosa en ningún aspecto”.

Como se ve, con una cláusula de esta índole, el comprador verá cubiertos todos los flancos y ganará en tranquilidad de cara a las futuras contingencias que pudieran surgir tras la compra de la Sociedad *Target*.

Ahora bien, es cierto que el vendedor intentará atemperar esta cláusula mediante una figura conocida como la *disclosure letter* y sobre la que hablaremos un poco más adelante.

b) Límites a la responsabilidad por contingencias.

Los vendedores no querrán responder ilimitadamente por las contingencias que puedan derivarse de la adquisición de la Sociedad *Target*. Por ello, se suelen fijar dos límites a esta responsabilidad, a saber:

- (i) Límite a la cantidad: ligado a las manifestaciones y garantías del vendedor, lo normal es que los vendedores pacten tanto una franquicia (*threshold*), en virtud de la cual solamente se les pueda reclamar a partir de una determinada cantidad, como una cantidad máxima a reclamar (*cap*). Lógicamente, en función de los riesgos detectados, las franquicias y límites suelen variar, pudiendo incluso establecerse unos generales y otros particulares para cuestiones concretas, como pueden ser contingencias laborales, fiscales, medioambientales, etc.

Asimismo, suelen distinguirse las siguientes modalidades:

- a) Responsabilidad únicamente por contingencias que individualmente excedan del importe de la franquicia.

b) Responsabilidad si el importe acumulado de una o varias contingencias supera el importe de la franquicia.

En cualquiera de estas modalidades, habrá que determinar si la responsabilidad se fijará desde el primer euro o únicamente a partir de que se exceda el importe fijado como franquicia.

(ii) Límite al tiempo por el que se responde: se pretende evitar que la responsabilidad devenga indefinida en el tiempo. De este modo, por las reclamaciones de Seguridad Social y Hacienda generalmente se responde por todo el tiempo de prescripción, mientras que para el resto de reclamaciones es habitual acordar plazos de menor duración.

c) *Reclamaciones de terceros.*

Finalmente, en materia de responsabilidad postventa del vendedor también es habitual encontrar en el contrato el clausulado en relación con las reclamaciones de terceros. Así, si la Sociedad *Target* recibiera una reclamación de un tercero que estuviera garantizada en el contrato de compraventa por el vendedor, no tendría sentido que fuera la sociedad quien se encargara y dirigiera toda la defensa frente a esa reclamación toda vez que será el vendedor quien hará frente a las consecuencias económicas y jurídicas que se pudieran derivar de la misma.

En este sentido, lo más habitual es regular en el contrato un sistema de intervención conjunta de comprador y vendedor para este tipo de reclamaciones.

4.5. Otros pactos típicos contenidos en el contrato.

A. *Cierre y sus condiciones.*

Como ya señalamos anteriormente, es práctica común que el contrato de adquisición se desarrolle en dos fases: en primer lugar, se formaliza un contrato privado (*signing*) y, en un momento posterior, el día de cierre, se le dará ejecución mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública (*closing*).

Los motivos más corrientes por los que media un periodo de tiempo entre la firma del contrato privado de compraventa y la ejecución del mismo mediante el pago del precio y la entrega son los siguientes:

- (i) Se necesita obtener la financiación adecuada para poder llevar a cabo la adquisición.
- (ii) Puede ser necesario conseguir consentimientos de terceras partes vinculadas con la Sociedad *Target* (por ejemplo, puede ser necesario que el resto de socios no vendedores de la Sociedad *Target* renuncien a sus derechos de adquisición preferente sobre las acciones o participaciones del capital de dicha sociedad).
- (iii) En ocasiones, es necesario obtener las autorizaciones pertinentes por parte de organismos públicos (por ejemplo, de las autoridades de defensa de la competencia españolas o europeas, o de organismos tales como la Comisión Nacional de la Energía o la Comisión Nacional del Mercado de las Telecomunicaciones).
- (iv) Otras veces, el periodo entre la fecha de firma y la fecha de cierre se utilizará para diseñar e implementar la estructura fiscal más adecuada a la operación.

B. Condiciones suspensivas.

En numerosas ocasiones, se hace depender el cierre del LBO y, por tanto, la ejecución de la compraventa de determinadas condiciones suspensivas (*conditions precedent*).

Como sabemos, las condiciones suspensivas son acontecimientos futuros e inciertos de los que por determinación legal o convencional depende la eficacia de un contrato.

En este tipo de operaciones las condiciones suspensivas que se suelen fijar en la firma del contrato privado consisten, bien en la obtención de las correspondientes autorizaciones a la operación de los organismos públicos que mencionábamos anteriormente (las autoridades de defensa de la competencia

españolas o europeas, la Comisión Nacional de la Energía o la Comisión Nacional del Mercado de las Telecomunicaciones, entre otras), bien en conseguir determinadas cesiones contractuales, o bien en las dos anteriores a la vez.

En cualquier caso, una vez cumplidas dichas condiciones suspensivas, el contrato devendrá eficaz, procediéndose entonces a ejecutar el mismo.

C. *Garantías.*

Tanto comprador como vendedor establecerán determinados mecanismos de garantía a fin de recibir cada uno lo pactado, es decir, el primero las acciones o participaciones de la Sociedad *Target* así como el negocio mismo y el segundo el precio fijado.

Así, el comprador hará uso de los siguientes mecanismos:

- (i) En el supuesto de que las manifestaciones y garantías recogidas en el contrato sean inexactas y/o incompletas, el comprador podrá resarcirse del daño causado, bien mediante un depósito del precio (*escrow account*³⁷⁶), una retención del mismo, o bien a través de un aval a primer requerimiento³⁷⁷.
- (ii) Intentará pactar la responsabilidad solidaria de todos los vendedores de acuerdo con el art. 1137 del CC.

Por lo que se refiere al vendedor, en el caso de que se hubiera pactado un precio aplazado, este buscará asegurarse que percibirá los importes aplazados

³⁷⁶ Los *escrow accounts* o cuentas en depósito o garantía son instrumentos utilizados en operaciones de adquisición, donde parte del precio queda depositado en garantía. El motivo de la constitución de este depósito suele ser la intención del comprador de retener parte del precio a pagar al vendedor en garantía de posibles reclamaciones o cumplimiento de obligaciones adicionales que se pacten en el contrato (frente a los vendedores). Naturalmente, el vendedor desea asegurar el cobro del precio pendiente. Por ello, los *escrow accounts* se constituyen en protección tanto del comprador como del vendedor.

³⁷⁷ Se denomina así a aquel contrato de garantía personal por la que un tercero (entidad de crédito normalmente) intercede ante el acreedor garantizando el cumplimiento de determinadas obligaciones de un deudor principal, con la particularidad de que la obligación de pago del garante se funda en, y vence por, la sola reclamación de pago hecha por el acreedor –unida acaso a otros requisitos formales–, sin que el garante pueda discutir la corrección material de esta reclamación desde la perspectiva del deudor principal ni oponer al pago las excepciones que este deudor pudiera oponer al acreedor en la relación de valuta.

y, para ello, solicitará igualmente un depósito del precio aplazado al que podrá acceder siempre y cuando se cumplan determinados requisitos o bien un aval bancario a primer requerimiento.

D. Gestión interina del negocio.

Resulta lógico y habitual que se pacte a través de esta cláusula la regulación de cómo debe llevarse a cabo la gestión del negocio entre la fecha de firma del contrato privado y la fecha de cierre y ejecución de la compraventa.

En efecto, señala ÁLVAREZ ARJONA que *“en el momento en que el vendedor ha firmado el compromiso en firme de vender y el comprador de comprar pendiente la ejecución del acuerdo del cumplimiento de una serie de condiciones, parece claro que aun siendo todavía el vendedor responsable de la empresa y, por tanto, a quien corresponde la toma de decisiones empresariales, estas están condicionadas por el acuerdo de vender. Sin perjuicio de la obligación general de actuar de buena fe, ex art. 1258 del CC, es conveniente establecer en el contrato las pautas que debe seguir el transmitente en su gestión interina.*

La solución radica en permitir que el transmitente gestione el curso ordinario de los negocios, el día a día de la compañía, con unos criterios coincidentes con lo que tradicionalmente se ha venido haciendo en la empresa. Las decisiones extraordinarias necesitarán de algún tipo de intervención del adquirente. El nivel de esta intervención puede variar desde la simple comunicación, hasta la necesidad de autorización para llevar a cabo una determinada decisión”³⁷⁸.

En este mismo sentido, PAYÁ PUJADÓ y MARTÍNEZ MAROTO indican que *“dado que el cumplimiento de dichas condiciones pueden llevar algún tiempo, normalmente de uno a seis meses, el contrato normalmente incluirá una serie de compromisos por parte del vendedor respecto de aquellas decisiones relevantes que deba adoptar target durante dicho periodo, que podrían afectar de manera importante a las condiciones de adquisición pactadas y respecto de las cuales el vendedor se compromete, bien a obtener la autorización previa del*

³⁷⁸ ÁLVAREZ ARJONA, J.M., *op. cit.*, págs. 58 y 59.

*comprador, o, al menos, informarle de forma previa a su adopción. En caso de incumplimiento de dicha obligación, las consecuencias que se suelen pactar varían desde la indemnización de daños y perjuicios, a cuyos efectos se suele incluir una cláusula penal liquidatoria de los mismos, hasta incluso la facultad del comprador de desistir de la transacción si bien dicha posibilidad es menos frecuente*³⁷⁹.

*E. Los balances de referencia*³⁸⁰.

En los primeros momentos del proceso de adquisición, que son cuando comprador y vendedor fijan las bases de valoración de la compañía y consecuentemente de fijación del precio, los estados financieros que se consideran son el último balance oficial, el del último cierre del ejercicio y, en el caso de que haya transcurrido un tiempo considerable desde ese momento, un balance más cercano en el tiempo (el balance interino) en el que se están realizando las negociaciones.

A medida que el proceso de negociación avanza y se alarga en el tiempo, como consecuencia de la ejecución de la auditoría legal, la elaboración del acuerdo de compraventa y el cumplimiento de posibles condiciones, la realidad económica de la Sociedad *Target* ha podido variar con respecto a los balances que se tuvieron en cuenta cuando se determinó el precio originariamente.

Por ello, el precio definitivo tiene que ser consecuente con la situación económica de la Sociedad *Target* en el momento de producirse el cierre (balance de cierre).

Por otra parte, el beneficio o pérdida a partir de un momento deberá correr de cuenta del nuevo propietario. A este respecto, las consideraciones que debemos realizar son las siguientes:

- (i) ¿Qué ocurre con el beneficio o pérdida generado en el periodo transcurrido desde la fijación inicial del precio hasta el momento del cierre?

³⁷⁹ PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 190.

³⁸⁰ DELGADO, R., *op. cit.*, págs. 21 y siguientes.

Siendo puristas, lo correcto es considerar que el beneficio o pérdida corresponden al propietario de la empresa en cada momento. Por tanto, si cuando se fijó el precio se hizo en una cantidad fija y en el momento en que se cierra, unos meses más tarde, la Sociedad *Target* ha obtenido beneficios, el precio, aún siendo jurídicamente el mismo, es menor desde un punto de vista económico pues compra por la misma cantidad un objeto que vale más (el beneficio adicional). E igual ocurriría a la inversa en el caso de haber generado pérdidas.

Por ello, y como ya vimos al hablar del precio, habitualmente se preverán mecanismos de ajustes al precio teniendo en cuenta tanto el resultado que se fijó en el cierre conforme a un balance interino y el resultado final del balance de cierre que se efectúa con posterioridad.

- (ii) ¿Cómo se puede saber el precio exacto si depende de un balance que corresponde exactamente al momento en el que el pago debe hacerse, es decir, en el cierre?

En efecto, es evidente que para elaborar un balance se necesita tiempo y, por ende, no es viable tener un balance coetáneo en el tiempo al momento del pago.

Así, este balance de cierre tendrá que ser elaborado después de la ejecución de la compraventa. Por ello, el contrato tendrá que prever nuevamente ajustes en el precio por los beneficios o las pérdidas. Ahora bien, ello puede resultar conflictivo pues vendedor y comprador pueden no estar de acuerdo en los criterios para imputar el beneficio o la pérdida. Es más, hay que tener en cuenta que este balance de cierre lo preparará el comprador, puesto que es este quien ha tomado posesión de la Sociedad *Target* y los criterios para elaborar dicho balance pueden ser distintos de los que utilizaron para preparar los balances precedentes.

Para evitar conflictos de esta índole, es habitual prever en el contrato un procedimiento que consiste en que una vez presentado el balance por el comprador, el vendedor dispone de un periodo de tiempo para manifestar su conformidad o disconformidad al mismo, fijándose adicionalmente un

mecanismo de resolución de conflictos mediante la mediación en caso de discrepancias.

F. Gastos e impuestos.

Se trata de la cláusula en la que se detallan los gastos e impuestos que corresponden a cada parte en el proceso de adquisición. Lo más frecuente es que el comprador corra con todos los gastos de la operación a excepción de aquellos impuestos directos (Impuesto sobre Sociedades e IRPF) que graven la renta obtenida por los vendedores como consecuencia del incremento de valor de sus acciones o participaciones.

Si no se pactara nada, se deberá estar a lo dispuesto en el art. 1455 del CC, es decir, los gastos de otorgamiento de escritura serán de cuenta del vendedor, y los de la primera copia y los demás posteriores a la venta serán de cuenta del comprador, salvo pacto en contrario.

G. Notificaciones.

En todo contrato las partes señalarán sus domicilios a efectos de las notificaciones que tengan su causa en el mismo.

El procedimiento que se suele imponer para notificar cualquier acto en relación con el contrato es el de comunicación por escrito con algún medio fehaciente como el requerimiento notarial, el correo certificado con acuse de recibo o el burofax.

H. Miscelánea.

Siguiendo las prácticas anglosajonas, los contratos de compraventa incluyen una apartado de miscelánea, en el que se suelen incluir los siguientes pactos:

- (i) Cesión: se ha de tener presente que, en numerosas ocasiones, a la firma del contrato privado de compraventa, la sociedad o sociedades que finalmente adquirirán la Sociedad *Target* no tienen porqué estar constituidas. Por eso, deviene vital pactar una cláusula de cesión en virtud de la cual se permita la cesión o transmisión de los derechos dimanantes

del contrato de compraventa sin necesidad de consentimiento de la otra parte cuando la cesión o transmisión se realice a favor de una sociedad controlada por la parte cedente o transmitente o perteneciente a un mismo grupo empresarial.

- (ii) Acuerdo íntegro y modificaciones: una cláusula muy frecuente consiste en señalar que el contrato constituye la totalidad del acuerdo alcanzado entre las partes respecto del objeto del mismo, reemplazando y dejando sin efecto lo dispuesto en cualesquiera pactos anteriores entre las partes en relación con la misma materia.

Asimismo, se pactará que cualquier modificación del contrato habrá de realizarse por las partes de mutuo acuerdo y formalizarse por escrito, cumpliendo, como mínimo, con las mismas formalidades con que se ha dotado a la suscripción del mismo.

- (iii) Inexistencia de renuncia: esta cláusula viene a destacar que la falta de ejercicio por una de las partes de cualquier derecho derivado del contrato no se debe interpretar como una renuncia al mismo.
- (iv) Nulidad parcial y pervivencia del contrato: basándose en el principio de conservación de los contratos³⁸¹, las partes pactarán que la invalidez, ilegalidad o inejecutabilidad total o parcial de cualquiera de las cláusulas del contrato no afectará o impedirá la vigencia y validez de aquella parte de la misma que no sea inválida, ilegal o inejecutable o de las restantes que permanecerán con plena validez y eficacia.

Asimismo, se suele pactar que, no obstante lo anterior, la cláusula o cláusulas inválidas o inejecutables serán interpretadas y cumplidas (en la medida posible) de acuerdo con la intención inicial de las partes.

- (v) Encabezamientos de las cláusulas: se suele incorporar una cláusula en virtud de la cual los encabezamientos de las cláusulas del contrato se

³⁸¹ SERRANO ACITORES, A., “El principio de conservación de los contratos frente a las figuras de la nulidad y la anulabilidad”, *Noticias jurídicas*, junio de 2010, págs. 1 a 18.

incluyen por mera conveniencia, no determinando ni afectando al significado de ninguno de los términos o estipulaciones del mismo.

- (vi) Idiomas: como consecuencia de la globalización de los negocios y de las operaciones de fusiones y adquisiciones, no es infrecuente que el contrato de adquisición sea redactado en varios idiomas (generalmente, a doble columna español-inglés).

Si ese fuera el caso, esta cláusula determinará cuál de las versiones del contrato prevalecerá en el supuesto de discrepancia entre ellas.

I. Ley aplicable.

Esta cláusula es la encargada de fijar la legislación por la que el contrato se regirá e interpretará.

J. Resolución de conflictos.

Muy en consonancia con la cláusula anterior, se pacta la cláusula de resolución de conflictos en virtud de la cual las partes convienen que cualquier litigio, discrepancia, cuestión, reclamación o disputa resultante de la ejecución o interpretación del contrato o relacionados con él, directa o indirectamente, será resuelto, bien por los Tribunales de un sitio determinado, bien mediante la institución del arbitraje (ya se elija en equidad o de Derecho).

K. Anexos.

Los contratos de adquisición suelen incorporar varios anexos al mismo. Por ello, es muy importante pactar que dichos anexos forman parte del contrato y que, por ende, tienen el mismo valor que este.

L. Side letters.

Las cartas aparte o *side letters*, a diferencia de los anexos, no forman parte del contrato de compraventa. Se caracterizan por las siguientes notas:

- (i) A pesar de no ser parte del contrato, suelen referirse a este modificando o aclarando algún aspecto del mismo.

- (ii) Son pactos reservados entre las partes³⁸². Así, se busca que su contenido no trascienda a todos los que por diferentes motivos pudieran tener acceso al contrato de adquisición.

A este respecto, una modalidad bastante frecuente de *side letter* es la figura de la *disclosure letter* como mecanismo para exceptuar la responsabilidad del vendedor: las contingencias detectadas en la *due diligence* y aquellas otras adicionales que el vendedor ponga de manifiesto al comprador intentarán ser incluidas por los asesores del vendedor en un documento conocido como *disclosure letter* que, sobre la base de la doctrina de los vicios ocultos, tiene por finalidad exonerar de responsabilidad al vendedor respecto de contingencias detectadas y tenidas en cuenta para determinar el precio. Así, en principio el vendedor no responde de aquellos hechos o circunstancias que ponga de manifiesto al comprador, pudiendo implicar una reducción del precio o pactarse una “*indemnity*”. De este modo, este documento se caracteriza por las siguientes notas:

- (i) Es preparado por el vendedor (beneficiario del documento) y sus asesores.
- (ii) Se basa en la idea de que a mayor revisión legal, mayor alcance de las excepciones.

4.6. Cláusulas singulares de un LBO.

En línea con lo señalado por ERLAIZ COTELO³⁸³, es necesario reflejar en el contrato de adquisición típico de un LBO sus singularidades. Así, cláusulas específicas de una adquisición apalancada de empresas que la diferencian de una adquisición común de empresas serían las siguientes:

³⁸² Su carácter reservado no implica necesariamente que dichos pactos tengan un contenido ilegal o fraudulento. Por el contrario, lo más habitual es que se pretenda evitar filtraciones de determinadas cuestiones sensibles de la empresa objeto de compra (por ejemplo, despidos o expedientes de regulación de empleo).

³⁸³ ERLAIZ COTELO, I., *op. cit.*, págs. 552 y siguientes.

A. Salvaguarda de la viabilidad financiera.

Se trata de una cláusula relacionada directamente con la capacidad de la Sociedad *Target* para aguantar un *ratio* de endeudamiento³⁸⁴ ciertamente elevado.

Al ser tan relevante asegurar la capacidad de endeudamiento de la Sociedad *Target* hasta que el comprador obtenga la financiación adecuada para ejecutar la compraventa, las cláusulas de gestión interina del negocio a las que hemos hecho mención en el apartado anterior devienen de vital importancia.

B. Rolling warranties.

Como hemos visto, en la fecha de firma el vendedor realiza una serie de manifestaciones y garantías. Ahora bien, a efectos de que dichas manifestaciones y garantías no caigan “en saco roto”, entre la fecha de firma y la fecha de cierre es necesario que el comprador (en parte obligado por los financiadores) pacte con el vendedor un mecanismo de *rolling warranties*, es decir, se entenderá que las manifestaciones y garantías son aplicables todos los días desde la fecha de firma hasta la fecha de cierre, de tal manera que si en el algún momento su contenido no es completo y/o cierto, el adquirente tendrá derecho a implementar los mecanismos de reclamación establecidos en el contrato.

C. Cláusula de escape.

Cuando la financiación se busca y se negocia después de la firma del contrato privado de compraventa es frecuente pactar una cláusula de escape en virtud de la cual si el comprador no es capaz de obtener la financiación adecuada y suficiente para cerrar la operación, se entenderá que el contrato privado ha quedado resuelto.

³⁸⁴ *Ratio* financiero que mide la relación existente entre el importe de los fondos propios de una empresa con relación a las deudas que mantiene tanto en el largo como en el corto plazo. Lo más recomendable en circunstancias normales es que su valor sea inferior o a lo sumo igual a 1, pues por encima de este valor aumentará el riesgo de la empresa. Sin embargo, en un LBO lo habitual es que la cifra de endeudamiento alcance entre cuatro y doce veces el importe de sus fondos propios.

D. Drop dead clause.

Se trata de un término de carácter resolutorio en virtud del cual, si llegado un plazo no se ha cerrado la operación, se resuelve el contrato sin que las partes puedan reclamarse nada la una a la otra por ningún concepto.

E. Refinanciación de la deuda.

Tal y como hemos visto, uno de los tramos de la financiación *senior* se destina a la refinanciación de la deuda de la Sociedad *Target*.

Por ello, es conveniente pactar en el contrato de compraventa que el vendedor o la propia Sociedad *Target* autorizan a los compradores para que negocien entre la fecha de firma del contrato privado y la fecha de cierre de la operación con los bancos comerciales la refinanciación de la deuda de la Sociedad *Target*.

F. Cesión.

La cesión del contrato adquiere matices especiales en un LBO. Así, es una cláusula en la que las entidades financieras tienen interés, pues si finalmente la operación no resulta exitosa y tienen que ejecutar las garantías pactadas en los contratos de financiación, les resultará más fácil a las entidades financieras proceder a una nueva venta de la Sociedad *Target* si en los contratos iniciales de compraventa se pactó la posibilidad de cesión del contrato, incluyendo esta las manifestaciones y garantías otorgadas por el vendedor inicial.

CAPÍTULO TERCERO: ESPECIALIDADES EN CASO DE QUE LA SOCIEDAD *TARGET* SEA UNA EMPRESA COTIZADA: OPERACIONES *PUBLIC TO PRIVATE*³⁸⁵.

1. Concepto y justificación de las operaciones de *public to private*.

1.1. Concepto.

Al enumerar los distintos tipos de LBOs ya apuntamos la existencia de la modalidad de *leveraged take-over bids*, también llamadas operaciones de *public to private* (en adelante, “**P2P**”) que no son otra cosa que LBOs sobre una Sociedad *Target* que cotiza en un mercado de valores.

Como señala BAENA TOVAR al hablar de operaciones P2P “*nos referimos a las compras de participaciones significativas de empresas que cotizan en bolsa que, con posterioridad a la adquisición, son excluidas del mercado. La mayoría de estas operaciones se financian con un porcentaje de deuda elevado, superior a la media de la industria o sector en que se encuentran. Por ello, la literatura empírica se refiere a las operaciones de P2P también con la denominación de leveraged buyout (LBO)*”³⁸⁶.

Más concretamente, una operación de P2P es aquella transacción en virtud de la cual un fondo de capital riesgo u otro inversor realiza una oferta pública de

³⁸⁵ Mi agradecimiento más sincero y afectuoso a mi compañero, amigo y maestro a nivel profesional ALEXANDER KOLB. Todo lo que sé sobre esta materia se lo debo a él. El haber podido participar de su mano en muchas de estas operaciones (por ejemplo, en las OPAs sobre Cortefiel y Telepizza) no tiene precio.

En este sentido, recomendamos el análisis que se hace de estas operaciones por KOLB, A., “Las operaciones de public-to-private”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 229 y siguientes. Asimismo, véase KOLB, A. y SERRANO ACITORES, A., “La exclusión de negociación bursátil mediante las operaciones de public-to-private”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, número 10, Editorial La Ley, 2012 págs. 129 a 160.

³⁸⁶ BAENA TOVAR, N., “Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo”, Monografía número 12 de la CNMV, junio 2006, pág. 14.

adquisición de acciones³⁸⁷ sobre una sociedad cotizada con el objetivo de excluirla de bolsa.

En efecto, se trata de operaciones en las que se produce la adquisición de una participación de control en una sociedad cuyas acciones cotizan en bolsa, con la finalidad de promover inmediatamente después la exclusión de cotización.

En este mismo sentido se ha manifestado la *European Private Equity and Venture Capital Association* al definir las operaciones de P2P como “*una operación en la que se hace una oferta de compra por la totalidad del capital de una empresa cotizada objetivo por parte de una nueva empresa (Newco) que tras la compra pasa a ser una compañía privada. Los accionistas de la Newco suelen ser miembros del equipo directivo de la empresa objetivo y entidades de capital riesgo. La financiación restante de la oferta se realiza mediante deuda*”³⁸⁸.

Como hemos señalado, este tipo de operaciones frecuentemente son protagonizadas por inversores financieros, en particular por fondos de *private equity*³⁸⁹, aunque no necesariamente, existiendo también ejemplos de operaciones promovidas por inversores “industriales”³⁹⁰.

El hecho de que las operaciones de P2P implican, con carácter previo a la exclusión de cotización, una toma de control de una sociedad cotizada, nos sitúa ineludiblemente en el ámbito de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, “**OPAs**”). En este sentido, cabe recordar que la normativa en materia de OPAs³⁹¹ -contenida en la LMV (conforme a la redacción dada por

³⁸⁷ Para conocer las distintas modalidades de ofertas de adquisición, recomendamos GÓMEZ-JORDANA, Í., MARTÍN DE NICOLÁS, G. y SAAVEDRA ORTIZ, J.J., “Tipología de ofertas públicas de adquisición”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, número 7, Editorial La Ley, 2010, págs. 147 a 181.

³⁸⁸ BAENA TOVAR, N., *op. cit.*, pág. 14.

³⁸⁹ Por ejemplo, las ofertas de BC Partners, Cinven, Lufthansa, Iberia y Air France sobre Amadeus (2005), de CVC/PAI Partners/Permira sobre Cortefiel (2005) o de Permira/Carbal sobre Tele Pizza (2006) o, más recientemente, la oferta de IPIC sobre CEPSA (si bien en este último caso se trata de un fondo soberano perteneciente al Gobierno de Abu Dhabi, Emiratos Árabes).

³⁹⁰ Cfr. nota 156 anterior.

³⁹¹ *Vid.* KOLB, A. y SERRANO ACITORES, A., “La nueva regulación del régimen de OPAs”, *Partida Doble*, número 190, 2007, págs. 70 a 83; VV.AA., *Takeover bids in Spain. Legislation*,

la Ley 6/2007, de 12 de abril, de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores –en adelante, la “**Ley 6/2007**”) y desarrollada mediante el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, el “**RD de OPAs**”)- establece, con carácter general y sin perjuicio de algunos supuestos especiales y de ciertas excepciones, que vendrá obligado a formular una OPA sobre el 100% del capital de una sociedad cotizada quien directa o indirectamente obtenga el control sobre esta, lo cual se entenderá que sucede cuando alcance o sobrepase el 30% de los derechos de voto correspondientes a sus acciones o cuando, sin alcanzar dicho porcentaje, haya designado a más de la mitad de los miembros del consejo de administración.

Las operaciones de P2P no gozan de una regulación propia³⁹², siéndoles de aplicación el mencionado marco normativo general de las OPAs. Cabe destacar que la normativa en materia de OPAs no incluye siquiera una referencia específica a las operaciones de P2P, lo cual deja patente que una operación de P2P no es sino una OPA que persigue no solo la toma de control (o deriva de la adquisición de control previa) sino también la exclusión de cotización.

De esta circunstancia se desprenden muchas de las características de las operaciones de P2P y de su sistema contractual. Por ello, y complementando el capítulo anterior, se abordarán a continuación los caracteres específicos de las adquisiciones apalancadas de sociedades cotizadas en un mercado de valores.

No obstante, antes de entrar a analizar los elementos que definen a estas operaciones, conviene apuntar, siquiera muy brevemente, su justificación.

summary and comments, coordinada por ORTIZ, A. y KOLB, A., Linklaters, enero de 2008; y VV.AA., *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Uría Menéndez, septiembre de 2007.

³⁹² Eso sí, no debe olvidarse que de acuerdo con el art. 2 de la LCR las ECR podrán igualmente extender su objeto principal a la toma de participaciones temporales en el capital de empresas no financieras que coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la OCDE, siempre que tales empresas sean excluidas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación.

1.2. Justificación de las operaciones de P2P.

La justificación de la decisión de promover la exclusión de cotización de la Sociedad *Target* ha de buscarse, como no podía ser de otra manera, en fundamentos económicos.

Las operaciones de P2P, al igual que cualquier otra operación empresarial, tienen como finalidad última la generación de valor, valor que normalmente se traducirá en dividendos y, sobre todo, en la obtención de una plusvalía de la inversión realizada.

En este sentido, cabe plantearse qué aporta la exclusión de cotización (o dicho de otra manera: ¿qué inconvenientes plantea para una sociedad el hecho de que sus acciones estén cotizadas en un mercado oficial?).

Si bien un análisis pormenorizado de los costes, directos e indirectos, y otros inconvenientes asociados a la cotización de las acciones de una sociedad excedería del objeto del presente trabajo, pueden apuntarse, entre otros, los siguientes aspectos: mayores costes derivados del cumplimiento de requisitos formales y administrativos (convocatoria y celebración de juntas, etc.); obligaciones reforzadas en materia de publicidad y transparencia (suministro de información pública periódica, comunicación de hechos relevantes, etc.); cumplimiento con la normativa de abuso de mercado; y cumplimiento con las normas y recomendaciones en materia de gobierno corporativo (composición del consejo de administración y consejeros independientes, necesidad de contar con una comisión de auditoría, etc.); naturaleza abierta del capital, susceptible de ser objeto de una OPA no deseada, etc³⁹³.

Sentada la base de que la exclusión de cotización de las acciones de una sociedad puede resultar beneficiosa, procede entrar en el primer paso de toda operación de P2P, esto es, el diseño de su estructura y la preparación de su ejecución.

³⁹³ En este sentido, y para comprender las cuantiosas obligaciones a las que se ve sometida una sociedad cotizada recomendamos RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ALONSO UREBA, A., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., VELASCO SAN PEDRO, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J. y ESTEBAN VELASCO, G., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006.

2. Fase previa: preparación de la oferta.

2.1. Diseño de la operación: OPA voluntaria “a priori” vs. OPA obligatoria “a posteriori”.

Es habitual que la decisión de formular una OPA sobre el 100% del capital de una sociedad se produzca en el contexto de una adquisición de una participación de control en el capital de dicha sociedad. El supuesto típico es aquel en el que el oferente alcanza un acuerdo con un accionista de referencia de una sociedad cotizada, en cuya virtud el accionista esté dispuesto a transmitir su participación a cambio de un precio determinado.

En esta situación una de las primeras cuestiones que se plantean es si la adquisición de la participación debería producirse “dentro” de la OPA o al margen de ella. Con carácter general cabe distinguir dos grandes posibilidades:

A. Adquisición de la participación dentro de la OPA.

La primera opción consistiría en que el oferente y el accionista titular de la participación lleguen a un acuerdo, en cuya virtud aquel se comprometa a formular una OPA sobre el 100% del capital de la sociedad de que se trate y este se obligue irrevocablemente a acudir a la misma con la totalidad de su participación. Este tipo de acuerdos son los llamados “compromisos irrevocables de venta” a los que se hace referencia en mayor detalle en el apartado 2.3.A posterior.

En este esquema, la OPA formulada por el oferente tendría carácter voluntario y se dirigiría al 100% del capital social, incluida la participación del accionista significativo con el que el oferente hubiera alcanzado el acuerdo.

Esta solución era habitual en los precedentes existentes³⁹⁴, sobre todo en los previos a la entrada en vigor de la actual normativa de OPAs, ya que ha de recordarse que la normativa anterior partía de un concepto de OPA “a priori”, es decir, que la adquisición de la participación determinante de la obligación de formular la OPA había de hacerse precisamente en el seno de la misma, no

³⁹⁴ Entre otras, por ejemplo, la OPA de CVC sobre Cortefiel, S.A. (2005) o la OPA de Martinsa sobre Fadesa (2006).

siendo posible superar determinados umbrales de participación sin la previa formulación de una OPA.

B. Adquisición de la participación al margen de la OPA.

Frente a la solución indicada en el apartado anterior, tras la entrada en vigor de la actual normativa, que, recordemos, parte de un concepto de OPA “*a posteriori*”, ha surgido una nueva posibilidad, consistente en que el oferente adquiera en primer lugar la participación del accionista significativo y, como consecuencia de dicha adquisición, supere el umbral de participación correspondiente (normalmente el 30%), deviniendo obligado a formular una OPA dirigida al resto de los titulares de valores de la sociedad.

Por lo tanto, en esta opción el oferente solo lanzaría la OPA una vez adquirida la participación de control (es decir, tras haberse convertido ya en accionista de control de la Sociedad *Target*), y dicha OPA tendría naturaleza obligatoria, resultándole aplicable la regulación contenida en el Capítulo II del RD de OPAs.

En todo caso, la vigente normativa de OPAs, si bien permite que la oferta se formule precisamente como consecuencia de una previa toma de control, no impide que la operación se estructure conforme al esquema “tradicional” en cuya virtud el control se adquiere a través de la OPA.

La decisión del oferente de optar por una u otra alternativa no resulta baladí. El hecho de que una OPA se considere voluntaria o, por el contrario, sea de naturaleza obligatoria tiene importantes consecuencias desde una perspectiva del régimen legal aplicable. Dichas diferencias pueden determinar un impacto significativo en el resultado y en el coste de la OPA para el oferente y, por ello, resulta esencial que este analice detenidamente tales cuestiones en la fase de diseño de la operación.

Entre las consecuencias de optar por una OPA voluntaria “*a priori*” o una OPA obligatoria “*a posteriori*” cabe destacar las siguientes:

a) Impacto en el precio.

A diferencia de lo que sucede en las OPAs voluntarias, en las que rige el principio de libertad de fijación del precio (recuérdese en este sentido que el art. 13.5 del RD de OPAs establece que *“las ofertas voluntarias no habrán de formularse al precio equitativo”*), las OPAs obligatorias deberán formularse a un precio “equitativo”.

En concreto, el art. 9.1 del RD de OPAs señala que las OPAs obligatorias *“deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los doce meses previos al anuncio de la oferta”*. Señala a continuación el art. 9 del RD de OPAs las reglas a tener en cuenta a los efectos de la determinación del precio “equitativo”.

A su vez, para el supuesto de que el oferente (y, en su caso, las personas que actúen concertadamente con él) no hubieran llevado a cabo adquisiciones de valores de la Sociedad *Target* durante los doce meses previos al anuncio de la OPA, establece el art. 9.3 del RD de OPAs que el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el art. 10 del RD de OPAs (es decir, conforme a los distintos métodos de valoración aplicables a las OPAs de exclusión de cotización).

En consecuencia, la opción por una estructura de operación que implique una OPA obligatoria determinará la obligación del oferente de ofrecer un precio equitativo, determinado conforme a las reglas contenidas en el RD de OPAs.

b) Contraprestación.

Otra consecuencia significativa de la opción por una OPA obligatoria es la necesidad de ofrecer, al menos como alternativa, una contraprestación dineraria.

En efecto, uno de los supuestos en los que el art. 14.2 del RD de OPAs exceptúa el principio general de que las OPAs podrán formularse como compraventa, permuta o canje de valores o como combinación de las

anteriores, exigiendo una contraprestación dineraria, al menos como alternativa, es precisamente aquel en que se trate de una OPA obligatoria derivada de haber alcanzado el oferente el control sobre la Sociedad *Target*.

Por lo tanto, la opción por una estructura de OPA obligatoria frente a una de OPA voluntaria no afectará solo al *quantum* de la contraprestación sino también a su forma.

c) Importe de la garantía.

La opción entre una estructura de OPA obligatoria y una de OPA voluntaria normalmente tendrá también un impacto en el importe de la garantía que, conforme al art. 15 del RD de OPAs, deberá constituir el oferente para garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de la OPA.

Y ello es así puesto que, en el caso de que el oferente alcanzara un acuerdo con un accionista significativo de la Sociedad *Target*, en cuya virtud este se obligara a aceptar la OPA respecto de las acciones de su titularidad, la OPA se dirigirá asimismo a dichos valores y, en consecuencia, la garantía deberá cubrirlos también.

Por el contrario, en un supuesto en que la adquisición de la participación del accionista significativo de la Sociedad *Target* se hubiera producido con anterioridad y al margen de la OPA (y esta fuera precisamente la consecuencia de dicha adquisición), la OPA se dirigirá a un número inferior de valores y, por lo tanto, también será menor el importe de la garantía que deba constituir el oferente.

En todo caso, si bien la opción por una estructura de OPA voluntaria implicará un mayor coste financiero (derivado del mayor importe de la garantía), normalmente no será un argumento financiero de peso para optar por una estructura de OPA obligatoria, toda vez que esta previsiblemente determine la necesidad de hacer frente al pago del precio de las acciones adquiridas con carácter previo a la formulación de la OPA.

d) *Posibilidad de establecer condiciones. En particular, la condición del mínimo de aceptaciones.*

El art. 13.2 del RD de OPAs establece que las OPAs voluntarias podrán sujetarse a determinadas condiciones previstas en el propio precepto (por ejemplo, la aceptación de la oferta por un número mínimo de valores, etc.) y, en general, a cualquier condición que la CNMV considere admisible conforme a Derecho.

Frente a este principio general de libertad, el art. 30.2 del RD de OPAs señala que las OPAs obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, excepción hecha de la condición consistente en la autorización de la OPA por parte de las autoridades en materia de defensa de la competencia (es decir, la autorización desde la perspectiva del control de concentraciones) y/o de cualesquiera otros organismos (típicamente un organismo administrativo, como consecuencia de que la Sociedad *Target* opere en un sector regulado, aunque cabría también pensar en organismos jurisdiccionales).

La capacidad del oferente de sujetar o no su oferta al cumplimiento de determinadas condiciones podrá constituir un factor muy relevante a tener en cuenta en la fase de diseño de la operación. Así, por ejemplo, si se trata de un inversor de naturaleza financiera, habitualmente, necesitará alcanzar, como mínimo, un 75% del capital social de la Sociedad *Target*, de manera que resulte posible la consolidación fiscal de la Sociedad *Target* con el vehículo oferente y, por tanto, resultará crítico para el inversor tener la posibilidad de establecer una condición consistente en un nivel mínimo de aceptación de la OPA.

En definitiva, la importancia de poder establecer condiciones dependerá de las circunstancias concretas de cada caso, tanto en lo relativo al oferente, como a las circunstancias propias de la operación (por ejemplo, la existencia de blindajes estatutarios que requieran alcanzar un nivel mínimo de participación, el número de valores cuya adquisición logre el oferente asegurar mediante acuerdos con accionistas, la necesidad de obtener aprobación de la operación por la junta, etc.).

e) *Posibilidad de ejercitar el derecho de venta forzosa (squeeze-out).*

El art. 47 del RD de OPAs establece las condiciones para el ejercicio del derecho de venta forzosa (el llamado *squeeze-out*). En concreto, señala dicho precepto que una vez liquidada una OPA, el oferente podrá exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo.

El ejercicio de este derecho quedará condicionado a que en la fecha de liquidación de la OPA se den las siguientes dos circunstancias:

- (i) Que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derecho de voto de la Sociedad *Target*.
- (ii) Que la OPA previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

De lo anterior se desprende que el legislador español ha querido someter el ejercicio del derecho de venta forzosa a un doble requisito. En opinión de ciertos autores³⁹⁵, el establecimiento de este segundo umbral representa la decisión del legislador español de apartarse de las dos opciones que ofrecía la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (en adelante, la “**Directiva 2004/25/CE**”)³⁹⁶. Lo cierto es que a la luz de una comparación detenida entre la regulación contenida en la Directiva y la aprobada por el legislador español, dicha opinión resulta muy discutible. Al contrario, parece que el legislador español ha optado precisamente por una de las opciones -la más estricta- de

³⁹⁵ LÓPEZ MARTÍNEZ, M., “Compraventas Forzosas”, Capítulo X del libro *La Regulación de las OPAs, Comentario Sistemático del RD 1066/2007*, de 27 de julio, dirigido por J. GARCÍA DE ENTERRÍA y J. ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, Civitas, Madrid 2009, pág. 968.

³⁹⁶ En este sentido, el Consejo de Estado en su Dictamen de fecha 28 de septiembre de 2006, relativo al Anteproyecto de la Ley 6/2007, consideró que “*debe señalarse que la solución adoptada por el anteproyecto no opta claramente, como sería necesario, por uno de los presupuestos de hecho contenidos en la directiva, sino que mezcla elementos de ambos para configurar un presupuesto de hecho nuevo, lo que no resulta totalmente acorde con la regulación comunitaria*”.

las que ofrecía la Directiva. En este sentido se manifiestan claramente otros autores³⁹⁷.

Con independencia de que se considere que la decisión del legislador español tiene o no cabida en las opciones ofrecidas por la normativa comunitaria, lo cierto es que dicha decisión resulta criticable y, de hecho, ha sido criticada por la doctrina. Como ha señalado esta³⁹⁸, la exigencia de un doble umbral (porcentaje de posesión y, además, de aceptación) supone un significativo endurecimiento del régimen de las compraventas forzosas aplicable en España frente a otros Estados Miembros de la UE que han optado por un criterio menos restrictivo.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe destacar que la verdadera trascendencia de este régimen es que tiene un efecto perverso, cual es el de penalizar (y, por lo tanto, desincentivar) las compras de acciones previas a la formulación de la OPA (es decir, el llamado *stake-building* al que se hace referencia en el apartado 3 posterior)³⁹⁹. Ello supone, en definitiva, penalizar los supuestos en los que un oferente adquiere primero una participación de control y posteriormente formula una OPA obligatoria a un precio equitativo, que, precisamente constituye el procedimiento de OPA *ex-post* que pretenden impulsar tanto la Directiva 2004/25/CE como el régimen español de OPAs que

³⁹⁷ GUERRA MARTÍN, G., “Comentarios al Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAS”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, número 27, 2006, pág. 176. También PAREDES GALEGO, C., “Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAs”, en *Homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento*, número extraordinario 2006, disponible en la página web www.uria.com, pág. 155.

³⁹⁸ LÓPEZ MARTÍNEZ, M., *op. cit.*, pág. 972. En este sentido también HOEDL, C. y PAZ VALBUENA, J., “La nueva regulación del <<squeeze-out>> en España: oportunidades para los P2P”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, 2007, pág. 39.

³⁹⁹ El motivo de este fenómeno es que el segundo umbral exigido por la normativa implica una mayor dificultad a medida que el oferente con carácter previo a la formulación de la OPA ya tuviera una participación en el capital de la Sociedad *Target*. Así por ejemplo, un oferente que parta de una situación en la que no sea titular de acción alguna en el capital de la Sociedad *Target*, a fin de cumplir ambos requisitos y poder ejercitar el *squeeze-out* requerirá que su oferta sea aceptada por acciones representativas del 90% del capital. Por el contrario, un accionista que con anterioridad a la formulación de la OPA fuera titular de, por ejemplo, un 29,99% del capital con derecho de voto, para cumplir ambos requisitos y poder ejercitar el *squeeze-out* requerirá que la oferta sea aceptada por acciones representativas de aproximadamente un 63,01% o, lo que es lo mismo, necesitará alcanzar una participación total del 93% (29,99% + 63,01%) del capital.

transpone aquella. En consecuencia, se prima la utilización de aquellas técnicas que eran habituales durante la vigencia del régimen derogado⁴⁰⁰ (esto es, el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores), consistentes en la suscripción de compromisos irrevocables de venta y la realización de una OPA voluntaria *ex-ante*, a un precio fijado libremente por el oferente (este tipo de compromisos irrevocables se analizan en mayor detalle en el apartado 2.3. posterior).

Por otra parte, el criterio restrictivo aplicado por el RD de OPAs, al dificultar en la práctica el ejercicio del derecho de venta forzosa, puede redundar en un perjuicio también para los accionistas minoritarios -a los que en principio pretende precisamente proteger- pues estos, con una participación muy inferior al 10%, pueden ver cómo se quedan “prisioneros” en una sociedad sin poder siquiera ejercitar su derecho de compra forzosa (*sell-out*).

Frente a este elenco de argumentos detractores del sistema de doble umbral establecido por el legislador español, sus defensores aducen que la inclusión del umbral de aceptación tiene la ventaja de permitir a nuestro legislador imponer -de conformidad con lo previsto en el segundo párrafo del art. 15.5 de la Directiva 2004/25/CE- la regla en cuya virtud la aceptación por al menos del 90% de los destinatarios de la oferta determina que el precio de la oferta previa se considere automáticamente un “precio equitativo”. No obstante, parece que la regla de determinación del precio por referencia al de la oferta previa podría

⁴⁰⁰ Para una exposición detallada del anterior sistema normativo, *vid.* ALONSO UREBA, A., “Incidencia en el régimen sobre Ofertas Públicas de Adquisición del Derecho comunitario sobre control de operaciones de concentración”, en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1992, págs. 259 a 282; TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del Mercado de Valores*, Ed. Cálamo, Barcelona, 2003, págs. 299 y siguientes; CNMV, *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Madrid, 1999; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Artículo 1.-Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa”, en la obra colectiva *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*, dirigida por F. SÁNCHEZ CALERO, vol. I, Ed. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993, págs. 27 y siguientes; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, en la obra colectiva *Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. III, McGraw Hill, Madrid, 2002, págs. 3031 y siguientes; PÉREZ RENOVALES, J., “Las ofertas públicas de adquisición de valores”, en la obra colectiva *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, coordinada por F. URÍA, Editorial La Ley, Madrid, 2006, págs. 615 y siguientes.

haberse incluido sin necesidad de introducir la exigencia de un segundo umbral para el ejercicio del *squeeze-out*.

En definitiva, al margen de la valoración negativa que merece este criterio restrictivo por diversas razones cuyo análisis detallado excede del objeto de este trabajo, debe tenerse en cuenta que la existencia del segundo de los citados requisitos (esto es, la aceptación de la OPA por al menos un 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido) podrá tener un impacto muy significativo en la opción entre una estructura de OPA voluntaria o una de OPA obligatoria. Y ello fundamentalmente por el efecto señalado anteriormente de que en la OPA voluntaria (en la que el oferente habrá pactado con uno o varios accionistas significativos que estos acepten la OPA respecto de sus acciones) las acciones de las que sean titulares los accionistas significativos se incluirán a los efectos del cómputo del umbral de aceptación del 90%, mientras que en la OPA obligatoria dichas acciones se habrán adquirido al margen de la OPA y dicho umbral de aceptación deberá alcanzarse respecto de las acciones restantes a las que se dirija la OPA. En consecuencia, parece razonable pensar que en la práctica es muy posible que una estructura de OPA obligatoria afecte significativamente a la capacidad del oferente de alcanzar el umbral de aceptación exigido para poder ejercitar el derecho de venta forzosa y, por lo tanto, a la viabilidad misma de su ejercicio.

2.2. Anuncio de la oferta.

A. Obligación general de anunciar la OPA.

La decisión u obligación de formular una OPA debe ser anunciada por el oferente. El momento de dicho anuncio dependerá de que se trate de una OPA de naturaleza voluntaria u obligatoria.

Comenzando por las OPAs obligatorias, el art. 16.2 del RD de OPAs establece que quien se encuentre en alguno de los supuestos determinantes de la obligación de formular OPA obligatoria deberá hacerlo público y difundirlo por la vía de la comunicación como hecho relevante (incluyendo bien su intención de formular una OPA o bien, en su caso, de solicitar una dispensa).

En relación con las OPAs voluntarias, establece el art. 16.1 del RD de OPAs que el oferente deberá hacer pública y difundir como hecho relevante la decisión de formular una OPA, *“tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una OPA y siempre que se haya asegurado que se puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier tipo de contraprestación”*.

En cuanto al contenido del anuncio que debe publicar el oferente, el art. 16.5 del RD de OPAs establece la facultad de la CNMV para determinar mediante circular el modelo al que deban ajustarse dichos anuncios. En este sentido, cabe señalar que la CNMV ha hecho uso de esta prerrogativa, aprobando la Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Del enunciado del art. 16.1 del RD de OPAs se desprenden varias cuestiones interesantes. Conviene apuntar, siquiera brevemente, dos de ellas:

a) *¿En qué momento debe entenderse adoptada la decisión de formular una OPA?*

Parece razonable pensar que normalmente la formulación de la OPA irá precedida de los correspondientes acuerdos aprobatorios por parte del órgano de administración -y posiblemente de la junta general- del oferente, con lo cual, como tarde, desde el momento de la adopción de los correspondientes acuerdos sociales cabrá entender que ya existe una decisión de formular la OPA.

Hasta aquí la cuestión no parece ofrecer mayores dudas, pero pueden darse casos en los que la situación no esté tan clara. Por ejemplo, en el caso en que el oferente esté negociando la suscripción de un compromiso irrevocable de formulación de OPA y de venta de acciones con uno o varios accionistas significativos, lo habitual será que el correspondiente acuerdo del órgano de administración (y, en su caso, de la junta general) del oferente se adopte con carácter previo a la suscripción del contrato que documente dicho compromiso

irrevocable de formulación de OPA y de venta de acciones. En este caso, cabría entender que la decisión de formular la OPA se ha adoptado ya en el momento en que el órgano de administración del oferente aprueba la suscripción del compromiso irrevocable con uno o varios accionistas significativos. No obstante, una interpretación más razonable parecería ser que la obligación de anunciar la OPA no nace hasta el momento en que se produce la suscripción del compromiso irrevocable y el oferente adquiere la obligación contractual de formular la OPA (hasta ese momento, la decisión del oferente de formular la OPA, si bien está adoptada, parte de la premisa de alcanzar un acuerdo satisfactorio con el o los accionistas significativos; por lo tanto, si las negociaciones con el o los accionistas significativos se frustraran, decaería, por imposibilidad, la decisión del oferente de formular la OPA).

b) ¿Cuándo cabe entender que el oferente se ha asegurado de que puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo?

La respuesta a esta cuestión dependerá en gran medida de los recursos económicos con cargo a los cuales el oferente vaya a financiar la contraprestación de la OPA.

Si el oferente dispone de caja suficiente para hacer frente íntegramente a la contraprestación de la OPA, no se planteará ninguna duda. No obstante, parece razonable pensar que este caso será el menos habitual.

En los casos en que el oferente obtenga financiación ajena (típicamente, un préstamo de una o varias entidades de crédito) pueden surgir ciertas dudas. ¿Es necesario que el oferente haya cerrado y suscrito el contrato de financiación o, por el contrario, basta con que haya obtenido un compromiso preliminar de financiación? ¿Qué sucede si la disposición de la financiación está sujeta a determinadas condiciones (por ejemplo, a la adopción de ciertos acuerdos sociales)? ¿Y si la financiación incluye cláusulas que permitan al prestamista desvincularse del compromiso de conceder el préstamo (por ejemplo, cláusulas de cambio material adverso de la situación, etc.)?

La respuesta a estas cuestiones deberá analizarse caso por caso, atendiendo a las circunstancias concretas pero, con carácter general, aunque queden

cuestiones de detalle por determinar, será suficiente con que el oferente haya obtenido un compromiso firme y vinculante del prestamista. Dicho compromiso deberá ser incondicional y estar sujeto, exclusivamente y en su caso, a cuestiones “mecánicas”, sin que exista un riesgo “real” de que el oferente pueda no disponer de la financiación concedida y, por tanto, de que el oferente no tenga recursos líquidos suficientes para hacer frente a sus obligaciones derivadas de la OPA.

B. Obligaciones específicas de anunciar una OPA en caso de filtraciones.

Al margen de la obligación general de anunciar una OPA prevista en el art. 16 del RD de OPAs, en caso de filtrarse con anterioridad al anuncio del oferente su intención de formular la OPA, existen obligaciones específicas cuya finalidad es garantizar la transparencia del mercado.

El art. 83 bis 1 f) de la LMV establece como regla general que, en el supuesto de que se produzca una evolución anormal en la negociación de un valor (ya afecte a los volúmenes o a los precios) y existan indicios racionales de que tal evolución es consecuencia de una difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, el emisor deberá difundir de inmediato un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar (todo ello sin perjuicio de la facultad prevista en el art. 82.4 de la LMV⁴⁰¹).

La práctica habitual en caso de filtraciones ha consistido en la publicación de una comunicación de hecho relevante (por parte del oferente y/o por parte de la Sociedad *Target*) informando de la existencia de negociaciones y aclarando que hasta la fecha no se ha alcanzado ningún acuerdo, ni existe ninguna decisión tomada (puesto que ello, conforme al art. 16 del RD de OPAs obligaría a la publicación de un anuncio formal de OPA). En caso de existir una previsión concreta en relación con el precio de la potencial OPA, puede tener interés para el oferente comunicarlo cuanto antes al mercado, ya que de esta manera

⁴⁰¹ De acuerdo con el art. 82.4 de la LMV el emisor “*podrá, bajo su propia responsabilidad retrasar la publicación y difusión de la información relevante cuando considere que la información perjudica sus intereses legítimos, siempre que tal omisión no sea susceptible de confundir al público y que el emisor pueda garantizar la confidencialidad de dicha información. El emisor informará inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores*”.

el precio anunciado será claramente superior al de cotización y evitará que, como consecuencia de los movimientos alcistas de precio derivados de la especulación (es decir, inversores que compran ante la expectativa de una posible OPA con prima), el precio ofrecido, en el momento de hacerse público con ocasión de la formulación de la OPA, resulte poco atractivo en comparación con el valor de cotización en dicha fecha.

2.3. Acuerdos previos.

En la fase previa o de preparación de la OPA es bastante frecuente que el oferente suscriba determinados acuerdos con uno o varios accionistas significativos de la Sociedad *Target* y, en su caso, también con la propia Sociedad *Target*.

Sin perjuicio de las particularidades derivadas de cada caso concreto, entre los acuerdos más habituales pueden distinguirse dos grandes figuras:

- (i) Compromisos irrevocables de venta (los llamados *irrevocable undertakings*) suscritos por el oferente con uno o varios accionistas significativos con el fin de asegurar que estos acepten la OPA respecto de las acciones de las que fueran titulares.
- (ii) Y los acuerdos de compensación por gastos (también conocidos por su nomenclatura anglosajona como *break-up fees* o *inducement fees*), normalmente entre el oferente y la Sociedad *Target*, mediante los que se pretende compensar a aquel en caso de que su OPA finalmente se viera frustrada como consecuencia de la formulación de una OPA en términos más ventajosos.

Ambas figuras contractuales se encuadran dentro de los denominados “mecanismos de protección de la oferta” o “mecanismos facilitadores de la oferta”, esto es, acuerdos cuya finalidad principal reside en asegurar el éxito de la OPA, fundamentalmente para el supuesto de surgir posteriormente ofertas

competidoras⁴⁰². A continuación indicaremos brevemente las principales características de ambas figuras.

A. Acuerdos con accionistas significativos: los compromisos irrevocables de venta.

a) Finalidad perseguida por las partes.

Mediante la suscripción de un compromiso irrevocable de venta (en adelante, un “**Compromiso Irrevocable**”) uno o varios accionistas significativos de una sociedad cotizada asumen de forma irrevocable frente al oferente el compromiso de vender sus títulos en el contexto de una OPA formulada por este en unos términos preacordados.

Por lo tanto, la finalidad del Compromiso Irrevocable reside en contribuir a garantizar el éxito de la OPA, y ello desde una doble vertiente.

En primer lugar, el oferente obtiene un compromiso firme de que le serán transmitidas las acciones (y, en su caso, los demás valores) de la Sociedad *Target* que sean titularidad de los accionistas significativos, lo cual, dependiendo del tamaño de su participación, puede suponer una garantía de cara a hacerse con el control de la Sociedad *Target* (y, en caso de ser insuficiente para garantizar la toma de control, al menos contribuirá significativamente a su consecución).

Al mismo tiempo, cuanto mayor sea la participación comprometida a través del Compromiso Irrevocable, en mayor medida servirá para desincentivar la presentación de ofertas competidoras por parte de terceros (a más acciones que tenga comprometidas el oferente, más difícil -o incluso imposible- resultará para un tercero hacerse con el control de la Sociedad *Target*).

Esta función de garantía adquiere especial importancia si se tiene en cuenta el elevado coste asociado a la formulación de una OPA. Dicho coste no solo comprende los gastos derivados del estudio y tramitación de la OPA (costes internos del oferente, gastos de asesores legales, tasas administrativas, gastos

⁴⁰² Vid. CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C., *Las ofertas públicas de adquisición competidoras*, Editorial La Ley, Madrid, 2011.

derivados de la obtención de las correspondientes autorizaciones administrativas, honorarios de intermediarios y asesores financieros, etc.), sino que también tiene un importante componente derivado del potencial perjuicio que puede sufrir la imagen del oferente en el mercado en caso de que la OPA no resulte exitosa.

Por otra parte, el Compromiso Irrevocable, al hacerse público por el oferente, sirve para transmitir un mensaje de confianza al mercado y a los accionistas minoritarios, por cuanto el Compromiso Irrevocable de los accionistas significativos de transmitir su participación en la Sociedad *Target* representa en cierta medida un refrendo de la bondad de los términos ofrecidos en la OPA y, en su caso, una cierta garantía de éxito de la misma.

b) El papel del Compromiso Irrevocable tras la reforma de la normativa en materia de OPAs.

Conviene hacer una referencia al impacto que la entrada en vigor en el año 2007 de la nueva normativa en materia de OPAs ha tenido sobre la figura del Compromiso Irrevocable.

Tal y como se ha apuntado en el apartado 2.1, frente a la normativa anterior, vigente hasta el 12 de agosto de 2007 (en cuya virtud la obligación de formular una OPA derivaba de la intención de adquirir en uno o varios actos sucesivos acciones u otros valores), la normativa actualmente vigente en materia de OPAs, en línea con el modelo propuesto por la Directiva 2004/25/CE, establece un régimen de “OPA a posteriori”, en cuya virtud la obligación de formular una OPA resulta de la previa adquisición del control sobre una sociedad cotizada. En consecuencia, las posibilidades del oferente de cara a garantizar el éxito de su OPA ya no están limitadas a la suscripción de un mero Compromiso Irrevocable, sino que puede libremente adquirir el paquete de títulos de uno o varios accionistas significativos con carácter previo a la formulación de la OPA.

Parecería por lo tanto que, en este nuevo escenario, el recurso al Compromiso Irrevocable habría perdido toda razón de ser, estando abocado al desuso.

Sin embargo, dada la configuración del régimen legal en materia de OPAs en virtud de lo dispuesto en la Ley 6/2007 y en el RD de OPAs, no es este el caso, en tanto que la opción por un Compromiso Irrevocable, frente a una adquisición de la participación del accionista significativo al margen de la OPA, comporta ciertas ventajas significativas (las cuales ya se han apuntado brevemente en el apartado 2.1 anterior).

Asimismo, la fórmula del Compromiso Irrevocable hace posible que la transmisión de las acciones de los accionistas significativos esté sometida a las condiciones a las que el oferente haya sujetado la OPA (en particular, la condición consistente en alcanzar un nivel mínimo de aceptación).

Por las razones expuestas, pese a que la normativa actual permite al oferente hacerse con el control de la Sociedad *Target* al margen y con carácter previo a la formulación de la OPA, la figura del Compromiso Irrevocable no ha quedado superada. Prueba de ello es el recurso a esta figura en operaciones posteriores a la entrada en vigor del RD de OPAs⁴⁰³.

c) Contenido típico del Compromiso Irrevocable.

El contenido concreto del Compromiso Irrevocable varía en función de las particularidades de cada caso.

No obstante, habida cuenta de la finalidad del Compromiso Irrevocable, hay determinados pactos consustanciales a la naturaleza de esta figura o, sino, al menos comunes a la mayoría de los casos. Entre tales pactos cabe destacar los siguientes:

- (i) La obligación del oferente de formular una OPA sobre el 100% de los valores de la Sociedad *Target*.

La principal obligación del oferente, como no podía ser de otra manera, consistirá en formular una OPA sobre los valores emitidos por la Sociedad *Target*.

⁴⁰³ Por ejemplo, recientemente en la OPA formulada por International Petroleum Investment Company sobre CEPSA, aquella había suscrito un Compromiso Irrevocable con el otro accionista de referencia, el grupo francés Total.

Junto con la obligación del oferente de formular la OPA suelen establecerse los términos de la misma (forma e importe de la contraprestación ofrecida, condiciones a las que se somete la OPA, etc.). Lógicamente, estos términos tienen la condición de mínimos, no existiendo normalmente impedimento para que el oferente unilateralmente los mejore (por ejemplo, incrementando la contraprestación ofrecida).

- (ii) Plazo en que el oferente debe presentar la solicitud de autorización de la OPA.

Este plazo habitualmente es bastante corto y, en todo caso, no superará un mes (por aplicación de lo dispuesto en los arts. 16 y 17 del RD de OPAs – tal y como se ha indicado en el apartado 2.2. anterior, parece razonable pensar que, una vez suscrito el Compromiso Irrevocable y, por tanto, adquirida la obligación de formular la OPA, ha de empezar a contar el plazo de un mes del que dispone el oferente para formular la OPA-).

- (iii) Compromiso de los accionistas significativos de aceptar la OPA respecto de aquellos valores objeto del Compromiso Irrevocable.

Tal y como indica su propia nomenclatura, el objeto principal del Compromiso Irrevocable consiste precisamente en la obligación del titular de los valores objeto de la OPA de aceptar la misma respecto de dichos valores.

Normalmente, los valores de la Sociedad *Target* comprometidos por los accionistas significativos representarán la totalidad de los que estos sean titulares en el momento de formulación de la OPA (extendiéndose asimismo a cualesquiera valores adicionales que pudieran adquirir hasta el momento de la aceptación de la OPA), si bien nada impediría que el Compromiso Irrevocable únicamente se refiriera a una parte.

- (iv) Plazo en que los accionistas significativos deben aceptar la OPA respecto de los valores de su titularidad.

La aceptación deberá producirse durante el plazo de aceptación de la OPA que, de acuerdo con lo previsto en el art. 23 del RD de OPAs, se fijará por el oferente, no pudiendo ser inferior a quince días naturales, ni superior a setenta, contados desde la publicación de los anuncios de la OPA.

No es infrecuente que el oferente y los accionistas significativos pacten que la aceptación deba producirse en un plazo determinado dentro del periodo de aceptación de la OPA (por ejemplo, dentro de los primeros dos o tres días hábiles bursátiles), pues, no existiendo motivo para que los accionistas significativos demoren su aceptación o incluso agoten el plazo, la pronta aceptación en cambio contribuirá a transmitir una imagen positiva al mercado en lo que se refiere a las probabilidades de éxito de la OPA, ayudando así a incentivar una mayor aceptación de la misma.

- (v) Supuestos en los que el oferente tendrá derecho a desistir de la OPA.

El Compromiso Irrevocable podrá o no establecer determinados supuestos en los que el oferente quede liberado de su obligación de formular una OPA o de continuar promoviendo la tramitación de la misma. Entre ellos cabe destacar el supuesto de que se presentara una oferta competidora por un precio superior.

- (vi) Supuestos en los que los accionistas significativos quedarán liberados de su compromiso de aceptar la OPA.

De igual manera que puede preverse que, como consecuencia del acaecimiento de determinados supuestos, el oferente quede liberado de su compromiso de promover la OPA, también podrán pactarse casos en los que los accionistas significativos puedan liberarse de su compromiso de transmitir los valores de su titularidad al oferente. Un caso típico es, por ejemplo, la presentación de una oferta competidora con la del oferente y cuyo precio fuera significativamente superior.

Precisamente en función de si prevén o no la facultad de los accionistas significativos de liberarse del compromiso irrevocable de venta, se

distingue entre Compromisos Irrevocables “duros” (*hard irrevocables*) y “blandos” (*soft irrevocables*).

Aparte del interés obvio que tiene para los accionistas significativos, esta facultad puede responder asimismo a la necesidad de evitar que una OPA que, dadas las condiciones en las que se ha formulado, no tenga ningún viso de prosperar y, sin embargo, impida *de facto* el éxito de otra oferta competidora a un precio superior (por prohibir el Compromiso Irrevocable la posibilidad de que los accionistas significativos acepten esta última, aún cuando sea patente que aquella está abocada al fracaso).

(vii) Opciones de compra y venta.

Tras la entrada en vigor del RD de OPAs y como consecuencia de la transición a un sistema de OPA “*a posteriori*”, ha adquirido relevancia la posibilidad de que el accionista significativo otorgue al oferente un derecho de opción de compra sobre las acciones de la Sociedad *Target* de las que fuera titular.

Entre otras finalidades, dicha opción de compra permitirá al oferente asegurar el éxito de la OPA pues, en caso de formularse una o varias ofertas competidoras, el oferente podrá ejercitar su derecho de opción y adquirir las acciones titularidad del accionista significativo (frustrando así las expectativas de éxito de las ofertas competidoras).

Como contrapartida del derecho de opción de compra, el accionista significativo podrá obtener del oferente un derecho de opción de venta, ejercitable, por ejemplo, en caso de no autorizarse la OPA formulada por este o de no tener éxito (por ejemplo, por no cumplirse alguna de las condiciones a las que estuviera sujeta)⁴⁰⁴.

⁴⁰⁴ Un ejemplo reciente de Compromiso Irrevocable que incluía opciones tanto de compra como de venta es el suscrito por International Petroleum Investment Company y Total en el contexto de la OPA formulada por aquella sobre CEPESA en marzo de 2011.

(viii) Cláusulas penales.

No es infrecuente que el Compromiso Irrevocable prevea cláusulas penales para el caso de que cualquiera de las partes incumpla sus compromisos. Este tipo de cláusulas tienen una doble función: (i) preventiva, en tanto que contribuyen a desincentivar el incumplimiento; y (ii) paliativa, pues aseguran una mínima indemnización en caso de que, acaecido un incumplimiento, no sea posible exigir el cumplimiento forzoso en especie y la mera indemnización de los daños y perjuicios causados por el incumplimiento resulte insuficiente.

Estas cláusulas penales no deben confundirse con las cláusulas de compensación de gastos que se abordan brevemente a continuación.

B. Acuerdos con la Sociedad Target: pactos de compensación de gastos.

No es infrecuente que el oferente pacte, bien con los accionistas significativos o bien con la propia Sociedad *Target*, el pago de una indemnización en el supuesto de que la OPA formulada por aquel no resulte exitosa, como consecuencia de la presentación de una oferta competidora a un precio superior.

En relación con esta indemnización, conocida generalmente por la terminología anglosajona de *break-up fee* o *inducement fee*, es pacífica su admisibilidad en Derecho cuando el pago es realizado por un accionista significativo, toda vez que se trata de un acto que cae de lleno en la autonomía de la voluntad de las partes.

En cuanto a la posibilidad de que el pago sea realizado no por un accionista significativo, sino por la propia Sociedad *Target*, en la actualidad está reconocida expresamente en el RD de OPAs. Sin embargo, con anterioridad a la entrada en vigor del RD de OPAs, el pago de dicha compensación por parte

de la propia Sociedad *Target* suscitaba mucha polémica⁴⁰⁵. Entre las razones que dieron lugar al debate, cabe destacar fundamentalmente dos argumentos:

- (i) En primer lugar, se alegaba que dicho pago, en la medida que fuera realizado por la Sociedad *Target*, podía constituir una infracción de la prohibición de asistencia financiera, ya que tal y como hemos visto, de acuerdo con la normativa societaria, una sociedad no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero.

Sin embargo, este argumento ha de rechazarse por cuanto el pago del *break-up fee* procede exclusivamente en aquellos casos en los que la OPA del oferente no prospera y, por lo tanto, este no adquiere la participación en el capital de la Sociedad *Target* (no pudiendo, por lo tanto, entenderse que ha existido asistencia financiera por parte de la Sociedad *Target* para la adquisición de sus propias acciones).

- (ii) En segundo lugar, se argumentaba que el pago de un *break-up fee* por parte de la Sociedad *Target* era incompatible con el interés social de esta, puesto que ni la propia sociedad, ni la generalidad de sus accionistas se beneficia de esta medida; al contrario, se sostenía que la medida beneficia únicamente al oferente y al accionista significativo. No obstante, lo cierto es que la formulación de una OPA sobre el 100% del capital de la Sociedad *Target* beneficia a todos los accionistas de la misma, pues les permite vender sus acciones al precio de la OPA, que, por definición, incluye normalmente una prima respecto del valor de cotización de las mismas en bolsa (si no supusiera el pago de una prima, la OPA no sería atractiva y cabe esperar que ningún accionista la aceptara).

⁴⁰⁵ Cabe recordar el caso de la OPA formulada por Coral Retail, S.L., sociedad vehículo de los fondos CVC, en 2005 sobre Cortefiel, S.A. En dicha OPA el oferente había suscrito un Compromiso Irrevocable con los accionistas de control de la Sociedad *Target*, el cual incluía una cláusula de compensación de gastos que establecía la obligación de pago para la propia sociedad. Dicha cláusula finalmente no fue admitida por la CNMV y hubo de modificarse en el sentido de asumir el pago los accionistas de control suscriptores del Compromiso Irrevocable.

Por otra parte, cabe destacar que la existencia de una cláusula de compensación de gastos permite al oferente abordar la OPA con una mayor seguridad de evitar los llamados “gastos hundidos” (o *sunk costs*, conforme a la terminología anglosajona), sobre todo teniendo en cuenta los elevados gastos que conlleva la formulación de una OPA (gastos de estudio, coste de asesores, tasas administrativas, etc.). Ello facilita al oferente la adopción de la decisión de formular la OPA y, por lo tanto, es favorable a la existencia de esta, redundando así en beneficio de los accionistas de la Sociedad *Target*.

En esta misma línea cabe destacar que la experiencia ha demostrado que la presentación de la primera oferta tiene un efecto llamada y provoca la presentación, en su caso, de ofertas competidoras, lo cual también redundaría en beneficio de un mercado activo de control societario y, en definitiva, de los accionistas.

Es por ello que, atendiendo al carácter beneficioso que un proceso competitivo entre varias OPAs tiene para la generalidad de los accionistas (e incluso para la propia Sociedad *Target*), resulte justificado reconocer al primer oferente el derecho a percibir una indemnización en caso de que su OPA finalmente no prospere como consecuencia de la presentación de otra(s) oferta(s) en términos más favorables.

En todo caso y sin perjuicio de la validez de los anteriores argumentos a favor de la admisibilidad de las cláusulas de compensación de gastos cuando el pago corresponda a la propia Sociedad *Target*, como se ha apuntado anteriormente, la polémica ha quedado superada en la medida en que el RD de OPAs en su art. 42.4 prevé expresamente la posibilidad de que la Sociedad *Target* pague una “comisión, en concepto de gastos de preparación de la oferta, en caso de que, por presentarse otras ofertas, la suya no prospere”.

Haciendo un breve inciso, resulta destacable que el RD de OPAs haga referencia a una “comisión”, cuando la naturaleza del *break-up fee* es claramente compensatoria/indemnizatoria.

En todo caso, y sin perjuicio de las cuestiones de nomenclatura, el RD de OPAs establece determinados requisitos y límites a los que debe ajustarse la cláusula de compensación de gastos. En concreto, son los siguientes:

- (i) En primer lugar, el importe de la “comisión” no podrá ser superior al 1% del importe total efectivo de la OPA.
- (ii) En segundo lugar, el pago de la comisión deberá ser aprobado por el consejo de administración de la Sociedad *Target*.
- (iii) Por otra parte, el pago de la comisión deberá contar con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad.

Llama la atención que el RD de OPAs presuponga la existencia de un asesor financiero contratado por la Sociedad *Target*. Si bien es común que la Sociedad *Target* contrate los servicios de un asesor financiero externo (fundamentalmente para que emita una opinión acerca de si la contraprestación ofrecida por el oferente es o no equitativa y razonable), no es menos cierto que no existe ninguna obligación al respecto.

El RD de OPAs tampoco especifica los aspectos que el informe del asesor financiero deba valorar y sobre los que deba pronunciarse.

- (iv) Finalmente, la existencia de un *break-up fee* debe detallarse en el folleto explicativo de la OPA.

C. Otros acuerdos: los acuerdos de confidencialidad y de limitación de compra de acciones.

Al margen de las categorías descritas en los apartados anteriores, que representan los acuerdos más particulares y característicos de las operaciones de P2P, en el contexto de la preparación de la operación podrán existir otros acuerdos entre el oferente y accionistas significativos y/o la propia Sociedad *Target*.

Las posibilidades son muy amplias y la naturaleza de tales acuerdos variará en función de las características de la operación, eso sí, siempre con el límite del

principio de igualdad de trato de los accionistas (especialmente en el caso de acuerdos suscritos entre el oferente y uno o varios accionistas significativos) y del interés social (sobre todo en el caso de acuerdos suscritos entre el oferente y la propia Sociedad *Target*).

Sin perjuicio de lo anterior, entre los acuerdos más habituales en la práctica de las operaciones de P2P cabe citar los acuerdos de confidencialidad y de limitación de compra de acciones. En efecto, un ejemplo habitual de otros acuerdos correspondientes a la fase de preparación de la OPA es el de los acuerdos de confidencialidad que, en su caso, suscriba el oferente con uno o varios accionistas significativos o con la propia Sociedad *Target*.

La finalidad de estos acuerdos consiste en salvaguardar la confidencialidad, de una parte, de la información que los accionistas significativos y/o la propia Sociedad *Target* intercambien con el oferente. En la mayoría de los casos será la Sociedad *Target* la que, al menos de manera principal, suministre información al oferente en el contexto de un proceso de revisión o *due diligence* llevado a cabo por este y sus asesores (en el apartado 2.4. posterior se analizan en mayor detalle este tipo de procesos). No obstante, también es posible que el oferente facilite determinada información a los accionistas significativos y a la Sociedad *Target* (por ejemplo, información financiera o de negocio, al efecto de que la Sociedad *Target* pueda valorar adecuadamente la bondad de la operación proyectada, la contraprestación no dineraria ofrecida, etc.).

Asimismo, mediante la suscripción de un acuerdo de confidencialidad las partes pretenderán igualmente garantizar la confidencialidad de la existencia misma y del contenido de las conversaciones que estén manteniendo en relación con la formulación de la OPA.

Al margen de los compromisos de confidencialidad, no es infrecuente que el oferente asuma la obligación de no realizar operaciones relativas a las acciones de la Sociedad *Target* y, fundamentalmente, a no adquirir acciones de esta, mientras estén manteniéndose conversaciones relativas a la posible

formulación de la OPA. Este tipo de acuerdos se conocen generalmente, atendiendo a su nomenclatura anglosajona, como *stand-still agreements*.

2.4. El proceso de revisión (*due diligence*) de la Sociedad *Target*.

Cabe la posibilidad de que, con carácter previo a la formulación de la OPA, el oferente tenga ocasión de llevar a cabo una revisión, generalmente limitada, de información de naturaleza legal, comercial, financiera y/o de otra naturaleza de la Sociedad *Target*.

La existencia o no de una revisión de este tipo (o *due diligence*) dependerá en gran medida de distintos factores: de que se trate de una OPA “amistosa” u “hostil” (en este último caso, difícilmente la Sociedad *Target* facilitará información al oferente); del nivel de información relativa a la Sociedad *Target* de la que dispusiera el oferente con anterioridad a la formulación de la OPA (por ejemplo, el oferente podría ser ya un accionista de referencia de la Sociedad *Target* o, por el contrario, ser un tercero completamente ajeno a esta); etc.

Hasta la entrada en vigor del RD de OPAs, la normativa española guardaba absoluto silencio acerca de la existencia y/o las reglas aplicables a este tipo de procesos de revisión.

El RD de OPAs sí hace referencia a los procesos de revisión en el contexto de una OPA, si bien tampoco establece una obligación respecto a su existencia ni incluye una regulación exhaustiva de los mismos.

A. Igualdad informativa.

El RD de OPAs en su art. 46⁴⁰⁶ se limita establecer un principio de igualdad informativa, dirigido a asegurar la igualdad de trato entre los distintos oferentes, en caso de que hubiera una pluralidad de ellos.

⁴⁰⁶ “Art. 46. Igualdad informativa

1. La sociedad objeto de la oferta deberá garantizar que exista igualdad informativa entre los oferentes competidores.

2. A tal fin y cuando sea específicamente requerida para ello por un oferente o potencial oferente de buena fe, la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la

La escueta redacción del art. 46 del RD de OPAs, claramente inspirada en la normativa inglesa (en concreto, en la norma (*rule*) 20.2 del *City Code on Takeovers and Mergers*), plantea diversas cuestiones, sin duda interesantes; por ejemplo, cuándo se considera que un oferente es de buena fe; a partir de qué momento puede considerarse a un tercero como “potencial oferente”, legitimado para solicitar la puesta a disposición de información; cómo tratar los casos en los que exista una asimetría informativa de partida no derivada de un suministro desigual de información, sino de que un oferente hubiera tenido acceso a información como consecuencia de su representación en el consejo de administración o de formular la oferta de manera concertada con parte del equipo directivo de la Sociedad *Target* (por ejemplo, en una operación de *management buyout*), etc.

En todo caso, dado que estas cuestiones exceden del objeto de este trabajo, no entraremos a analizarlas aquí. Lo verdaderamente relevante a nuestros efectos es que el precepto legal se limita a establecer un principio de igualdad de trato para el caso de existir varios oferentes y haber suministrado la Sociedad *Target* información a uno o varios de ellos, con lo cual implícitamente se reconoce la posibilidad de que la Sociedad *Target* facilite información a terceros oferentes o potenciales oferentes. En cambio, el precepto del RD de OPAs no sienta la obligación de que exista un proceso de revisión legal, ni obliga a que la Sociedad *Target* facilite información a un oferente o potencial oferente en el contexto de una OPA, salvo precisamente en la medida en que fuera necesario para preservar la igualdad de trato respecto de otros oferentes o potenciales oferentes.

B. Limitaciones y requisitos.

Pese al silencio del legislador, todo proceso de revisión necesariamente deberá cumplir con determinadas limitaciones y requisitos, con objeto de garantizar el respeto al interés social. Ni la inexistencia de una regulación exhaustiva, ni el

información solicitada siempre que esta hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes.

3. La sociedad condicionará la entrega de información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta”.

establecimiento taxativo de un principio de igualdad de trato deben interpretarse como derogación del principio de respeto al interés social que ha de guiar la actuación de los administradores de toda sociedad de capital.

a) *El consejo como órgano que deberá decidir acerca de la entrega de información.*

El suministro de información de la Sociedad *Target* –tanto en el caso de solicitudes recibidas de oferentes o potenciales oferentes en aplicación del principio de igualdad informativa, como, en general, en situaciones de un único oferente que pide tener acceso a determinada información- requerirá de un acuerdo de un órgano social debidamente facultado.

Con carácter general, ello implicará un acuerdo adoptado por el órgano de administración (que en sede de sociedades cotizadas siempre adoptará la forma de consejo de administración). A este respecto, cabe señalar que, en opinión de algún autor⁴⁰⁷, este acuerdo forma parte de las materias “indelegables”, que el órgano de administración no podrá delegar en un consejero delegado o en la comisión ejecutiva (no por encontrarse entre las funciones legalmente indelegables que establece el art. 249 de la LSC, sino como consecuencia de una autolimitación que debe imponerse el propio consejo y recogerla en su reglamento interno de funcionamiento).

Será, por lo tanto, el consejo de administración de la Sociedad *Target* el órgano que haya de resolver si facilitar o no determinada información al oferente o potencial oferente, con el fin de permitirle tomar una decisión informada acerca de la formulación de la OPA y sus términos.

En la adopción del acuerdo correspondiente, los consejeros deberán guiarse por los mismos criterios –y estarán sujetos a los mismos deberes legales y principios- que inspiran habitualmente su toma de decisiones. Por lo tanto, los consejeros deberán adoptar el acuerdo relativo al suministro de información atendiendo al interés social.

⁴⁰⁷ VIVES RUIZ, F., *Las Operaciones de “Public to Private” en el Derecho de OPAs Español*, 1ª edic., Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008, pág. 84.

b) El interés social como límite al principio de igualdad informativa.

Una vez establecido el principio de que será el consejo de administración el órgano que haya de acordar el suministro de la información al oferente o potencial oferente que lo solicite, se plantea si, en caso de que se cumplan los requisitos previstos en el art. 46 del RD de OPAs, el consejo estará siempre obligado a facilitar dicha información, sin que quepa reconocerle ningún margen de discrecionalidad, o si, por el contrario, existirán determinadas circunstancias en las que el consejo estará legitimado para oponer excepciones al suministro de la información.

Así, cabe pensar en situaciones en las que las características del oferente o potencial oferente determinen un riesgo especial a los efectos de suministrarle determinada información (por ejemplo, cuando el oferente sea un competidor de la Sociedad *Target* y la entrega de información comercial sensible pudiera entrañar un riesgo de pérdida de competitividad frente a aquel).

En este sentido, parece claro que la obligación de suministrar información derivada del principio de igualdad informativa deberá modularse, en primer lugar, atendiendo al interés social⁴⁰⁸. La actuación de los administradores de la Sociedad *Target*, incluyendo su obligación de cumplir con el principio de igualdad informativa, deberá interpretarse a la luz del interés social, como bien jurídico protegido que inspira toda su actuación. Lo contrario supondría reconocerle al principio de igualdad informativa prevalencia sobre el interés social, lo cual no solo parecería desproporcionado sino que implicaría superponer una norma reglamentaria como el art. 46 del RD de OPAs a una norma de rango legal (art. 226 de la LSC).

Partiendo de lo anterior, resulta conveniente dedicar unas líneas a analizar qué ha de entenderse por “interés social”, pues de ello puede depender la respuesta a la pregunta relativa a los límites al principio de igualdad informativa.

⁴⁰⁸ Vid. también VIVES RUIZ, F., *op. cit.*, pág. 80.

El concepto de “interés social” ha sido muy debatido por doctrina y jurisprudencia y tradicionalmente ha habido dos formas de interpretarlo⁴⁰⁹:

- (i) La postura institucionalista, que concibe la sociedad como un organismo vivo y diferenciado de sus accionistas, como una entidad en la que confluyen diversos intereses (de diferentes *stakeholders*; no solo los accionistas, sino los empleados, proveedores, acreedores, la comunidad o zona geográfica en la que la sociedad ejerce su actividad, etc.), e identifica la idea de interés social con el “interés de la sociedad” así entendida.
- (ii) La postura contractualista: concibe la sociedad como un contrato entre sus socios y parte de que el interés social es exclusivamente el interés de los socios. Se habla, así, del “interés común de los accionistas” o del “interés del accionista común”. El Código Unificado de Buen Gobierno se inclina expresamente por este enfoque contractualista, que considera adecuado desde la perspectiva del ejercicio efectivo y preciso por los consejeros de su responsabilidad y que es el que mejor responde a las expectativas de los accionistas-inversores, a quienes, en definitiva, ha de rendir cuentas el consejo de administración.

La discusión, como fácilmente se comprende, no es solo académica. Los consejeros deben actuar con fidelidad al interés social y, en la práctica, qué haya de entenderse por tal puede ser muy importante para determinar el alcance de sus deberes y los límites de actuación de los órganos de la sociedad.

Partiendo de una visión institucionalista, parece claro que el consejo de administración no debiera facilitar información sensible a un tercero si ello pudiera entrañar un riesgo para la propia sociedad (por ejemplo, porque el acceso del oferente a dicha información le permitiera estar en mejor disposición para competir con la Sociedad *Target*).

⁴⁰⁹ KOLB, A.: “Implicaciones Jurídicas derivadas del deber de lealtad sobre la actuación de los miembros del consejo de administración en un supuesto de fusión de una sociedad con su accionista mayoritario”, en la obra *2010 Anuario Mercantil para Abogados*, La Ley, Madrid, 2010, págs. 531 a 555.

En cambio, desde una visión contractualista del interés social, cabría argumentar que el suministro de la información solicitada a un competidor de la Sociedad *Target*, pese a poder ser potencialmente perjudicial para la propia sociedad, permitiría maximizar el precio de su oferta y, en consecuencia, el beneficio de todos los accionistas a quienes se dirige esta. En todo caso, esta argumentación representaría una aproximación algo simplista, puesto que un perjuicio para la sociedad normalmente supondrá automáticamente un perjuicio para sus accionistas, por ejemplo, en forma de menor valor de su participación.

Habiéndose decantado el Código Unificado de Buen Gobierno por la concepción contractualista, parece que es la que debe prevalecer. En consecuencia, los consejeros de la Sociedad *Target* han de guiarse en su actuación, a los efectos de resolver sobre si la Sociedad *Target* debe o no facilitar a un oferente la información solicitada, sobre todo, en función del interés de los accionistas, tratando de identificar ese interés común a los mismos al que hacíamos referencia.

En cualquier caso, resulta interesante señalar que la preferencia por una visión contractualista del interés social no significa que los intereses de los accionistas hayan de perseguirse a cualquier precio.

En definitiva, en cada caso concreto en que un oferente o potencial oferente solicite determinada información, el consejo de administración tendrá que determinar si se cumplen los requisitos del art. 46 del RD de OPAs que legitimen la solicitud y, en caso afirmativo, analizar los límites que, en su caso, imponga la protección del interés social.

C. Acceso a información privilegiada.

Como parte del proceso de revisión de la Sociedad *Target* que lleve a cabo el oferente o potencial oferente es posible que tenga acceso a información no pública que se considere privilegiada.

Recordemos que la información privilegiada se define en el art. 81.1 de la LMV como “*toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros*”

de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta Ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación”.

Por otra parte, el art. 81.2 de la LMV establece la obligación para quien esté en posesión de información privilegiada de abstenerse de *“preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o sobre instrumentos financieros de los mencionados en el apartado anterior a los que la información se refiera, o sobre cualquier otro valor, instrumento financiero o contrato de cualquier tipo, negociado o no en un mercado secundario, que tenga como subyacente a los valores negociables o instrumentos financieros a los que la información se refiera”.*

En consecuencia, en el supuesto de un oferente o potencial oferente que, durante el proceso de revisión de la Sociedad *Target*, tuviera acceso a información privilegiada relativa a esta, podría plantearse la duda acerca de si la posesión de dicha información privilegiada determinaría la prohibición de formular una OPA sobre las acciones de la Sociedad *Target*.

Ni la normativa española de OPAs (que, como se ha indicado, se limita a establecer el principio de igualdad informativa en el art. 46 del RD de OPAs), ni la normativa en materia de abuso de mercado abordan específicamente esta cuestión. La única referencia se encuentra en la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado), que en su considerando número 29 establece que *“el acceso a la información privilegiada de otra empresa y el uso de la misma en el contexto de una oferta pública de adquisición con el fin de obtener el control de dicha empresa o de proponer una fusión con la misma no debe considerarse en sí mismo como constitutivo de abuso de información privilegiada”.*

Como han señalado algunos autores⁴¹⁰, aunque se trate de un mero considerando y no de un precepto normativo vinculante, tiene un indudable valor interpretativo. Si bien es cierto que la escasa regulación no permite extraer una conclusión clara e inequívoca, parece que es esta la interpretación más coherente y la que ha venido siendo aplicada en la práctica (son múltiples los precedentes en los que el oferente, con carácter previo a la formulación de su oferta, ha llevado a cabo una revisión de la Sociedad *Target* y es probable que en determinados casos pudiera haber tenido acceso a información privilegiada). En este sentido, y desde una perspectiva eminentemente práctica, cabe plantearse algunas cuestiones que ayudarían defender una postura más “liberal” respecto de la problemática descrita. Así, por ejemplo: ¿cabe entender que la formulación de la OPA y su previsible impacto en la cotización de los valores objeto de esta en la práctica relegan a un segundo plano el análisis del potencial efecto que el acceso previo por el oferente a información privilegiada podría haber tenido (en tanto que el impacto que la información privilegiada, de haberse publicado, hubiera tenido en la cotización normalmente quedará superado por –y subsumido en- la prima ofrecida por el oferente)? En definitiva, se trata de una cuestión interesante y sin duda compleja, pero que excede del objeto del presente trabajo.

Por último, y sin perjuicio de lo anterior, cabe señalar que, aun aceptando la postura de que el suministro de información al oferente o potencial oferente por parte de la Sociedad *Target*, a los efectos exclusivos de analizar y preparar una OPA, no impide la posterior formulación de la misma, ello no necesariamente resuelve la cuestión acerca de si el oferente o potencial oferente puede utilizar dicha información para otros fines (por ejemplo, para adquirir acciones de la Sociedad *Target* sin formular una OPA o como paso previo a la misma).

En este sentido, el propio art. 46.3 del RD de OPAs dispone que la Sociedad *Target* condicionará la entrega de la información a su empleo al exclusivo fin de formular una OPA. Cabe destacar que, si bien existe esta previsión legal que

⁴¹⁰ AGUAYO ESCALONA, J., RODRÍGUEZ JIMÉNEZ, J.L. y FERNÁNDEZ-RAÑADA LÓPEZ-DÓRIGA, C., “Consideraciones en torno a las operaciones de Public to private”, en el libro *La nueva normativa de OPAs en España. Balance del Real Decreto 1066/2007 desde su entrada en vigor*, dirigido por J. L. GARCÍA DELGADO, Civitas, Madrid, 2010, pág. 131.

limita el uso de la información recibida por el oferente o potencial oferente, resulta bastante habitual que la Sociedad *Target*, como mecanismo adicional de protección, le imponga adicionalmente la obligación de no realizar otras operaciones relativas a valores de la Sociedad *Target* durante un periodo determinado de tiempo. Estas cláusulas, conocidas generalmente como compromisos de *stand-still*, suelen incluirse por la Sociedad *Target* en los acuerdos que suscriba con el oferente en la fase previa y, en particular, en los acuerdos de confidencialidad.

3. Adquisición de acciones al margen de la OPA (*stake-building*).

Una cuestión relevante que habitualmente se le plantea a todo oferente es la relativa a las adquisiciones de valores de la Sociedad *Target* al margen de la OPA, ya se trate de adquisiciones efectuadas con carácter previo a la fecha en que haga pública su intención de formular una OPA, ya se trate de adquisiciones posteriores, durante la tramitación de la oferta.

Tras la entrada en vigor del actual régimen legal en materia de OPAs en 2007, no cabe ninguna duda de que el oferente podrá libremente adquirir valores de la Sociedad *Target* al margen de la OPA (es decir, podrá hacer compras en el mercado) sin ningún tipo de restricción.

No obstante, las adquisiciones de valores de la Sociedad *Target* efectuadas tanto por el oferente como por partes que actúen en concierto con este, tendrán ciertas consecuencias, que se analizan a continuación.

3.1. Relevancia del momento en que se hubieran producido las adquisiciones al margen de la OPA.

Las consecuencias de las adquisiciones de valores de la Sociedad *Target* variarán en función del momento concreto en que hubieran tenido lugar.

A. Antes del anuncio/de la presentación de la OPA.

a) Adquisición de cualquier número de valores durante los doce meses previos a la OPA: impacto en el precio mínimo de la OPA.

Por supuesto, nada impide que el oferente (o las personas que actúen en concierto con él) hubieran adquirido valores de la Sociedad *Target* con anterioridad a la fecha de anuncio o presentación de la oferta (entre otras cosas, es muy posible que en el momento de efectuar dichas adquisiciones no tuviera siquiera planes concretos en relación con una futura oferta).

Ahora bien, el art. 9 del RD de OPAs es claro al establecer que, a los efectos de determinar el precio equitativo (que actúa como “suelo” en las OPAs de naturaleza obligatoria), se tomará como referencia el precio satisfecho por el oferente o personas que actúen concertadamente con él durante los doce meses previos al anuncio de la oferta.

Mediante este precepto, consecuencia directa de la opción por un régimen de OPA “*a posteriori*”, el legislador pretende garantizar que los titulares de valores de la Sociedad *Target* reciban un precio equitativo; o, dicho de otra manera, que no cobren menos que otros titulares que hubieran transmitido valores al oferente durante un periodo reciente y, en particular, que participen de la prima de control cobrada por el accionista que transmitió al oferente la participación determinante de la obligación de formular OPA.

b) Adquisición de más de un 5% durante los doce meses previos a la OPA: obligación de ofrecer efectivo.

Uno de los supuestos en los que el oferente vendrá obligado a ofrecer una contraprestación dineraria, al menos como alternativa, es precisamente cuando este (o las personas que actúen concertadamente con él) hubieran adquirido en efectivo, en los doce meses previos al anuncio de la oferta, valores que confieran al menos el 5% de los derechos de voto de la Sociedad *Target* (art. 14.2 a) del RD de OPAs).

Por lo tanto, las adquisiciones de valores efectuadas por el oferente (o las personas que actúen concertadamente con él) durante los doce meses

anteriores al anuncio de la oferta afectarán no solo al importe de la contraprestación sino también a la forma que esta haya de adoptar.

B. A partir del anuncio/de la presentación de la OPA.

La verdadera novedad introducida por el actual régimen legal aplicable en materia de OPAs en lo que respecta a la práctica del *stake-building* no es la posibilidad de adquirir acciones con anterioridad al anuncio/a la presentación de la OPA (posibilidad que siempre ha existido, si bien con el régimen anterior la adquisición previa de acciones desde el momento en que subyaciera una intención de adquirir una participación determinante de la obligación de formular OPA podía llegar a suscitar una duda razonable en cuanto a la posible existencia de un fraude de ley, en tanto que dichas adquisiciones debieran haberse subsumido en la oferta posteriormente formulada), sino la confirmación del derecho del oferente de adquirir valores al margen de la OPA, incluso mientras esta se está tramitando o se encuentra en el periodo de aceptación.

Aunque la adquisición de acciones de la Sociedad *Target* durante la oferta estaba prevista en el régimen anterior, la práctica impuesta por la CNMV consistía en exigir al oferente la asunción en el folleto explicativo de la OPA de un compromiso voluntario de no adquirir acciones fuera de la OPA entre la fecha de presentación y la fecha de liquidación de esta⁴¹¹.

En este sentido, resulta destacable que el art. 32.3 del RD de OPAs establezca expresamente que “*el oferente podrá adquirir valores de la sociedad afectada en todo momento*”.

Sin perjuicio del reconocimiento de este derecho, su ejercicio por el oferente acarreará determinadas consecuencias, que, en su caso, pueden llegar a resultar muy gravosas:

a) Eliminación automática de condiciones.

La primera consecuencia de la adquisición de valores de la Sociedad *Target* entre la fecha de anuncio/presentación de la oferta y la fecha de publicación de

⁴¹¹ VIVES RUIZ, F., *op. cit.*, pág. 304.

su resultado se establece en el propio art. 32.3 del RD de OPAs y consiste en la eliminación de cualesquiera condiciones (y, en particular, de la condición consistente en la obtención de un número mínimo de aceptaciones).

Aunque el precepto legal se limite a hacer una referencia general a cualesquiera condiciones que se hubieran establecido por el oferente, parece lógico pensar que la eliminación solo afectará a aquellas condiciones que son exclusivas de las OPAs voluntarias (no tendría sentido eliminar condiciones que resultan admisibles incluso en ofertas obligatorias tales como, por ejemplo, la condición consistente en la autorización por las autoridades en materia de competencia)⁴¹².

b) Ajuste automático de la contraprestación de la OPA.

Otras consecuencias muy significativas de la adquisición de valores de la Sociedad *Target* entre la fecha de anuncio/presentación de la oferta y la fecha de publicación de su resultado afectan al importe y a la forma de la contraprestación ofrecida en la oferta y se establecen en los dos apartados siguientes del art. 32 del RD de OPAs.

En primer lugar, el art. 32.4 del RD de OPAs dispone que, en caso de OPA con contraprestación consistente total o parcialmente en valores, la realización de adquisiciones al margen de la OPA en efectivo determinará la obligación de ofrecer efectivo asimismo a los destinatarios de la oferta, al menos como alternativa.

Por otra parte, el art. 32.5 del RD de OPAs señala que, en caso de OPA con contraprestación en efectivo, la realización de adquisiciones al margen de la OPA por un precio superior al ofrecido a los destinatarios de la OPA, determinará automáticamente la elevación de este hasta el más alto de los satisfechos. Llama la atención que este apartado 5 del art. 32 del RD de OPAs, a diferencia de los anteriores, no especifica el intervalo temporal durante el que sea de aplicación esta regla de elevación del precio. No obstante, parece razonable pensar que el periodo de referencia debe ser el mismo utilizado en

⁴¹² En este sentido, *vid.* también VIVES RUIZ, F., *op. cit.*, pág. 305.

los demás apartados, esto es, el comprendido entre la fecha de anuncio/presentación de la oferta y la fecha de publicación de su resultado.

3.2. Publicidad de las adquisiciones.

Si bien, según se ha desarrollado anteriormente, la adquisición por el oferente o potencial oferente de acciones de la Sociedad *Target* es libre (sin perjuicio de las consecuencias que de dicha adquisición pueden derivar para la OPA, en función del momento en que se produzca), en caso de superarse determinados umbrales establecidos en la normativa de información sobre participaciones significativas, la adquisición de los valores deberá comunicarse públicamente en la forma legalmente prevista.

A. Obligación general de comunicar participaciones significativas.

La regla general, contenida en el art. 53 de la LMV y desarrollada por el art. 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea (en adelante, el “**RD 1362/2007**”), es que el accionista que adquiera o transmita acciones que atribuyan derechos de voto de una sociedad cotizada española, deberá notificar la adquisición o transmisión al emisor y a la CNMV cuando, como resultado de dichas operaciones, la proporción de derechos de voto que quede en su poder alcance, supere o se reduzca por debajo de determinados umbrales (3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90%).

Esta obligación de comunicación resultará especialmente relevante para aquel oferente o potencial oferente que realice adquisiciones en preparación de la posible formulación de una OPA posterior, en la medida en que la publicidad de sus adquisiciones podría hacer que el mercado identifique y descubra sus planes y, en consecuencia, se anticipe a la misma eliminando el factor sorpresa y posiblemente determinando un incremento en la cotización de las acciones de la Sociedad *Target*.

B. Adquisiciones realizadas tras el anuncio/la presentación de la OPA.

Al margen de las obligaciones generales de comunicación de participaciones significativas descritas anteriormente, existe un régimen especial reforzado de comunicación para situaciones en que una sociedad sea objeto de una OPA.

En concreto, el art. 30.2 del RD 1362/2007 establece que, a partir del anuncio de la oferta pública de adquisición de acciones y hasta la liquidación o retirada de la misma, los accionistas de la Sociedad *Target* que adquieran valores que atribuyan derechos de voto deberán notificar a la CNMV dicha adquisición cuando la proporción de derechos de voto en su poder alcance o supere el 1%. Asimismo, los accionistas que ya tuvieran el 3% de los derechos de voto, notificarán cualquier operación que implique una variación posterior en dicho porcentaje.

De este modo, se incrementa la transparencia de los movimientos accionariales de la Sociedad *Target* en el contexto de una OPA en curso.

3.3. Referencia al impacto de las adquisiciones más allá de la OPA.

Conviene señalar, siquiera muy brevemente, que las adquisiciones de valores de la Sociedad *Target* realizadas por el oferente (o personas que actúen concertadamente con él) al margen de la oferta pueden tener un impacto muy significativo no solo en los términos de la oferta sino, incluso, en determinados pasos posteriores a la misma.

Entre otros, cabe destacar los siguientes potenciales efectos:

A. Umbrales para el ejercicio del derecho de venta forzosa.

Según se ha señalado en el apartado 2.1.B.e) anterior, el art. 47 del RD de OPAs condiciona el ejercicio del derecho de venta forzosa a que en la fecha de liquidación de la OPA el oferente no solo sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derecho de voto de la Sociedad *Target*, sino, además, a que la OPA hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

En consecuencia, en la práctica la adquisición de valores fuera de la oferta dificultará la consecución del umbral de aceptación y podría llegar a poner en peligro el ejercicio del derecho de venta forzosa por el oferente.

B. Precio de exclusión.

Tal y como se ha descrito en el apartado 3.1. anterior, la adquisición de valores por fuera de la oferta puede conllevar la elevación automática de la contraprestación ofrecida a los destinatarios de la misma, así como la obligación, en su caso, de ofrecer una contraprestación en efectivo, al menos como alternativa.

Estas posibles implicaciones sobre la propia OPA, en la mayoría de los casos afectarán igualmente en un procedimiento posterior dirigido a lograr la exclusión de cotización de los valores de la Sociedad *Target* (por ejemplo, mediante una OPA de exclusión, compraventa forzosa, etc.), en tanto que la regla general en estos procedimientos es que la contraprestación sea, como mínimo, igual a la ofrecida en la OPA previa.

Es por estas cuestiones que el oferente deberá valorar cuidadosamente las ventajas y los inconvenientes, atendiendo a las circunstancias concretas del caso (incluyendo no solo la estrategia relativa a la oferta en sí, sino también los planes que tenga el oferente para la fase posterior a la liquidación de la misma).

4. Exclusión de cotización.

Como indica su propio nombre, las operaciones de P2P tienen como finalidad la exclusión de cotización de los valores de la Sociedad *Target*.

Dicha exclusión *a priori* puede lograrse a través de diversas vías, si bien la aplicabilidad de una u otra alternativa dependerá en última instancia de las circunstancias concretas del caso.

4.1. Alternativas para lograr la exclusión.

A. OPA de exclusión.

La forma “tradicional”, que cuenta con mayor número de precedentes, sin duda es la formulación de una oferta dirigida a la exclusión de cotización.

La llamada “OPA de exclusión”, que ya se preveía en la normativa anterior, está regulada en el art. 10 del RD de OPAs. Implica la aprobación por la junta general de accionistas de la Sociedad *Target* de un acuerdo de exclusión de cotización, seguido de la formulación de una OPA, cuya liquidación determinará automáticamente la exclusión de cotización de los valores de la Sociedad *Target*.

Conforme a la normativa anterior, en principio, la OPA de exclusión debía formularse por la propia Sociedad *Target*⁴¹³. En consecuencia, un oferente debía primero hacerse con el control de la Sociedad *Target* y, posteriormente, promover la OPA de exclusión a través de esta.

La entrada en vigor de la vigente normativa de OPAs ha supuesto una gran novedad, puesto que se ha reconocido expresamente la posibilidad de que la OPA de exclusión sea formulada por un tercero que cuente con la previa aprobación de la junta general de la Sociedad *Target*. Así pues, frente a la opción “tradicional” (consistente en la formulación de una OPA sobre la Sociedad *Target*, seguida de una OPA de exclusión promovida por esta), el oferente dispone ahora de otra alternativa, cual es alcanzar un acuerdo con los accionistas de la Sociedad *Target* para que aprueben una OPA de exclusión promovida por él mismo.

Esta opción resulta más sencilla, por cuanto solo implica una única OPA, si bien es cierto que presenta el inconveniente de las rigideces derivadas de la regulación de las OPAs de exclusión⁴¹⁴.

⁴¹³ Si bien existe alguna excepción como, por ejemplo, la OPA de exclusión formulada sobre Tele Pizza, S.A. por Foodco Pastries Spain, S.L.U. uno de los vehículos que previamente habían formulado la OPA sobre la sociedad.

⁴¹⁴ De acuerdo con lo dispuesto en el art. 10 del RD de OPAs, las ofertas de exclusión deben formularse necesariamente con una contraprestación en efectivo. Asimismo, la

B. Venta forzosa.

Otra vía, introducida como gran novedad por el actual régimen de OPAs en 2007, es la llamada venta forzosa prevista en los arts. 47 y siguientes del RD de OPAs y que se ha descrito anteriormente en el apartado 2.1.B.e).

El ejercicio del derecho de venta forzosa por el oferente determina que este se convierta en titular de la totalidad de las acciones en que se divida el capital social de la Sociedad *Target* y, en consecuencia, los valores quedarán automáticamente excluidos de cotización tras la liquidación de las operaciones de venta forzosa (art. 48.10 del RD de OPAs).

No obstante, cabe destacar que esta alternativa presupone la formulación por el oferente de una OPA previa y, además, el cumplimiento de los dos umbrales exigidos (obtención de una participación de al menos un 90% de los derechos de voto y aceptación por al menos un 90% de los destinatarios de la OPA).

En consecuencia, pese a representar una vía “sencilla” para el oferente desde un punto de vista procedimental, en muchos casos no será una alternativa viable por no haberse cumplido los requisitos.

C. Otras alternativas previstas en la normativa de OPAs.

Al margen de las dos vías señaladas, el art. 11 del RD OPAs prevé otras alternativas para lograr la exclusión de cotización de los valores de la Sociedad *Target*, sin necesidad de formular una OPA:

- (i) Cuando todos los titulares de valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de OPA.

contraprestación ofrecida no podrá ser inferior al valor mayor que resulte entre el precio equitativo determinado conforme al art. 9 del RD de OPAs y el que resulte de un informe de valoración que tome en cuenta, de forma conjunta, los métodos previstos en el art. 10.5 del RD de OPAs (y que, en síntesis, son los siguientes: el valor teórico contable, el valor liquidativo, la cotización media ponderada durante el semestre anterior al anuncio de la propuesta de exclusión, el valor de la contraprestación ofrecida en cualquier OPA formulada respecto de la Sociedad *Target* durante el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión y el valor resultante de otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional).

Parece razonable afirmar que en la gran mayoría de las sociedades cotizadas resultará muy difícil (por no decir imposible), lograr un acuerdo por unanimidad de todos los accionistas, por lo que esta alternativa ha de entenderse como vía subsidiaria pensada para sociedades con un número muy reducido de accionistas.

- (ii) Cuando se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.

Este supuesto se dará, por ejemplo, en el caso de fusión por absorción entre sociedades cotizadas.

- (iii) Cuando la exclusión fuera precedida de una OPA por la totalidad del capital de la Sociedad *Target* y se cumplan ciertos requisitos. En concreto, los requisitos que han de cumplirse son los siguientes:

- a) Que en la OPA previa se hubiera manifestado la intención de excluir los valores de negociación.
- b) Que se justifique el precio mediante un informe de valoración conforme a los criterios exigidos para OPAs de exclusión.
- c) Y que se facilite la venta de todos los valores mediante una orden sostenida de compra, al mismo precio que el de la OPA previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la OPA precedente.

Esta alternativa, también conocida en la terminología anglosajona como *soft delisting*, se ha regulado por primera vez en la normativa vigente. Con anterioridad, si bien se venía reconociendo su legitimidad y se había aplicado en diversos precedentes, lo cierto es que no era una figura expresamente recogida por la normativa de OPAs.

El reconocimiento de este mecanismo resulta totalmente razonable, puesto que garantiza la adecuada protección de los accionistas y al

mismo tiempo evita al oferente el trámite, ciertamente gravoso, de tener que formular una OPA de exclusión adicional a la oferta inicial.

D. Otros mecanismos no específicos de la normativa de OPAs.

Si bien los mecanismos previstos en el art. 11 del RD de OPAs son los más habituales, no cabe desconocer que, al menos en teoría, cabrían otras alternativas derivadas de la ejecución de determinadas operaciones societarias previstas en la Ley con carácter general tanto para sociedades cotizadas como para no cotizadas (así, por ejemplo, sería posible pensar en una reducción de capital que solo afectara a los accionistas minoritarios).

En todo caso, debe destacarse que este tipo de soluciones “imaginativas” resultarán, como mínimo, difíciles de implementar, especialmente en sede de una sociedad cotizada sometida a un régimen de supervisión y transparencia más estricto que en el caso de sociedades no cotizadas.

CAPÍTULO CUARTO: LOS CONTRATOS DE FINANCIACIÓN. PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS SINDICADOS EN EL CONTEXTO DE UN LBO⁴¹⁵.

1. Planteamiento.

Como ya sabemos, un aspecto fundamental de los LBOs es la financiación. De hecho, el calificativo de “apalancada” (o “*leveraged*” en su versión inglesa) se debe a que la adquisición de la empresa se financia en una parte muy elevada con deuda.

En la primera parte de esta obra, al analizar los fundamentos financieros de las adquisiciones apalancadas ya estudiamos los principios básicos de la financiación de un LBO.

Toca ahora analizar en detalle los contratos de financiación involucrados en la operación. Para ello, se estudian a continuación las siguientes cuestiones: (i)

⁴¹⁵ Quiero agradecer a ALEJANDRO DE MUNS YNZENGA todo el conocimiento que me ha transmitido sobre esta materia y que ha hecho posible que este capítulo salga adelante. En este sentido, el presente capítulo está basado, en su mayor parte, en el trabajo que tuvimos que preparar sobre las financiaciones sindicadas (*vid.* DE MUNS YNZENGA, A., “Préstamos y créditos sindicados”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 229 y siguientes) y, en menor medida, en SERRANO ACITORES, A., “¿Cómo se financian los LBOs? El contrato de financiación senior”, *Directorio Financiero Contable de las revistas Estrategia Financiera y Partida Doble*, enero de 2009, págs. 18 a 31.

Asimismo, y a fin de poder profundizar en esta interesante materia véase:

- (i) ALLEN, T., “Developments in the International Syndicated Loan Market in the 1980s”, *Quarterly Bulletin. Bank of England*, Londres, febrero 1990.
- (ii) AMESTI MENDIZÁBAL, C., “El contrato de crédito sindicado y el crédito subasta”, *Contratos bancarios*. Civitas: Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, en colaboración con el Departamento de Derecho mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1992.
- (iii) COLEMAN, E., “Cross-default confusion”, *International Financial Law Review*, Euromoney Institutional Investor PLC (a Pearson Law Company), abril de 1997.
- (iv) DENNIS, S. y MULLINEAUX, D., “Syndicated Loans”, *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 9, octubre de 2000.
- (v) REQUEIJO GONZÁLEZ J., “Créditos a interés variable”, *Papeles de Economía Española*, número 2, Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, Madrid, 1980.
- (vi) RHOADES, T., *Syndicated Lending: Practice and Documentation*, Euromoney Institutional Investors, Londres, 2000.

en primer lugar, se explicará cuál es el origen y en qué consisten las financiaciones sindicadas; (ii) en segundo lugar, analizaremos las finalidades de las financiaciones sindicadas en el contexto de un LBO; (iii) en tercer lugar, examinaremos las distintas tipologías que existen a la hora de financiar la operación; (iv) en cuarto lugar, explicaremos el proceso y las fases de una financiación; (v) en quinto lugar, expondremos la documentación legal que es necesaria para poder implementar una financiación sindicada; y (vi) finalmente, analizaremos en detalle el clausulado típico de los contratos de financiación en sede de una adquisición apalancada.

2. Origen de las financiaciones sindicadas⁴¹⁶.

Las financiaciones sindicadas surgen como consecuencia de una necesidad en el mercado español. En efecto, al comenzar los años ochenta nuestro sistema financiero no tenía la capacidad de proporcionar a las empresas y administraciones españolas los recursos que necesitaban para emprender nuevos proyectos.

Por ello, se hubo de acudir a los mercados exteriores a fin de cubrir estas necesidades financieras. De este modo, con la entrada de capitales extranjeros se introdujeron, asimismo, en España nuevas costumbres financieras e innovadores contratos de financiación entre los que se encontraban las financiaciones sindicadas que supusieron una auténtica revolución en el sistema financiero de nuestro país⁴¹⁷.

En pura lógica, las financiaciones sindicadas no se enmarcaban en ninguna de las figuras jurídicas reguladas por nuestro ordenamiento, pero de lo que no cabía ninguna duda era de que cubrían un espacio, en particular, el de las grandes operaciones y proyectos, que las rudimentarias herramientas contractuales con las que hasta entonces se contaba no podían abarcar.

⁴¹⁶ AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., “El préstamo bancario. Modalidades”, en *Las entidades de crédito y sus operaciones, Volumen 2, Las operaciones bancarias de activo*, Marcial Pons, Madrid, 2007, pág. 114.

⁴¹⁷ La operación activa de financiación sindicada ya había entrado en Europa una década antes procedente de los Estados Unidos.

Si bien al principio, la introducción de esta figura generó cierto desconcierto en el sistema financiero, afortunadamente, con el paso del tiempo y con la evolución y adaptación del citado sistema a las novedades que se introdujeron, las operaciones sindicadas se han asentado en nuestro mercado ocupando el lugar que merecen en la financiación de grandes inversiones y operaciones⁴¹⁸.

3. Concepto de financiación sindicada.

A la hora de definir el concepto de financiación sindicada, lo primero que debe tenerse en cuenta es que el adjetivo “sindicada” no altera la naturaleza de la operación como negocio jurídico. O dicho de otro modo: un préstamo o crédito⁴¹⁹, por el mero hecho de ser sindicado, no deja de ser, en esencia, una operación ordinaria de préstamo o crédito, es decir, un negocio jurídico en virtud del cual una de las partes (la parte prestamista o acreditante) entrega (en el caso del préstamo) o pone a disposición (en el caso del crédito) de la otra (la parte prestataria o acreditada) una determinada cantidad de dinero, obligándose esta a devolver a aquella en un plazo acordado dicha cantidad incrementada en un importe pactado en concepto de intereses.

Por tanto, una operación de financiación sindicada no se diferencia de cualquier otra operación de financiación por su naturaleza jurídica ni por su finalidad sino, principalmente, por las partes intervinientes en la misma y, en particular, por lo que respecta a la parte financiadora. Así, mientras en una financiación bilateral existe una única parte financiadora, una financiación

⁴¹⁸ Así, con la nueva operativa, tanto las empresas como las administraciones públicas consiguieron lo que buscaban, a saber, una financiación de grandes cuantías que cubriesen las siguientes premisas: (i) la existencia de varios acreedores para no tener que defenderse de uno solo; (ii) la mayor flexibilidad de la financiación sindicada frente a la emisión de valores; (iii) la unidad de negociación; y (iv) la estabilidad que supone un operación sindicada.

⁴¹⁹ Como señala MORAL BELLO, crédito y préstamo son dos términos que vienen utilizándose en la práctica como si fueran equivalentes y, sin embargo, son muy diferentes (*vid.* MORAL BELLO, C., *Los Mercados Financieros*, International Technical & Financial Institute, Madrid, 2002, págs. 160 y 161).

En efecto, mientras que un préstamo es un contrato real, esto es, que se perfecciona con la entrega de la cosa; sin embargo, el crédito es un contrato consensual, es decir, se perfecciona con el consentimiento de las partes.

Por otra parte, en el préstamo la entidad financiera entrega a un cliente una cantidad fija y el cliente adquiere la obligación de devolver esa cantidad más unas comisiones e intereses pactados en el plazo acordado. Por el contrario, en el crédito la entidad financiera pone a disposición del cliente, en una cuenta de crédito, el dinero que este necesite hasta una cantidad de dinero máxima.

sindicada se caracteriza, precisamente, por la existencia de una pluralidad de partes financiadoras. Y ello es una consecuencia, con carácter general, del importe de la financiación: normalmente, las empresas acudirán a la financiación sindicada cuando sus necesidades de financiación alcancen un importe lo suficientemente significativo como para no poder ser cubiertas mediante financiaciones bilaterales (bien porque ello supondría para la entidad financiadora una excesiva concentración de riesgo con la empresa o por cualquier otra razón). La empresa deberá, entonces, acudir a un grupo de entidades financiadoras las cuales, conjuntamente, sí tengan la capacidad de ofrecer a aquella una financiación por un importe suficiente. Serán estas entidades las que, actuando conjuntamente, otorguen a la empresa una financiación por el importe total deseado, y en la que cada entidad participará aportando el importe individual que le corresponda.

En este sentido, a pesar de que digamos que las entidades financiadoras otorgan la financiación de manera conjunta, es importante aclarar que en toda financiación sindicada la posición de las entidades financiadoras, sus derechos y obligaciones, se rigen por el criterio de la mancomunidad. La consecuencia más importante de este régimen de mancomunidad es que la obligación de aportación de fondos de cada entidad financiadora bajo la financiación no podrá ser en ningún caso superior a la parte alícuota que le corresponda en función de su participación en la misma, y ello aun en el caso de que alguna entidad financiadora incumpliera su obligación de aportar los fondos comprometidos bajo la financiación. Por tanto, el riesgo de que una entidad no desembolse la parte de la financiación que le corresponda no es soportado solidariamente por el resto de entidades financiadoras sino que es soportado íntegramente por la parte prestataria o acreditada, quien, por tanto, recibirá un importe inferior, sin perjuicio de los derechos que le correspondan contra la entidad financiadora incumplidora.

Como consecuencia de esta regla de mancomunidad que rige las financiaciones sindicadas, podría decirse que una financiación sindicada no es tanto una única operación de financiación como una reunión de varias financiaciones independientes. No obstante, no debe considerarse una financiación sindicada como una mera yuxtaposición o suma de financiaciones

bilaterales. Y es que, si bien es cierto que la referida mancomunidad conlleva que los derechos y obligaciones esenciales de las entidades financiadoras (principalmente la obligación de aportar los fondos y el derecho al repago de los mismos) se mantienen independientes del resto de entidades, el objetivo y vocación de la financiación sindicada es, precisamente, que las entidades financiadoras no actúen de forma independiente sino que lo hagan conjunta y coordinadamente en su relación con el deudor de modo que su funcionamiento sea lo más parecido posible al de una financiación bilateral con una única parte financiadora. Y para ello se establece un marco contractual único y conjunto que vincula a todas las entidades financiadoras limitando su independencia en numerosos aspectos (régimen de toma de decisiones, reparto proporcional de los pagos entre todas las entidades financiadoras, ejecución de garantías, etc.) a fin de asegurar que todas ellas se encuentran en igual posición y rango frente al deudor, sin que existan preferencias o privilegios en favor de ninguna de ellas.

Si tenemos en cuenta estos dos elementos definitorios de la relación entre las entidades financiadoras (mancomunidad y vocación de igualdad y actuación conjunta), podríamos, entonces, definir un préstamo o crédito sindicado como una operación de financiación que engloba un conjunto de préstamos o créditos otorgados por una pluralidad de entidades financiadoras los cuales son formalizados y regulados mediante un marco contractual único y conjunto con el fin de que sus términos, estructura y funcionamiento sean homogéneos.

En este mismo sentido se manifiesta AÑOVEROS TRÍAS DE BES al definir el préstamo sindicado como *“un contrato de préstamo en el que participan varias entidades de crédito en un solo paquete crediticio, unificando los términos y condiciones de los préstamos, facilitando el manejo del préstamo al cliente/prestatario y permitiendo a su vez a las entidades bancarias participantes garantizar una igualdad de condiciones entre ellas”*⁴²⁰.

Por su parte, FERRÉ MOLTÓ define esta transacción como *“una operación bancaria activa promovida por un sujeto banquero requerido y autorizado por el*

⁴²⁰ AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., *op. cit.*, pág. 115.

*futuro deudor, en la que la parte acreedora se integra por una pluralidad de sujetos que ostentan derechos independientes, pero que ejercen colectivamente a través de un representante común irrevocable*⁴²¹.

Una vez definido el concepto de financiación sindicada y dado que, como se ha mencionado anteriormente, la financiación sindicada se presenta como una alternativa a la financiación bilateral, a continuación se resumen algunas de las principales diferencias que, con carácter general, suelen encontrarse entre ambas modalidades:

- (i) Sujetos: en las financiaciones sindicadas interviene en la parte acreedora una pluralidad de sujetos que no aparecen en una financiación bilateral. Es más, en las financiaciones sindicadas surgen dos figuras acreedoras de especial relevancia que en ningún caso se darían en una financiación bilateral, a saber:
 - a) El banco líder o director (también conocido como *lead manager* o *arranger*): se trata de la entidad financiera (o, en su caso, entidades) que asume la responsabilidad de organizar el crédito o préstamo, preparar los informes y la documentación necesaria, y que propone la operación de sindicación a otras entidades financieras.
 - b) El banco agente: como luego veremos al hablar de la cláusula de agencia, una vez que el banco líder reúne el número de entidades financiadoras suficientes para financiar el importe solicitado por la empresa, se nombrará al banco agente (que, generalmente, será la misma entidad financiera que el banco líder). El banco agente será la entidad financiadora encargada, entre otras cosas, de desplegar las siguientes actuaciones: (i) representar a todas las entidades financiadoras, cumpliendo las decisiones que aquellas adopten por mayoría; (ii) intermediar todos los ingresos y pagos que se efectúen como consecuencia de la operación; (iii) llevar la contabilidad de la financiación, practicando las liquidaciones de intereses y gastos que

⁴²¹ FERRÉ MOLTÓ, M., "Operaciones bancarias sindicadas" en la obra colectiva *Contratos Bancarios y Parabancarios* coordinada por U. NIETO CAROL, Lex Nova, Valladolid, 1998, págs. 595 a 621.

sean necesarias; y (iv) realizar todas las comunicaciones, notificaciones y demás declaraciones que se cruzan las partes.

- (ii) **Importe:** las financiaciones sindicadas, por su propia naturaleza, suelen ser de un importe elevado, el cual justifica la necesidad de que participen varias entidades financiadoras. Por su parte, el importe de una financiación bilateral suele ser significativamente inferior por las limitaciones lógicas derivadas de la existencia de una única entidad financiadora. Es habitual, por tanto, que, en caso de necesidades específicas y relevantes de financiación (como pueda ser, por ejemplo, la financiación de una adquisición corporativa o de un plan de inversiones) se acuda a la financiación sindicada.
- (iii) **Plazo:** mientras las financiaciones bilaterales son habitualmente financiaciones a corto plazo (por ejemplo, pólizas de crédito a un año, renovables anualmente) las financiaciones sindicadas, precisamente por su elevado importe, suelen ser financiaciones a largo plazo.
- (iv) **Márgenes y comisiones:** como consecuencia de su mayor importe, plazo y complejidad los márgenes y comisiones de una financiación sindicada son normalmente más elevados que los de una financiación bilateral.
- (v) **Estructura:** las financiaciones sindicadas suelen tener una estructura significativamente más compleja que una financiación bilateral. Así, en una financiación sindicada las entidades financiadoras establecen numerosas limitaciones y mecanismos de control y monitorización con respecto a las actuaciones del deudor (ya sea en forma de obligaciones de hacer o de no hacer, requisitos de información, obligaciones de amortización anticipada, otorgamiento de garantías reales y personales, etc.) que no existen o son mucho más ligeros en una financiación bilateral. Adicionalmente, dado que las financiaciones sindicadas en el contexto de un LBO responden a necesidades singulares de financiación distintas de las necesidades ordinarias del negocio del deudor, ello puede complicar aún más la estructura (establecimiento de una sociedad vehículo, otorgamiento de garantías específicas, etc.).

- (vi) Proceso: debido a la mayor complejidad de la estructura así como a la presencia de varias entidades financiadoras, el proceso de originación, negociación, ejecución y formalización de una financiación sindicada es mucho más largo y complicado y conlleva una documentación mucho más abundante y densa que una financiación bilateral. Esta mayor complejidad se extiende también al funcionamiento de la financiación a lo largo de la vida de la misma.

En definitiva, y siguiendo a TEJERO BARTOLOMÉ, las ventajas de una financiación sindicada frente a una financiación bilateral serían las siguientes⁴²²:

- (i) Se obtiene una mayor financiación de forma global: así, no será necesario ir negociando importes parciales y en diferentes momentos con distintas entidades financiadoras, sino que se acudirá directamente a un número reducido de entidades financiadoras que conformarán el sindicato y ofrecerán un único producto, en el mismo momento del tiempo, reflejado en un solo contrato y con requerimiento de garantías e información únicas.
- (ii) Se consigue un ahorro sustancial de tiempo: como es sabido, la búsqueda de financiación para grandes operaciones requiere un enorme consumo de recursos y tiempo por parte de los responsables financieros de las compañías. En una financiación sindicada, al tener un solo interlocutor (el banco director o, en su caso, el banco agente) es este el que negocia con la compañía, recibe la información, la canaliza y presenta al resto de las entidades financiadoras, gestionando la interlocución con la compañía y el resto de entidades financiadoras participantes.
- (iii) Se mejora en la gestión de la operación: una vez formalizada la financiación, será el banco agente el que centralice la información y comunicación entre la organización y las entidades financiadoras, traslade los requerimientos de la compañía a las entidades financiadoras y

⁴²² TEJEDOR BARTOLOMÉ, C., “Los préstamos sindicados como alternativa a la financiación tradicional”, *Revista Estrategia Financiera*, número 218, junio de 2005, págs. 33 a 39.

gestione la operativa de la financiación. De este modo, la existencia de un único interlocutor agilizará y facilitará el día a día de la gestión de la financiación.

- (iv) Permite una diversificación de la base bancaria: en ocasiones, las sociedades trabajan con un grupo reducido de entidades financieras que conocen perfectamente a la empresa pero que no pueden incrementar sus posiciones de riesgo por limitaciones internas (por ejemplo, por la existencia de una concentración de riesgo en una misma empresa o grupo de empresas). Pues bien, la financiación sindicada, en estos supuestos, puede diversificar las entidades financieras con las que trabaja la sociedad, ampliando su endeudamiento y disminuyendo la exposición de la compañía a posibles reducciones de líneas de alguna entidad financiera.
- (v) Se consigue un sistema de financiación recurrente: en efecto, lo normal en este tipo de financiaciones es que, transcurrido un periodo de tiempo, la propia operación crediticia se refinance, cancelando la financiación vigente y proponiendo otra estructura adecuada a las nuevas necesidades financieras de la sociedad. Es más, en algunos casos, son las propias entidades financiadoras del sindicato las que proponen esta refinanciación, ofreciendo a las empresas un *pool* de entidades estable, que, de forma recurrente, cubre las necesidades financieras de las mismas.

4. Finalidades de la financiación sindicada en sede de un LBO.

Una financiación sindicada en numerosas ocasiones responde a una necesidad específica o singular de financiación de la empresa. La finalidad es, por tanto, un elemento muy relevante y que, en la mayoría de los casos, resultará determinante a la hora de definir la estructura de la financiación (plazo, estructura de garantías, etc.). Así, en toda financiación sindicada debe siempre definirse claramente la finalidad de la misma, de modo que la prestataria o acreditada no podrá destinar los fondos a ninguna finalidad distinta.

Ahora bien, en el caso de los LBOs es frecuente que en una misma operación convivan diversas finalidades en cuyo caso lo más habitual es que la financiación se estructure en tantos tramos como finalidades. Así, en la financiación de una adquisición es habitual que existan, al menos, dos tramos: uno cuya finalidad sea financiar el precio de adquisición y otro cuya finalidad sea refinanciar la deuda de la Sociedad *Target*.

Debido a sus distintas finalidades, en cada uno de los tramos la acreditada o prestataria será diferente (la sociedad adquirente en el caso del tramo de adquisición y la sociedad adquirida en el caso del tramo de refinanciación) sin que la sociedad adquirida pueda garantizar el tramo de adquisición por razones de asistencia financiera.

4.1. Financiación de la adquisición.

Como es obvio, de las distintas finalidades la que más nos interesa es la que se va a ver ahora, es decir, la financiación de la adquisición de la Sociedad *Target*.

La adquisición de compañías es una de las finalidades más propias de las financiaciones sindicadas, puesto que sus características (elevado importe, largo plazo, etc.) la convierten en una alternativa de financiación muy adecuada para este tipo de operaciones.

En este sentido, las adquisiciones de empresas pueden, con carácter general, estructurarse de dos maneras principales: como adquisiciones corporativas o como adquisiciones apalancadas.

Cabe señalar como principal diferencia entre ambas estructuras el que, mientras en una adquisición corporativa, la financiación se concede a la sociedad adquirente y, por tanto, con recurso y con vocación de ser repagada con los flujos y activos de esta (los cuales, tras la adquisición, se habrán visto incrementados con los de la sociedad adquirida), en una operación de LBO la financiación no se concede directamente a la sociedad adquirente sino que se concede a una sociedad vehículo (*Newco*), propiedad de la sociedad adquirente, y a través de la cual esta realizará la adquisición. De este modo, en

este segundo caso la financiación, a diferencia de una adquisición corporativa, no tiene recurso a la sociedad adquirente sino únicamente a la sociedad vehículo (*Newco*), cuyo único activo serán las acciones de la Sociedad *Target* y, en consecuencia, tiene vocación de ser repagada con cargo a los flujos y activos generados por la Sociedad *Target*. O dicho de otro modo, mientras en una estructura de adquisición puramente corporativa quien se apalanca es directamente la sociedad adquirente, en una estructura de financiación apalancada, la sociedad adquirente no se apalanca sino que se apalanca, indirectamente, sobre la propia Sociedad *Target* de manera que el recurso que la financiación tiene a la sociedad adquirente se limita a los fondos propios que esta haya aportado a la sociedad vehículo.

4.2. Refinanciación de deuda.

Otra de las finalidades más frecuentes de una financiación sindicada en el contexto de un LBO es la refinanciación de la deuda existente en la Sociedad *Target*. En efecto, el tramo de refinanciación resultará especialmente necesario en el caso de que la Sociedad *Target* tenga una financiación sindicada dado que, normalmente, el cambio de control accionarial que se produce en la Sociedad *Target* como consecuencia de la adquisición supondrá una causa de vencimiento anticipado bajo dicha financiación sindicada la cual, por tanto, deberá ser refinanciada.

El concepto de refinanciación consiste, básicamente, en cancelar o amortizar una financiación existente, ya sea en su fecha de vencimiento o con anterioridad a la misma, con los fondos procedentes de una nueva financiación, de modo que la nueva financiación sustituye y ocupa el lugar de la deuda inicial.

Las razones que pueden llevar a una sociedad a refinanciar su deuda son variadas, siendo las siguientes algunas de las más habituales:

- (i) Incapacidad para hacer frente al pago de la deuda: como puede imaginarse, el principal motivo por el que un deudor puede querer refinanciar su deuda es porque, llegado el vencimiento de esta, aquel no cuenta con la liquidez suficiente para hacer frente al pago de la misma. En

tal caso, el deudor se verá obligado a buscar fuentes de financiación que le permitan pagar su deuda o, lo que es lo mismo, que le permitan refinanciarla.

- (ii) Aumento del plazo de la deuda: otra de las razones que puede conducir a una sociedad a refinanciar su deuda es fortalecer su estructura de financiación ampliando el vencimiento de su deuda a fin de adaptarlo a las necesidades de su negocio y al perfil de generación de caja del mismo. Así, por ejemplo, una compañía que deba acometer un plan de inversiones agresivo, puede ver muy reducidos los flujos de caja con los que poder hacer frente al pago de su deuda en cuyo caso deberá buscar ampliar el vencimiento de su deuda a fin de asegurar la capacidad de repago.
- (iii) Reducción del coste financiero: en otras ocasiones puede suceder que, debido a una mejora en la situación de la compañía o a una mejora en los mercados financieros de crédito, una sociedad tenga, en un momento dado, acceso a financiación a un coste inferior al de su deuda existente. En tal caso, es habitual que la sociedad acuda a los mercados financieros para refinanciar su deuda existente, aun cuando el vencimiento de esta no esté próximo, con una nueva financiación más barata a fin de reducir su coste financiero.

En relación con la refinanciación de deuda, hay que tener en cuenta que una inmensa mayoría de las compañías tienen una parte de su deuda que tiene carácter estructural (no es habitual encontrar compañías sin deuda) y que, por lo tanto, tiene vocación de perpetuidad de modo que lo normal es que sea refinanciada periódicamente. Esta deuda estructural suele responder a necesidades recurrentes de la compañía, ya sean necesidades de capital circulante o necesidades de inversión, y en ocasiones son cubiertas por medio de una financiación sindicada. En este sentido, a pesar de tratarse de necesidades de financiación que podríamos considerar como “permanentes”, lo normal no es que sean cubiertas por la compañía con capital o recursos propios sino con deuda por tener esta un coste menor y, en consecuencia, resultar más eficiente desde un punto de vista financiero.

Cabe señalar asimismo que una financiación sindicada no tiene por qué refinanciar necesariamente otra financiación sindicada sino que puede refinanciar cualquier otro tipo o instrumento de deuda (financiaciones bilaterales, bonos, etc.).

En las operaciones de refinanciación es importante establecer la refinanciación de la deuda existente como finalidad específica de la nueva financiación así como identificar la deuda que será objeto de refinanciación. Y ello es así porque, en caso de que la compañía destinase la nueva financiación a un fin distinto, ello supondría un aumento del nivel de apalancamiento o endeudamiento de la compañía y, en caso de que la nueva financiación fuese otorgada por las mismas entidades que concedieron la deuda a refinanciar, supondría además la duplicación de la exposición de las entidades financiadoras con la compañía.

4.3. Financiaciones puente (*bridge*).

Las financiaciones puente tienen por finalidad cubrir de manera transitoria las necesidades de financiación o liquidez de la acreditada o prestataria a la espera de que se materialice o formalice una operación determinada que aporte a la acreditada dicha financiación o liquidez con carácter definitivo.

Además de la financiación bancaria, una sociedad puede cubrir sus necesidades de financiación o liquidez acudiendo a otras fuentes de financiación como, por ejemplo, una emisión de bonos, una ampliación de capital o la venta de un activo. Sin embargo, estas fuentes alternativas de financiación en ocasiones tienen un periodo de implementación largo que puede no adaptarse a las necesidades de financiación o liquidez de la sociedad. Cuando se da esta situación, una posible solución para la sociedad es acudir a una financiación puente que, debido a su mayor flexibilidad y rapidez de implementación, sí se adapte a las necesidades de la compañía. De este modo, la financiación puente se presenta como una solución provisional y, como tal, será una financiación a corto plazo que se repagará con los fondos procedentes de la venta de activos, emisión de bonos, ampliación de capital, etc.

Debido a la necesidad de flexibilidad y rapidez de implementación, la financiación puente en numerosas ocasiones no es una financiación sindicada sino que es otorgada bilateralmente por una única entidad.

Por otra parte, una financiación puente puede enmarcarse dentro de una financiación sindicada como un tramo más. De este modo, si una sociedad pretende financiar una operación con una combinación de, por ejemplo, deuda bancaria y una ampliación de capital, puede establecerse una financiación sindicada que incluya un tramo de financiación puente que sea a corto plazo y que será repagado con los fondos procedentes de la ampliación de capital una vez que la misma se lleve a cabo.

A la vista de lo anterior, los elementos que caracterizan a una financiación puente son los siguientes:

- (i) **Carácter transitorio:** como se ha dicho, la financiación puente es, por definición, una solución transitoria o provisional y, por tanto, no tiene vocación de ser una fuente de financiación permanente o definitiva.
- (ii) **Corto plazo:** precisamente por su carácter provisional, la financiación puente es una financiación a corto plazo. El plazo irá ligado a la duración estimada del proceso de obtención de la financiación definitiva (ampliación de capital, emisión de bonos, etc.).

En ocasiones, a fin de incentivar y tratar de acelerar la amortización de la financiación puente, se establece un mecanismo de penalización o incentivo denominado *step-up* en virtud del cual el margen de la financiación se incrementará gradualmente con el paso del tiempo de modo que cuanto más tarde la sociedad en amortizar la financiación puente mayor será su coste de financiación.

- (iii) **Identificación del modo de repago:** dado que la financiación puente es una fuente de financiación transitoria que se utiliza a la espera de que se formalice la operación que aportará una financiación definitiva (emisión de bonos, etc.), en la misma se establecerá la obligación por parte de la acreditada o prestataria de llevar a cabo dicha operación en un plazo

determinado y de destinar los fondos procedentes de la misma a la amortización de la financiación puente.

4.4. Otras finalidades que suelen incluirse en el contrato de financiación.

Además, de las anteriores finalidades, es común incluir otras finalidades de menor relevancia en el contrato de financiación que se articulan en tramos de la misma. Así, es habitual encontrar los siguientes tramos adicionales:

- (i) Tramo para financiar las necesidades de circulante de la Sociedad *Target*. Este tramo se articula a través de una línea *revolving*.
- (ii) Tramo capex (*capital expenditures*) para financiar inversiones en activos fijos de la Sociedad *Target*.
- (iii) Tramo para financiar futuras adquisiciones permitidas de la Sociedad *Target*.

4.5. Una finalidad especial: el reparto de dividendos (*recapitalization* o *recap*).

Las denominadas operaciones de recapitalización o *recap* son otra de las finalidades típicas de las financiaciones sindicadas. El objetivo específico de este tipo de operaciones es el reparto de dividendos a los accionistas y es algo particularmente habitual en el contexto de una adquisición apalancada debido al perfil de los accionistas: normalmente fondos de *private equity* que buscan extraer una rentabilidad financiera en un plazo relativamente corto, siendo el reparto de dividendos una de las principales formas de materializar el retorno de la inversión. Así, en el caso de que, tras la adquisición, la Sociedad *Target* consiga reducir su nivel de apalancamiento, el accionista podrá llevar a cabo un reapalancamiento de la compañía mediante la inyección de deuda adicional con la que hacer frente al reparto de un dividendo extraordinario.

Una vez más, en este tipo de financiaciones es habitual (sobre todo en el marco de adquisiciones apalancadas) que convivan varios tramos de deuda de

manera que, junto al tramo destinado a financiar el pago del dividendo, exista un tramo de para refinanciar la deuda existente.

5. Tipologías de financiación sindicada.

Las operaciones de financiación sindicada pueden clasificarse en función de muy diversos criterios. Las tipologías de financiación sindicada vendrán, por tanto, determinadas en función del criterio que se tome como referencia, siendo en consecuencia tan variadas como dichos criterios. A continuación, y sin ánimo de ser exhaustivos, se describen algunas de las principales tipologías de financiación sindicada: en función de su modalidad y de su jerarquía.

5.1. En función de su modalidad.

A. Préstamos amortizables.

Un préstamo amortizable se caracteriza porque su amortización es gradual a lo largo de la vida de la financiación mediante el pago de una serie cuotas de amortización de acuerdo con un calendario de amortización establecido. Las cantidades amortizadas no pueden volver a disponerse y, por tanto, reducen el importe de la financiación.

En las financiaciones sindicadas es común que las cuotas de amortización sean semestrales si bien esto es algo que queda totalmente abierto a la negociación entre las partes.

Por otra parte, también es habitual que el calendario de amortización establezca un periodo de carencia durante el cual no exista ninguna cuota de amortización. Este periodo de carencia normalmente variará entre seis meses y dos años si bien este también es un aspecto totalmente flexible.

En este sentido, cuando la financiación prevé un periodo de disposición amplio lo normal es que el calendario de amortización comience a partir de la fecha de finalización del periodo de disposición, momento en el que quedará determinado el importe de la financiación que deberá amortizarse. Este esquema es utilizado especialmente en las financiaciones de planes de inversiones (*capex*) puesto que en estos casos el periodo de disposición

deberá ser necesariamente largo por ir ligado al calendario del plan de inversiones.

Finalmente, aunque en ocasiones se establecen todas las cuotas iguales, es bastante frecuente que las cuotas de amortización tengan carácter creciente de modo que el importe de las últimas cuotas sea significativamente superior al de las iniciales. En estos casos la última cuota de amortización (que suele conocerse como *balloon*) suele tener un importe muy elevado y, por tanto, normalmente no será amortizada sino que será objeto de refinanciación.

B. Préstamos a vencimiento (bullet).

Los préstamos a vencimiento o *bullet* son aquellos que son amortizados íntegramente en la fecha de vencimiento final sin que, por tanto, se establezca cuota de amortización alguna durante la vida del mismo.

Al igual que sucede con los préstamos amortizables en los que última cuota de amortización tienen un importe muy elevado, los préstamos a vencimiento, en principio, tendrán vocación de ser refinanciados en su fecha de vencimiento o con anterioridad.

C. Créditos circulantes (revolving).

Un crédito circulante se caracteriza porque los importes amortizados pueden volver a ser dispuestos⁴²³.

La mecánica del funcionamiento del crédito circulante, por tanto, es la siguiente:

⁴²³ En efecto, como señala ROBLES POMPA, los créditos *revolving*, también conocidos como créditos circulantes, rotativos o giratorios “son aquellos en los que se fija un importe total, un plazo de vencimiento y unos periodos prefijados para utilización parcial, con la peculiaridad de que agotada una de esas utilizaciones parciales, el crédito se vuelve a renovar por el mismo importe para el siguiente periodo, siempre dentro del plazo de vencimiento. La característica principal de los créditos rotativos es que se regeneran por la cantidad original para el plazo siguiente con cada utilización de la carta de crédito”. Vid. POMPA ROBLES, J., *Práctica y normalización del sistema y los medios de pago*, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid, 2002, pág. 422.

- (i) La acreditada puede disponer del crédito en cualquier momento durante la vida del crédito (o bien hasta un mes antes de la fecha de vencimiento final).
- (ii) Cada disposición que realice la acreditada debe amortizarse en la fecha de finalización del periodo de interés de dicha disposición. En dicha fecha, no obstante, la acreditada podrá optar por renovar la disposición (total o parcialmente) en lugar de amortizarla.
- (iii) Las cantidades amortizadas pueden volver a ser dispuestas, por lo que no reducen el límite del crédito.
- (iv) La acreditada puede realizar tantas disposiciones como quiera, si bien, a fin de simplificar la operativa suele establecerse un número máximo de disposiciones vivas en cada momento así como el importe mínimo de cada disposición. En este sentido, suele preverse un mecanismo de consolidación de las disposiciones vivas haciendo coincidir sus periodos de interés de modo que puedan ser tratadas como una única disposición, facilitando con ello la operativa.
- (v) En cualquier caso, el importe conjunto de todas las disposiciones vivas en cada momento no podrá superar el límite del crédito.
- (vi) Si bien no es lo más frecuente, en ocasiones pueden preverse reducciones del límite del crédito conforme a un calendario establecido. En tal caso, si llegada la fecha de reducción del límite del crédito, el importe dispuesto fuese superior al nuevo límite, la acreditada deberá efectuar una amortización a fin de que el importe dispuesto coincida con dicho nuevo límite. Si, por el contrario, en la fecha de reducción del límite, el importe dispuesto fuese inferior al nuevo límite, la acreditada no vendrá obligada a efectuar ninguna amortización sino que simplemente se reducirá el importe disponible de cara a futuras disposiciones.
- (vii) Sobre el importe no dispuesto del crédito, se devengará una comisión de disponibilidad que, por regla general, se define como un porcentaje del

margen aplicable (normalmente el 40%) y se liquida trimestralmente por trimestres vencidos.

Debido a esta mecánica de disposición, que permite a la acreditada gran flexibilidad para disponer del crédito por el importe que necesite en cada momento, las líneas de crédito circulante suelen destinarse a la financiación de las necesidades de capital circulante y demás necesidades generales de financiación de la acreditada.

5.2. En función de su jerarquía⁴²⁴.

Como ya hemos anticipado, en ocasiones, en una misma sociedad o en una misma operación conviven distintos instrumentos de financiación. En estos casos, es frecuente que entre los distintos instrumentos se establezca una jerarquía u orden de prioridad, principalmente en términos de cobro y en términos de garantías.

Esta jerarquía se formalizará mediante la firma de un contrato entre acreedores en el que se regulará el orden de cobro y el proceso para la ejecución de las garantías.

Es importante tener en cuenta que este orden jerárquico tiene carácter exclusivamente contractual y, por tanto, (i) únicamente vincula a los acreedores que son parte del contrato entre acreedores y (ii) no afecta a la calificación de los créditos como ordinarios, privilegiados (con privilegio general o especial) o subordinados en un contexto concursal, calificación que se realizará de acuerdo con la legislación concursal (si bien, en el contrato entre acreedores se pactarán unas reglas de reparto posterior de los fondos obtenidos en el concurso a fin de que se respete el orden jerárquico establecido contractualmente).

Podríamos distinguir entre tres categorías principales de deuda:

⁴²⁴ Respecto de la jerarquización de los distintos tipos de deuda en sede de LBOs véase nota al pie de página 171 anterior.

A. *Financiación senior.*

De todas las fuentes de financiación de un LBO, la más importante es, sin duda alguna, la deuda *senior*

Se denomina financiación *senior* a la financiación de mayor jerarquía, esto es, aquella que tiene preferencia frente al resto de instrumentos financieros de la operación, tanto en términos de cobro como en términos de garantías.

La financiación *senior*, por tanto, se caracteriza por lo siguiente:

- (i) **Prioridad en el cobro:** la financiación *senior* tiene preferencia frente a la deuda subordinada tanto en términos contractuales (donde se establece que la deuda subordinada no podrá ser amortizada hasta que la financiación *senior* no haya sido íntegramente amortizada) como estructurales (puesto que su vencimiento es anterior al de la deuda subordinada y además, dentro de la estructura societaria de la operación, se concede a un nivel más cercano a la sociedad operativa donde se generan los flujos de caja que repagarán la deuda).
- (ii) **Garantías:** las garantías de la financiación *senior* son de primer rango.

B. *Financiación subordinada (mezzanine).*

La financiación subordinada o *mezzanine*, como su nombre indica, se encuentra subordinada con respecto a la financiación *senior*: En efecto, esta subordinación presenta las siguientes manifestaciones:

- (i) **Subordinación contractual:** en términos de cobro, la financiación subordinada solo podrá ser amortizada cuando la financiación *senior* haya sido íntegramente repagada; hasta entonces, la financiación subordinada únicamente cobrará los intereses, si bien es habitual que la financiación subordinada establezca la capitalización de, al menos, una parte de los intereses (estos intereses capitalizados se conocen como intereses PIK o *payment in kind*).

- (ii) Subordinación estructural: adicionalmente, la deuda *mezzanine* se encuentra subordinada estructuralmente a la financiación *senior* tanto en términos de plazo (siendo su vencimiento posterior al de esta y su amortización *bullet*) como en términos de localización de la deuda dentro de la estructura societaria del grupo de la prestataria o acreditada (la deuda *mezzanine* suele otorgarse a una sociedad situada por encima de la sociedad a la que se otorga la financiación *senior* y, por tanto, más alejada de la generación de caja).
- (iii) Garantías: si bien la deuda *mezzanine* suele contar con las mismas garantías que la financiación *senior*, estas son de segundo rango y, en consecuencia, subordinadas a las garantías de la financiación *senior*. Adicionalmente, la ejecución de las garantías por parte de la deuda *mezzanine* requiere la autorización de las entidades financiadoras de la deuda *senior*.

Cabe señalar, por último, que la financiación *mezzanine* suele ser otorgada por fondos especializados en este tipo de deuda y, en consecuencia, en numerosas ocasiones no tendrá el formato de una financiación sindicada al existir una única entidad financiadora.

C. Financiación *second lien*.

La financiación *second lien* surge como un producto híbrido situado a caballo entre la financiación *senior* y la financiación subordinada y que permite alcanzar niveles de apalancamiento superiores a los que puede llegar la financiación *senior* pero con un coste inferior al de la financiación subordinada.

Así, la financiación *second lien* se caracteriza por ser *senior* con respecto a la deuda subordinada (de modo que esta no podrá amortizarse mientras aquella no haya sido íntegramente repagada) pero estar subordinada con respecto a la deuda *senior* tanto estructuralmente como en términos de garantías:

- (i) Subordinación estructural: la financiación *second lien* se encuentra subordinada estructuralmente en términos de plazo a la financiación *senior* pero está situada por delante de la financiación subordinada. O,

dicho de otro modo, el plazo de la financiación *second lien* es superior al de la financiación *senior* (y, por tanto, su repago es posterior) pero inferior al de la financiación subordinada. Al igual que en el caso de la financiación subordinada, la financiación *second lien* suele amortizarse íntegramente a vencimiento. Sin embargo, a diferencia de la financiación subordinada, la subordinación estructural de la financiación *second lien* frente a la financiación *senior* normalmente se limita al plazo, no a la localización de la deuda, puesto que suele concederse al mismo nivel que esta dentro de la estructura societaria de la operación. Por otra parte, al contrario que la financiación subordinada, la financiación *second lien* no incluye un componente de capitalización o PIK en sus intereses por lo que recibirá el cobro de los intereses.

- (ii) Garantías: la financiación *second lien* cuenta normalmente con las mismas garantías que la financiación *senior* pero subordinadas en rango a las de esta. Este es, por tanto, el principal elemento de subordinación de la financiación *second lien* frente a la financiación *senior* y, precisamente, el que le da su nombre. La existencia de una financiación *second lien* determinará, por tanto, una subordinación mayor de las garantías de la financiación subordinada las cuales (en caso de tenerlas) pasarán a ser de tercer rango.

6. Proceso y fases de una financiación sindicada.

A la hora de describir el proceso y fases de una financiación sindicada, debe distinguirse entre aquellas financiaciones en las que existe un aseguramiento y aquellas en las que no lo hay, más conocidas como financiaciones *club deal*.

6.1. Financiaciones aseguradas.

Las financiaciones aseguradas son aquellas en las que una entidad o grupo reducido de entidades –denominadas entidades aseguradoras- se comprometen a otorgar el importe total de la financiación. Las entidades aseguradoras otorgarán inicialmente el importe total de la financiación si bien con la intención de, posteriormente, llevar a cabo una sindicación con la que dar entrada en la financiación a nuevas entidades financiadoras mediante la

cesión parcial de su posición contractual bajo el contrato de financiación, las garantías y demás documentación complementaria. Serán, por tanto, estas entidades aseguradoras quienes participen en la estructuración de la financiación y las que negocien toda la documentación legal.

El proceso de una financiación asegurada consta de diversas fases que pueden resumirse del siguiente modo:

- (i) Fase de análisis: en esta primera fase, las entidades aseguradoras realizarán un análisis de la operación a financiar basándose en la información disponible. Así, al tratarse de una adquisición apalancada el paquete de información será muy amplio y exhaustivo y requerirá la realización de un proceso de revisión o *due diligence* legal, fiscal, financiero, etc. por parte de asesores independientes.
- (ii) Mandato de las entidades aseguradoras: sobre la base del análisis realizado, las entidades aseguradoras y la compañía definirán la estructura de la financiación y negociarán sus términos principales así como las condiciones del aseguramiento. Todo ello se formalizará en una carta de mandato (*mandate letter*) que recogerá el compromiso de aseguramiento de la financiación asumido por las entidades aseguradoras. Esta carta de mandato adjuntará asimismo el documento de términos y condiciones o *term sheet* que recogerá los términos esenciales de la financiación objeto de aseguramiento. En función del grado de detalle o complejidad que la citada documentación alcance en esta fase, se involucrará o no a los asesores legales externos para su elaboración.
- (iii) Negociación y firma de la documentación legal: sobre la base de los términos y condiciones acordados en la fase anterior, se procederá a la elaboración, negociación y firma de la toda la documentación legal con la que formalizará la financiación, incluyendo el contrato de financiación, los documentos de garantía, etc. Como se ha referido anteriormente, toda la documentación será suscrita por las entidades aseguradoras quienes, de acuerdo con el compromiso de aseguramiento adquirido en la carta de

mandato, pondrán a disposición de la compañía el importe íntegro de la financiación, sin perjuicio del posterior proceso de sindicación de la misma.

- (iv) Fase de sindicación: finalmente, una vez formalizada la financiación, las entidades aseguradoras iniciarán la fase de sindicación cuyo propósito es dar entrada en la financiación a otras entidades financieras mediante la cesión parcial, por parte de las entidades aseguradoras, de su posición contractual bajo la misma, sus garantías y demás documentación accesoria. El objetivo de las entidades aseguradoras en esta fase de sindicación es reducir su participación inicial en la financiación. La sindicación se formalizará en un contrato de cesión parcial de posición contractual que será suscrito por las entidades aseguradoras (como cedentes), las entidades que participen en la sindicación (como cesionarias) y, normalmente, también por la compañía a fin de tomar razón de la cesión.

Adicionalmente al modelo de aseguramiento que acaba de describirse, existen también los denominados aseguramientos en términos de *best efforts* o de mejores esfuerzos. A pesar de su nombre, en estos casos no puede hablarse de un verdadero aseguramiento *stricto sensu* puesto que no existe un compromiso por parte de las entidades aseguradoras frente a la compañía de otorgar el importe total de la financiación. Por el contrario, en estos casos, el compromiso de financiación por parte de las entidades aseguradoras se limitará al importe de su participación final en la financiación. Por este motivo, en este tipo de financiaciones el rol que realmente desempeñan las entidades aseguradoras es el de (i) coordinación de la financiación, estructurando y negociando los términos y condiciones de la misma con la compañía, y (ii) invitación y búsqueda de entidades que deseen participar en la financiación a fin de cubrir el importe total de la financiación. Es por esta segunda labor (que podríamos considerar comercial o de venta) y su semejanza con la fase de sindicación propia de una financiación asegurada en sentido estricto por lo que en este tipo de financiaciones se habla también de aseguramiento.

Las fases de una financiación asegurada en términos de *best efforts*, por tanto, son muy similares a las que se han descrito para una financiación asegurada e incluyen el análisis de la operación así como la negociación de los términos y condiciones de la financiación y de toda la documentación legal por parte de las entidades aseguradoras. No obstante, a diferencia de un aseguramiento en sentido estricto, la fase de sindicación o búsqueda de entidades tiene lugar con anterioridad a la firma de la documentación legal que formalizará la financiación y, en consecuencia, esta será firmada y la financiación será otorgada desde el primer momento por todo el sindicato de entidades financiadoras y no únicamente por las entidades aseguradoras. Y, lo que es más importante, en caso de que no se obtuviesen entidades suficientes para cubrir el importe total de la financiación, las entidades aseguradoras, al no existir un compromiso de aseguramiento, no vendrán obligadas a aportar el importe correspondiente a ese déficit.

6.2. Financiaciones *club deal*.

Como ya se ha mencionado, son financiaciones *club deal* aquellas en las que no existe un elemento de aseguramiento y en las que, por tanto, las entidades financiadoras que la otorgan no tienen intención de reducir su participación inicial en la financiación mediante un proceso de sindicación posterior.

Como consecuencia de ello, en las financiaciones *club deal* normalmente todas las entidades que participarán en la financiación tomarán parte en todas las fases del proceso, desde la fase inicial de estructuración de la operación hasta la negociación de toda la documentación legal.

Las fases de una financiación de este tipo no se diferencian, pues, de las de una financiación asegurada a excepción de la fase de sindicación que, por concepto, en una financiación *club deal* no existe. Así, con carácter general, el proceso de una financiación *club deal* abarcará las siguientes fases:

- (i) Fase de análisis: al igual que veíamos para las financiaciones aseguradas, en esta primera fase las entidades financieras realizarán un análisis de la operación de LBO basándose en la información que tengan disponible.

- (ii) Negociación de términos y condiciones: a diferencia de una financiación asegurada, en esta negociación participarán normalmente todas las entidades financiadoras y el resultado de las mismas se plasmará en un documento de términos y condiciones o *term sheet* que será firmado por todas las partes y que recogerá los términos esenciales de la financiación.
- (iii) Documentación legal: por último, a partir del documento de términos y condiciones, se procederá a la elaboración, negociación y firma de la toda la documentación legal con la que se formalizará la financiación, incluyendo el contrato de financiación, los documentos de garantía, etc.

No obstante lo anterior, cuando se trata de financiaciones *club deal* de un importe elevado que requieran la participación de un elevado número de entidades financieras y a fin de simplificar el proceso, es corriente que la compañía designe a un grupo reducido de entidades para que actúen como coordinadoras del proceso de modo que, si bien estas no asegurarán la financiación, sí se ocuparán de la negociación con la compañía de la estructura, términos, condiciones y documentación de la financiación así como de la invitación e interlocución con el resto de entidades financieras. En estos casos, el proceso pasa a ser muy similar formalmente a lo que hemos descrito como una operación asegurada en términos de *best efforts* de manera que las entidades coordinadoras llevarán a cabo el análisis, la estructuración y la negociación de los términos y condiciones y de la documentación legal de la financiación para, posteriormente y sobre la base de los términos acordados con la compañía, invitar al resto de entidades a participar en la misma, las cuales, por tanto, contarán con escaso margen para la negociación o modificación de los términos de la financiación previamente acordados por la compañía con las entidades coordinadoras. Una vez quede determinado el grupo de entidades participantes, se procederá a la firma por parte de todas ellas de la documentación legal con la que quedará formalizada la financiación, sin que, por tanto, resulte necesaria una sindicación posterior.

7. Documentación legal en financiaciones sindicadas.

7.1. Documentación previa.

Antes de firmar el contrato de financiación suelen prepararse varios documentos preliminares para hacerse una primera idea de la operación y verificar su viabilidad a todos los niveles.

Los principales documentos a tener en cuenta son los siguientes:

A. El memorandum informativo (information memorandum) y los informes de due diligence.

Estos documentos servirán de carta de presentación de la operación y de la Sociedad *Target* a las entidades financiadoras pues en ellos se detallan los principales aspectos de la financiación, se describe la compañía, se recoge la información económica y financiera de la empresa y del mercado en el que opera, se analiza la razonabilidad de la operación y se contiene toda aquella información que pueda ser considerada relevante para la operación, incluyendo el plan de negocio de la compañía para los próximos años.

B. Carta de mandato.

La carta mandato es, normalmente, el primer documento que se suscribe dentro del proceso de una financiación sindicada. Este documento, por lo general, tiene formato de carta y, como su nombre indica, su objeto es el otorgamiento, por parte de la compañía, de un mandato en favor de las entidades aseguradoras (en caso de una financiación asegurada) o de las entidades coordinadoras (en caso de una financiación no asegurada o asegurada en términos de *best efforts*) para actuar como aseguradoras o coordinadoras de la financiación. En financiaciones en formato *club deal* en las que no se designen entidades coordinadoras es habitual que la firma de la carta de mandato se omita de modo que, directamente, se negociarán los términos y condiciones de la financiación así como la documentación legal.

En definitiva, se trata de un compromiso de financiación asumido por los financiadores condicionado a⁴²⁵:

- (i) La firma del contrato de compraventa de la Sociedad *Target* en unas condiciones determinadas.
- (ii) Que toda la documentación sea satisfactoria.
- (iii) Que no se produzcan situaciones cambio material adverso (*material adverse change*), esto es, se permite al financiador retirarse de una operación en el supuesto de que acontezcan una serie de circunstancias o hechos que afecten o puedan afectar de manera adversa y relevante al valor, al negocio, las operaciones o los activos y pasivos de la Sociedad *Target*.
- (iv) En ocasiones, a que se lleve a cabo una *due diligence*.

La finalidad de la carta de mandato, por tanto, es regular los términos y condiciones del aseguramiento y/o coordinación de la financiación tanto en lo que se refiere a la relación entre las entidades aseguradoras/coordinadoras con la compañía como a la relación de las distintas entidades aseguradoras/coordinadoras entre sí.

Así, para el caso más típico de una financiación asegurada, la carta de mandato incluirá los siguientes aspectos esenciales:

- (i) Compromiso de aseguramiento: en la carta de mandato se regulará el compromiso de aseguramiento de la financiación que las entidades aseguradoras asumen frente a la compañía y se definirán los términos del mismo, a saber:
 - a) Importe asegurado: se establecerá el importe asegurado por cada una de las entidades aseguradoras.

⁴²⁵ SERRANO ACITORES, A. "¿Cómo se financian...", *op. cit.*, pág. 27.

- b) Mancomunidad: siguiendo el principio general que rige en las financiaciones sindicadas, el compromiso de aseguramiento de las entidades aseguradoras tiene carácter mancomunado.
- c) Exclusividad: normalmente, el mandato que se otorga en favor de las entidades aseguradoras tendrá carácter de exclusividad.
- d) Términos y condiciones de la financiación: el compromiso de aseguramiento irá referido a una financiación concreta cuyos términos y condiciones deberán quedar definidos en la propia carta de mandato, normalmente mediante la inclusión del documento de términos y condiciones de la financiación (*term sheet*) como anexo a la propia carta (véase apartado C siguiente).
- e) Duración y terminación del mandato: el compromiso de aseguramiento está sujeto a una duración máxima de modo que el mismo cesará en caso de que, llegada la fecha de vencimiento del mismo, no se hubiese formalizado la financiación. Adicionalmente, se establecerán una serie de supuestos que también podrán determinar la finalización del compromiso de aseguramiento, entre los que se incluirán:
- El incumplimiento por parte de la compañía de cualquiera de las obligaciones y términos de la carta de mandato.
 - El acaecimiento de lo que normalmente se denomina un “cambio sustancial adverso”, esto es, algún hecho o circunstancia que afecte de manera significativa y adversa bien a la compañía o a los mercados financieros.
- f) Comisión de aseguramiento: esta comisión se fija como un porcentaje sobre el importe asegurado por cada entidad aseguradora.
- (ii) Proceso de sindicación: otro de los elementos básicos que debe regularse en la carta de mandato de una financiación asegurada es el proceso de sindicación. En concreto, debe regularse la duración del periodo de sindicación así como las participaciones finales que las entidades aseguradoras tienen como objetivo mantener en la financiación una vez

finalizada la sindicación. Estos dos elementos –periodo de sindicación y participaciones finales objetivo- determinarán si la sindicación ha sido exitosa o no. Junto con estos elementos básicos de la sindicación, la carta de mandato suele incluir además una serie de mecanismos de protección para las entidades aseguradoras cuyo objetivo es tratar de garantizar el éxito de la sindicación. Los principales elementos de protección son los que a continuación se describen:

- a) Mecanismo de *market flex*: este mecanismo permitirá a las entidades aseguradoras modificar unilateralmente los términos y condiciones de la financiación si ello resulta necesario para garantizar el éxito de la sindicación. Habitualmente, las modificaciones consistirán en un incremento del margen y/o de las comisiones de la financiación y, normalmente, estarán sujetas a un límite máximo. En ocasiones – sobre todo en periodos de bonanza en los mercados de crédito- se incluye también el mecanismo inverso, conocido como *reverse flex*, en virtud del cual, de producirse una sobresuscripción en la fase de sindicación, podrán modificarse las condiciones de la financiación (margen y/o comisiones) a la baja.
- b) Compromiso de *clear market*: se trata de un compromiso asumido por la compañía frente a las entidades aseguradoras en virtud del cual aquella se abstendrá de llevar a cabo, lanzar o anunciar a los mercados de capitales ninguna otra operación de financiación hasta tanto no se haya cerrado la fase de sindicación de la financiación. El objetivo de este compromiso es evitar que durante el periodo de sindicación exista en el mercado otra operación que pueda “competir” con la financiación y que, en consecuencia, pueda perjudicar, obstaculizar o dificultar la labor de sindicación.
- c) Compromiso de *no front running*: se trata de un compromiso que se incluirá en el supuesto de que exista una pluralidad de entidades aseguradoras y que las propias entidades aseguradoras asumen unas frente a otras. En virtud de este compromiso, las entidades aseguradoras no podrán llevar a cabo actuaciones o contactos con

otras entidades tendentes a la cesión de una participación en la financiación en el mercado secundario de créditos hasta tanto haya concluido el proceso de sindicación. El objetivo de esta cláusula es que la labor de sindicación se lleve a cabo conjuntamente por todas las entidades aseguradoras de modo que ninguna de ellas lleve a cabo actuaciones unilaterales que puedan perjudicar el éxito de la sindicación.

d) Asistencia en el proceso de sindicación: se establece siempre la obligación por parte de la compañía de colaborar con las entidades aseguradoras con el fin de lograr una sindicación exitosa. Esta colaboración incluirá la entrega de información, la disponibilidad del equipo directivo para realizar presentaciones o asistir a reuniones con las entidades financieras y el facilitar a las entidades aseguradoras el acceso a las entidades financieras de relación de la compañía.

(iii) Otros aspectos: finalmente, la carta de mandato regulará una serie de aspectos accesorios como el compromiso de confidencialidad de las partes, los costes y gastos de la operación (que serán asumidos por la compañía) o el compromiso de indemnización por parte de la compañía frente a las entidades aseguradoras por los potenciales daños que estas puedan sufrir como consecuencia del aseguramiento.

C. Documento de términos y condiciones (*term sheet*).

El documento de términos y condiciones (más conocido como *term sheet*) es un documento que recoge los términos fundamentales de la financiación. En este documento -que, como se ha mencionado, suele adjuntarse a la carta de mandato- se definirán, por tanto, las condiciones económicas de la financiación (importe, tramos, margen, comisiones⁴²⁶, plazo, calendario de amortización, finalidad, etc.) así como aquellos términos que, sin tener un carácter estrictamente económico, resulten esenciales para el otorgamiento de la

⁴²⁶ Es frecuente incluir las comisiones de las entidades bien en el *term sheet* o bien en una carta aparte. En cualquier caso, también es habitual pactar la posibilidad de excluir las comisiones si no se produce el cierre de la operación (*no deal no fee*).

financiación (por ejemplo, obligación de mantenimiento accionarial) o establezcan alguna particularidad que difiera de los estándares de mercado.

Debido a que el *term sheet* tiene vocación de recoger únicamente los elementos fundamentales y definatorios de la financiación, suele ser un documento mucho más breve que el contrato de financiación y que, para los aspectos más generales de la financiación suele remitirse a los estándares de mercado. No obstante, en ocasiones el *term sheet* alcanza un grado de desarrollo muy elevado, en cuyo caso la negociación del mismo supone en la práctica un adelanto de lo que sería la negociación del contrato de financiación.

*D. Funciones de la documentación preliminar*⁴²⁷.

A la luz de lo anterior, podemos deducir que la documentación preliminar cumple las siguientes funciones:

- (i) Los financiadores consiguen los siguientes objetivos:
 - a) Aseguran sus comisiones.
 - b) Limitan la duración de sus compromisos.
 - c) No asumen los riesgos derivados del mercado.
 - d) Gozan de exclusividad.

- (ii) El financiado, por su parte, se beneficia de lo siguiente:
 - a) Se ahorra las comisiones si finalmente no se produce el cierre.
 - b) Los compromisos asumidos por las partes tienen una amplia vigencia.
 - c) Los términos de la financiación quedan prácticamente cerrados.

⁴²⁷ SERRANO ACITORES, A. "¿Cómo se financian...", *op. cit.*, pág. 27.

7.2. Documentación principal.

A. Contrato de financiación.

El contrato de financiación es el documento principal que regulará la mayor parte de los aspectos de la financiación y que regirá la relación de las entidades financiadoras con la acreditada o prestataria así como la relación de las entidades financiadoras entre sí.

Debido a la cantidad de aspectos que debe regular, el contrato de una financiación sindicada es un documento muy extenso y que incluirá desde los términos esenciales y definatorios de la financiación (importe, plazo, margen, etc.) hasta los aspectos jurídicos y comerciales (obligaciones, declaraciones, supuestos de vencimiento anticipado, etc.) pasando por los aspectos operativos y administrativos de funcionamiento de la financiación (disposiciones, notificaciones, pagos, etc.) y del sindicato de entidades financiadoras (agencia, mancomunidad, proporcionalidad de pagos, régimen de tomas de decisiones, etc.).

En el apartado 7 de este capítulo se analizará en detalle el contenido de lo que sería un contrato estándar de financiación sindicada.

B. Contrato entre acreedores.

El contrato entre acreedores (también conocido como *intercreditor*) es un documento que existe en aquellas operaciones en las que conviven distintos instrumentos de deuda (financiación *senior*, financiación subordinada, etc.) y, por tanto, hay una diversidad de acreedores. Las partes de este contrato, por tanto, serán los distintos acreedores (por regla general la compañía no será parte del mismo) y su objeto será regular la relación entre ellos, principalmente en lo que se refiere a los siguientes aspectos:

- (i) Orden de cobro: al existir varios acreedores, será necesario establecer un orden de prioridad en el cobro. Así, por ejemplo, el contrato entre acreedores establecerá que la deuda subordinada no podrá recibir ningún pago (a excepción de los intereses) hasta tanto la deuda *senior* no haya sido íntegramente repagada de modo que, en caso de recibir un pago de

la compañía que contravenga esta regla, el acreedor subordinado deberá entregar el importe recibido al acreedor *senior*.

El régimen de preferencia de cobro que se recoge en un contrato entre acreedores tiene carácter exclusivamente contractual y, por tanto, carece de relevancia concursal. No obstante, en caso de concurso de la acreditada, en el contrato entre acreedores se pactará que los distintos acreedores redistribuirán posteriormente los importes que obtengan en el concurso de acuerdo con el orden de cobros previsto en el contrato.

- (ii) Ejecución de garantías: asimismo, en caso de que las distintas categorías de acreedores compartan garantías reales, el contrato entre acreedores será el documento en que se regule el modo de ejecución de dichas garantías. Por ejemplo, si existe una deuda subordinada que comparta las mismas garantías que la deuda *senior* pero subordinadas en rango, se establecerá que los acreedores subordinados no podrán ejecutar sus garantías sin la autorización previa de los acreedores *senior*. Si, por el contrario, distintos acreedores comparten las mismas garantías y con igual rango, se establecerá un régimen de mayorías para decidir sobre la ejecución de las mismas. Por otra parte, el contrato entre acreedores regulará el reparto entre los distintos acreedores de los importes resultantes de la ejecución de las garantías.
- (iii) Vencimiento anticipado: otro de los aspectos típicos que se regulan en un contrato entre acreedores es la declaración de vencimiento anticipado. De este modo, se establecerá la obligación de información previa o, incluso, la exigencia de autorización previa por parte del resto de acreedores para poder declarar el vencimiento anticipado de la deuda.

C. *Garantías.*

Contrariamente a lo que sucede en las financiaciones corporativas, la financiación de una adquisición apalancada tiene vocación de ser, si no siempre la única, sí la principal fuente de financiación de la compañía y, por tanto, tiende a contar con la garantía de todos los activos de la compañía.

- (i) Garantías reales y personales: la financiación de una adquisición apalancada contará, además de con la garantía personal de todas o la mayoría de las filiales del grupo propia de una financiación corporativa, con, al menos, prenda sobre las acciones o participaciones de la sociedad vehículo (*Newco*) a través de la que se lleve a cabo la adquisición, prenda sobre las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*, prenda sobre los derechos de crédito derivados de las cuentas corrientes, prenda sobre los derechos de crédito derivados del contrato de compraventa así como prenda sobre los derechos de crédito derivados de los contratos de préstamo intragrupo que se otorguen en el contexto de la adquisición. Asimismo, se otorgarán garantías reales sobre otros activos que se consideren relevantes (por ejemplo, derechos derivados de pólizas de seguro, etc.). No obstante, no suelen otorgarse garantías hipotecarias a fin de evitar el elevado coste que la constitución de las mismas lleva aparejado (Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados); en su lugar, la acreditada otorgará una promesa genérica de constitución de garantía real (ya sea hipotecaria o de otro tipo) sobre todos sus activos, promesa que será ejecutable en el supuesto de que se produzca una causa de vencimiento anticipado de la financiación y que irá acompañada del otorgamiento de un poder irrevocable en favor de la entidad agente de las entidades financiadoras para que, en nombre de la compañía, pueda constituir dichas garantías. En ocasiones, esta estructura de promesa de hipoteca se sustituye por la constitución de una hipoteca en la que, a fin de reducir el coste impositivo, se establece una responsabilidad hipotecaria inicial muy baja de modo que, en caso de que tuviese lugar una causa de vencimiento anticipado de la financiación, las entidades financieras podrán exigir a la compañía que incremente la responsabilidad hipotecaria (o, alternativamente, podrá incrementarlo la entidad agente mediante un poder irrevocable que habrá sido otorgado por la compañía).
- (ii) Limitaciones al otorgamiento de garantías; prohibición de asistencia financiera: una vez más, no debemos olvidar que cuando hablamos de la financiación de la adquisición de una sociedad, el paquete de garantías estará sujeto a las limitaciones impuestas por la normativa española de

asistencia financiera (arts. 143.2⁴²⁸ y 150⁴²⁹ de la LSC para las sociedades de responsabilidad limitada y para las sociedades anónimas respectivamente). En consecuencia, dentro de la financiación de una adquisición apalancada, habrá que tener en cuenta que, mientras el tramo de refinanciación de la deuda de la compañía adquirida no estará sujeto a ninguna limitación en este sentido, el tramo que financie la adquisición no podrá ser garantizado ni por la sociedad adquirida, ni por ninguna de sus filiales ni con ninguno de sus activos. Por tanto, en este tipo de financiaciones, se constituirán distintos paquetes de garantías en función de cada tramo.

7.3. Documentación posterior al cierre.

A. Contrato de sindicación.

El contrato de sindicación es el documento en el que se formaliza la sindicación de una financiación asegurada⁴³⁰. Se trata, por tanto, de un contrato de cesión parcial de posición contractual cuyas partes son, por un lado, las entidades aseguradoras (como cedentes) y, por otro, las entidades financieras que se incorporarán a la financiación en el contexto de la sindicación (como cesionarias). Adicionalmente, es habitual que la compañía sea también parte

⁴²⁸ Art. 143.2 de la LSC: “La sociedad de responsabilidad limitada no podrá anticipar fondos, conceder créditos o préstamos, prestar garantía, ni facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o de las participaciones creadas o las acciones emitidas por sociedad del grupo a que la sociedad pertenezca”.

⁴²⁹ Art. 150 de la LSC: “La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero”.

⁴³⁰ Como señala AÑOVEROS TRÍAS DE BES en virtud de los pactos de la sindicación, el ejercicio coordinado de los derechos y obligaciones de la parte financiadora, hace que esta aparezca configurada unitariamente en la relación con la parte prestataria.

Todo ello supone la existencia de un vínculo entre las entidades financiadoras de naturaleza asociativa, llamado “sindicato de entidades financiadoras”. En efecto, para este autor, el sindicato es una asociación carente de personalidad jurídica, siendo esta una situación que satisface y beneficia a las entidades financiadoras toda vez que las mismas se encuentran mucho más cómodas actuando por cuenta propia en la operación (*vid.* AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., *op. cit.*, pág. 116).

Ahora bien, concretar la verdadera naturaleza de dicho sindicato no es nada fácil ya que, como señala FERRÉ MOLTÓ, nos enfrentamos ante un contrato atípico, que se celebra al amparo del principio de la libre voluntad de pactos (FERRÉ MOLTÓ, M., *op. cit.*, pág. 609). Esto no obstante, autores como DE GISPERT PASTOR se han atrevido a calificarlo, considerando que se trata de un contrato de cooperación atípico (DE GISBERT PASTOR, M.T., *Los créditos sindicados, su integración en el sistema jurídico español*, Bosch, Barcelona, 1982, pág. 65).

de este contrato a los meros efectos de toma de razón de la cesión en su condición de deudor cedido. En virtud de este contrato, pues, las entidades aseguradoras ceden parcialmente a las entidades cesionarias su posición contractual bajo la financiación. Se trata de una cesión en la que, conforme a lo establecido en el primero párrafo del art. 1529 del CC⁴³¹, las entidades cedentes no otorgarán ningún tipo de garantía ni responderán por la solvencia de la acreditada, respondiendo frente a los cesionarios exclusivamente por la existencia y legitimidad del crédito cedido. Junto con la cesión de la participación en la financiación, las entidades aseguradoras normalmente abonarán a las entidades cesionarias una parte de la comisión cobrada por el aseguramiento de la financiación.

B. Contrato de cobertura del riesgo de tipos de interés⁴³².

Si bien las financiaciones sindicadas son siempre a tipo variable (consistente en la suma de un tipo base de referencia -EURIBOR, LIBOR, etc.- y un margen), es habitual que tanto la compañía como las entidades financiadoras estén interesados en que aquella pague un tipo de interés fijo a fin de evitar el riesgo de posibles fluctuaciones en los tipos de interés y lograr así una mayor certeza sobre los flujos de caja derivados de la financiación. En este sentido, es común en las financiaciones sindicadas incorporar una obligación de la compañía de contratar instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés por un importe determinado (que suele oscilar entre el 75% y el 100% del importe de la financiación excluyendo el importe correspondiente a los créditos circulantes o *revolving*) y para un plazo determinado (que puede alcanzar toda la vida de la financiación). Suele establecerse asimismo la obligación de que dichos instrumentos de cobertura los contrate la compañía con las propias entidades participantes en la financiación en proporción a su participación en la misma, siempre que estas ofrezcan la cobertura en términos de mercado.

⁴³¹ Art. 1529 del CC: “El vendedor de buena fe responderá de la existencia y legitimidad del crédito al tiempo de la venta, a no ser que se haya vendido como dudoso; pero no de la solvencia del deudor, a menos de haberse estipulado expresamente, o de que la insolvencia fuese anterior y pública”.

⁴³² Vid. CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., *op. cit.*, págs. 577 a 608; y VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera (SWAP)*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002, págs. 22 y siguientes.

Estos instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés suelen estar *pari passu* con la financiación y compartir las mismas garantías y se formalizan conforme a modelos de contrato que se encuentran muy estandarizados en el mercado, como son, principalmente, el modelo ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) o el modelo CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras). Ambos modelos de contrato siguen una estructura muy similar que consta, básicamente, de tres partes:

- (i) Un contrato marco que contiene las condiciones generales aplicables a todas las operaciones que se suscriban bajo el paraguas del mismo.
- (ii) Un anexo que contendrá las modificaciones que se quieran realizar sobre las condiciones del contrato marco (por ejemplo, modificar las causas de vencimiento anticipado a fin de igualarlas a las de la financiación).
- (iii) Una confirmación que contiene las condiciones económicas específicas de la operación de cobertura de que se trate (importe, plazo, etc.).

7.4. Otra documentación complementaria.

A. Cartas de comisiones.

Tanto la comisión de apertura (o, en su caso, de aseguramiento) como la comisión de agencia no suelen regularse en el propio contrato de financiación sino en carta aparte con el fin de mantener la confidencialidad sobre su importe, de modo que, si bien el contrato hará referencia a su existencia, remitirá en cuanto a su regulación a dichas cartas.

La comisión de apertura o de aseguramiento se calcula como un porcentaje sobre el importe de la financiación y suele pagarse en un plazo que suele oscilar entre cinco y quince días hábiles a contar desde la fecha de firma de la financiación o, en caso de ser anterior, en la fecha en que tenga lugar la primera disposición de la financiación.

Por su parte, la comisión de agencia consiste en un importe fijo anual, que se actualiza anualmente conforme con el índice de precios de consumo (IPC) y que se paga en cada aniversario de la fecha de firma de la financiación.

B. Opiniones legales⁴³³.

Como herencia del Derecho anglosajón, en toda financiación sindicada las entidades financiadoras exigirán contar con dos opiniones legales: una emitida por los asesores legales de la compañía y que se pronuncie sobre la válida existencia y capacidad de esta (y de los garantes) para suscribir la financiación y otra emitida por los asesores legales de las entidades financieras que se pronuncie sobre la validez, legalidad, carácter vinculante y ejecutabilidad de todos los contratos de la financiación (incluyendo no solo el contrato de financiación sino también las garantías, el contrato entre acreedores en su caso, etc.).

La estructura de estas opiniones legales será siempre la misma y constará, al menos, de las siguientes partes:

- (i) Destinatarios: toda opinión legal debe identificar quiénes son los destinatarios de la misma, puesto que los asesores legales únicamente responderán por el contenido de la opinión frente a aquellas entidades que sean destinatarias expresas de la misma. En el caso de una financiación sindicada, las opiniones legales estarán dirigidas a todas las entidades financiadoras así como a aquellas entidades a las que pudieran ceder su participación en la financiación. En ocasiones, en financiaciones aseguradas, los destinatarios se limitan a las entidades aseguradoras y a aquellas a quienes estas cedan su participación en la financiación en el marco de la fase de sindicación (excluyendo, pues, cesiones posteriores).
- (ii) Documentación revisada: normalmente, la opinión legal incluirá un detalle de la documentación revisada por los asesores legales y sobre la que estos se han basado para la emisión de la opinión.
- (iii) Asunciones: las opiniones legales se emiten por los asesores sobre la base de una serie de asunciones, cuya veracidad condicionará la validez o vigencia de la opinión. Estas asunciones, por lo general, se referirán a tres tipos de cuestiones: cuestiones de hecho (autenticidad de las firmas,

⁴³³ Vid. ALEMANY EGUIDAZU, J., *op. cit.*, págs. 189 y siguientes.

correspondencia de las copias de documentos con sus originales, etc.), cuestiones de Derecho extranjero y cuestiones jurídicas distintas de las que son objeto de la opinión (por ejemplo, al emitir la opinión legal sobre la validez de los contratos de la financiación, los asesores legales de las entidades financieras asumirán la válida existencia y capacidad de la compañía para suscribir dichos contratos, puesto que esta cuestión será objeto de la opinión legal emitida por los asesores legales de la compañía).

- (iv) Opinión: este apartado es la esencia y la parte fundamental de la opinión legal y es donde los asesores legales manifiestan su opinión sobre las cuestiones jurídicas objeto de la misma, ya sea la capacidad de las partes para suscribir determinados contratos o la validez de dichos contratos.
- (v) Cualificaciones: finalmente, las opiniones legales incluyen siempre una sección de cualificaciones. Estas cualificaciones suelen ser bastante extensas y consisten en la descripción de factores o elementos que pueden aclarar, matizar, condicionar o exceptuar la validez o corrección de la opinión emitida. Así, por ejemplo, es habitual que toda opinión legal incorpore una cualificación mediante la que se advierte de que la opinión emitida no tiene en cuenta el impacto de la normativa concursal, de manera que la opinión puede no resultar aplicable o correcta en el contexto de un concurso.

8. Cronograma orientativo de una financiación sindicada.

A la luz de todo lo expuesto, y siguiendo, una vez más a TEJEDOR BARTOLOMÉ, un calendario orientativo de una financiación sindicada podría ser el que se refleja en el gráfico siguiente⁴³⁴:

⁴³⁴ TEJEDOR BARTOLOMÉ, C., *op. cit.*, págs. 33 a 39.

Semanas	Mes 1				Mes 2				Mes 3			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Documentación y términos y condiciones												
- Contacto con las entidades financieras	x											
- Recepción y revisión de la documentación enviada por la compañía a los bancos						x						
- Negociación de los términos y condiciones						x						
- Proceso de aprobación interna del banco					x							
- Otorgamiento del mandato por parte de la compañía						x						
Términos y condiciones definitivos (Mandato en firme)						x						
Elaboración del Infomemo y el Caso Base								x				
Redacción del contrato de financiación										x		
Sindicación												
- Lanzamiento de la operación								x				
- Solicitud de documentación adicional y proceso de aprobación interna de los bancos participantes												
- Fecha límite de contestación										x		
- Revisión de la documentación											x	
-Firma de la operación												x

Fuente: Elaboración propia

Porcentaje de deuda aportada por las entidades financieras sobre los fondos propios aportados por los promotores.

x Tareas puntuales que deben ser finalizadas antes de continuar con la elaboración de la operación.

Marca el inicio de un proceso/tarea y el tiempo estimado para su realización.

Nota: Se trata de un calendario indicativo. La calidad de la información recibida, la fluidez en la negociación, así como otros aspectos tanto exógenos como endógenos de la operación pueden modificar los plazos presentados.

9. Contenido típico de un contrato de financiación sindicada.

9.1. Estructura de un contrato de financiación sindicada.

A continuación se incluye lo que podría ser el índice de un contrato de financiación estándar, el cual da una idea aproximada sobre cuál es la

estructura y contenido habituales en este tipo de contratos. Si bien cada operación de financiación presentará sus propias particularidades que se reflejarán y condicionarán el contenido del contrato de financiación, puede decirse que, en general, la estructura y contenido básicos de cualquier financiación sindicada no diferirán mucho del ejemplo que se muestra a continuación⁴³⁵:

1. Definiciones.
2. La Financiación.
 - 2.1. Importe de la Financiación.
 - 2.2. Tramos de la Financiación.
 - 2.3. Participación de las Entidades Acreditantes.
 - 2.4. Destino de la Financiación.
3. Disposición de la Financiación.
4. Condiciones previas o simultáneas a las disposiciones.
5. Derechos y obligaciones de las Entidades Acreditantes.
6. Intereses.
 - 6.1. Devengo y periodos de intereses.
 - 6.2. Tipo de interés.
 - 6.3. Liquidación y pago de intereses.
 - 6.4. Intereses de demora.
7. Duración y vencimiento.
8. Amortización ordinaria.
9. Amortización anticipada.
 - 9.1. Amortización anticipada voluntaria.
 - 9.2. Amortización anticipada obligatoria.

⁴³⁵ El hecho de que la primera letra de algunas de las palabras se encuentre en mayúsculas se debe a que es práctica común en estos contratos definir algunos términos al principio de los mismos para luego referirse a ellos abreviadamente con la palabra en mayúsculas.

10. Impuestos.
11. Ilegalidad.
12. Variación en las circunstancias.
13. Declaraciones formales.
14. Obligaciones de la Acreditada.
 - 14.1. Obligaciones de información.
 - 14.2. Obligaciones de hacer.
 - 14.3. Obligaciones de no hacer.
 - 14.4. Obligaciones financieras.
15. Vencimiento anticipado.
16. Indemnización.
17. Pagos.
18. Compensación.
19. Proporcionalidad en los pagos.
20. Imputación de pagos.
21. Comisiones.
22. Costes y gastos.
23. Modificaciones, autorizaciones y renunciaciones.
24. Agencia.
25. Cesión.
 - 25.1. Cesión por la Acreditada.
 - 25.2. Cesión por las Entidades Acreditantes.
26. Acreditación de deuda y acción ejecutiva.
27. Comunicaciones.
28. Legislación aplicable y jurisdicción.

ANEXOS.

- Condiciones previas a la firma.
- Modelo de solicitud de disposición.
- Modelo de contrato de cesión de posición contractual.
- Datos de las partes a efectos de comunicaciones.

9.2. Análisis de las cláusulas principales.

El clausulado del contrato de financiación depende de cada caso concreto. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona y al amparo del art. 1255 del CC, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de financiación sindicada para este tipo de operaciones.

Así, las cláusulas típicas de este tipo de contratos serían las siguientes:

A. Partes.

Dentro de un contrato de financiación encontramos las siguientes partes:

- (i) Las entidades financiadoras.
- (ii) Según el tipo de financiación, las acreditadas o prestatarias: inicialmente, esto es, desde la fecha de firma del contrato privado de compraventa de la Sociedad *Target*, será *Newco*. En la fecha de cierre del contrato de compraventa se adherirá la propia Sociedad *Target* como acreditada o prestataria.
- (iii) Garantes: actuarán como tal *Newco*, la Sociedad *Target* y las filiales de la Sociedad *Target* con carácter solidario salvo en el tramo de la financiación destinado a la adquisición para no incumplir la prohibición de asistencia financiera.

B. Condiciones previas.

Dentro del apartado de condiciones previas, hay que distinguir entre aquellas condiciones que son previas a la firma de la financiación y las condiciones

necesarias para que la acreditada pueda disponer de los fondos de la financiación.

a) Condiciones previas o simultáneas a la firma.

Precisamente por tratarse de condiciones que deben cumplirse con carácter previo (o, en muchas ocasiones, simultáneo) y como requisito para la firma de la financiación, la firma de la financiación implica el cumplimiento de estas condiciones, no obstante lo cual las mismas se describirán en el contrato de financiación (normalmente en un anexo) manifestando y reconociendo las partes el cumplimiento de las mismas. Se trata en la mayoría de ocasiones de condiciones de carácter eminentemente formal e incluyen:

- (i) Requisitos de entrega de información (recepción por parte de las entidades financiadoras de las últimas cuentas anuales auditadas de la compañía, de los informes de *due diligence*, etc.).
- (ii) Entrega de documentación legal y societaria (entrega a las entidades financiadoras de copia de las escrituras de constitución de la compañía y de los garantes, de los acuerdos sociales de la compañía que autorizan la financiación, etc.).
- (iii) Formalización del resto de contratos de la operación (firma del contrato de compraventa en el caso de una adquisición, formalización del acuerdo de ampliación de capital, etc.).
- (iv) Condiciones generales (veracidad de las manifestaciones y garantías de la compañía contenidas en el contrato de financiación, ausencia de incumplimientos, ausencia de cambio sustancial adverso, etc.).

b) Condiciones previas o simultáneas a la disposición.

Además de que se sigan cumpliendo las condiciones para la firma, el contrato de financiación establecerá unas condiciones adicionales para poder llevar a cabo la disposición de los fondos de la financiación. Estas condiciones previas a la disposición suelen ir referidas a actuaciones que no pueden llevarse a cabo con anterioridad a la firma de la financiación y que, por tanto, deben

realizarse por la compañía en el periodo comprendido entre la firma y la disposición de la financiación.

Así, las condiciones previas a la disposición pueden incluir el otorgamiento de las garantías, la obtención de la autorización por parte de los organismos de competencia (en el caso de que lo que se financie sea una adquisición que la requiera), la cancelación de la deuda existente de la compañía (en el caso de que la finalidad de la financiación sea refinanciar dicha deuda), etc. Asimismo, en el caso de que la acreditada sea una sociedad no española o de que en el sindicato de entidades financiadoras haya alguna entidad no española, será siempre condición previa para la disposición el otorgamiento por parte del Banco de España del correspondiente Número de Operación Financiera (NOF).

Obviamente, en el caso de que la primera disposición de la financiación tenga lugar en la fecha de firma, las condiciones para la disposición serán al mismo tiempo condiciones para la firma.

Por último, en el supuesto de que la financiación incluya un tramo de crédito circulante susceptible de ser dispuesto a lo largo de toda la vida de la financiación, el número de condiciones para la realización de la segunda y posteriores disposiciones es mucho más reducido limitándose generalmente a la entrega a la entidad agente de una solicitud de disposición con un plazo mínimo de antelación (generalmente cinco días hábiles), la veracidad de todas las declaraciones efectuadas por la compañía en el contrato, la inexistencia de un supuesto de vencimiento anticipado así como la ausencia de un cambio sustancial adverso.

C. Régimen de mayorías.

La regla general para la adopción de decisiones por parte de las entidades financiadoras es que las decisiones se adoptan por mayoría, esto es, por un número de entidades cuya participación conjunta represente la mayoría del importe total de la financiación, vinculando la decisión así adoptada a todas las entidades. La mayoría suele situarse en el 50% o en los dos tercios del importe de la financiación.

Como excepción a la regla general de mayoría, en todos los contratos de financiación sindicada se establece una serie de cuestiones para las que se exigirá el acuerdo unánime de todas las entidades financiadoras. Estas materias reservadas a la unanimidad son muy estándares y, por tanto, suelen ser prácticamente idénticas en casi todas las financiaciones e incluyen todas aquellas decisiones que afecten a cualquiera de los siguientes aspectos:

- (i) El importe de la financiación.
- (ii) El plazo o fecha de vencimiento de la financiación o a la fecha de pago de cualquier cantidad debida por la compañía a las entidades financiadoras.
- (iii) Cambios en los tipos de interés, ordinarios o de demora o en los márgenes aplicables, o en el sistema para su cálculo y/o liquidación, o cualquier cambio en el procedimiento de cálculo y cobro de comisiones.
- (iv) El régimen de distribución proporcional de los pagos entre las entidades financiadoras.
- (v) El régimen de mayorías para la adopción de acuerdos y decisiones por parte de las entidades financiadoras.
- (vi) Decisiones que impongan obligaciones adicionales a las entidades financiadoras (salvo que se cuente con la aceptación por parte de las entidades afectadas).
- (vii) La cesión por parte de la compañía de su posición contractual bajo la financiación.
- (viii) Las garantías de la financiación (ya sea su modificación, cancelación, etc.).
- (ix) La solicitud de concurso necesario de los financiados o de cualquier sociedad de su grupo.
- (x) Decisiones que conlleven una novación modificativa de la financiación; esto es, decisiones que no se limiten, por ejemplo, a una autorización o renuncia por parte de las entidades financiadoras a ejercer sus derechos

ante un incumplimiento puntual por parte de la compañía (lo que se conoce como *waiver*) sino que supongan una modificación permanente de los términos del contrato.

Las anteriores son materias que en todo caso se sujetan al requisito de la unanimidad. No obstante, es posible extender la exigencia de unanimidad a otras materias que se consideren especialmente sensibles o relevantes para las entidades financiadoras (por ejemplo, cambio de control en la compañía, decisiones que afecten a la obligación de amortización anticipada o a las condiciones para la disposición, etc.). Alternativamente a la unanimidad, puede establecerse para estas cuestiones una mayoría reforzada, sin alcanzar la unanimidad (por ejemplo, 75% o 90%).

En relación con la toma de decisiones por parte de las entidades financiadoras, en ocasiones se incluye una cláusula conocida como *yank the bank* en virtud de la cual, en caso de que no se alcance la mayoría requerida para la adopción de un determinado acuerdo pero sí se alcanzase un porcentaje elevado de aprobación (normalmente en el entorno del 85%), se reconoce a la compañía el derecho a sustituir a las entidades disidentes por otras entidades de modo que las entidades disidentes vendrán obligadas a ceder a la par su posición contractual bajo la financiación a las entidades que las sustituyan.

D. Amortización anticipada obligatoria.

Otro elemento típico de una financiación sindicada es la obligación de la compañía de realizar amortizaciones anticipadas de la financiación en el caso de que tengan lugar determinados hechos o actuaciones. Dependiendo del supuesto en que nos encontremos, estas amortizaciones anticipadas obligatorias serán totales o parciales:

a) Supuestos de amortización anticipada obligatoria parcial.

Los supuestos de amortización anticipada obligatoria parcial normalmente responden a hechos que suponen una merma o reducción de los activos de la compañía ante lo cual las entidades financieras exigen a la compañía que reduzca en la misma medida el importe de la financiación a fin de mantener la

proporción entre el importe de la deuda y el valor de los activos que servirán de respaldo para el repago de la misma.

Existen dos supuestos principales de amortización anticipada obligatoria parcial que son comunes a prácticamente todas las financiaciones sindicadas:

- (i) Venta de activos: la venta de un activo supone la salida de dicho activo del balance de la compañía ante lo cual las entidades financieras exigirán a la compañía que restituya dicho activo con un activo similar o, alternativamente, realice una amortización de la financiación por ese mismo importe.

Por tanto, el régimen habitual de amortización anticipada obligatoria en caso de venta de activos concederá a la compañía un plazo (que suele oscilar entre tres y nueve meses) para reinvertir el importe obtenido por la venta en activos similares al objeto de la venta de modo que, transcurrido dicho plazo sin que se haya producido la reinversión, la compañía vendrá obligada a realizar una amortización obligatoria de la financiación por una cantidad equivalente al importe recibido por la venta, neto de impuestos y gastos.

- (ii) Cobro de indemnizaciones de seguros: el mismo razonamiento que encontramos detrás de la obligación de amortización anticipada en caso de venta de activos resulta aplicable al supuesto de que la compañía cobre una indemnización bajo una póliza de seguros: el cobro de una indemnización implicará, por lo general, que la compañía ha sufrido un daño en alguno de sus activos, es decir, ha sufrido una merma o pérdida de valor de sus activos lo que perjudica la posición de las entidades financieras, que verán minorados los activos que deben soportar su deuda. Ante esto, y a fin de preservar el equilibrio entre la deuda de la compañía y los activos que le sirven de respaldo, las entidades financieras exigirán a la compañía que restituya los activos dañados o, en caso contrario, amortice la financiación en un importe equivalente.

El esquema que se sigue en la regulación de estos supuestos es el mismo que el que aplicaba a las ventas de activos, esto es, se concede a

la compañía la alternativa de destinar el importe de la indemnización a la restitución de los activos siniestrados en un plazo determinado (entre tres y nueve meses) o, transcurrido dicho plazo, efectuar una amortización anticipada de la financiación por un importe equivalente al de la indemnización (neta de impuestos y gastos).

Como es lógico, esta obligación de amortización anticipada no aplicará, por concepto, en el caso de indemnizaciones de seguros que no respondan a daños sufridos por la compañía, como pueda ser el caso de una póliza de seguro de responsabilidad civil, puesto que en estos casos no existe un deterioro o pérdida del valor de los activos de la compañía que justifique la necesidad de una amortización anticipada y, además, el importe de la indemnización deberá ser destinado necesariamente a hacer frente a la responsabilidad civil contraída por la compañía.

Tanto en el caso de venta de activos como en el de cobro de indemnizaciones de seguros, suele establecerse un importe mínimo (que normalmente se define como un importe acumulado durante toda la vida de la financiación) que quedará exento de la obligación de amortización anticipada.

Adicionalmente, y aunque los anteriores son los más comunes, en ocasiones las financiaciones sindicadas incorporan otros supuestos de amortización anticipada obligatoria como puedan ser la realización por la compañía de una ampliación de capital o de una emisión de bonos o la obligación de destinar a la amortización anticipada de la financiación una parte de la caja excedentaria existente al final de cada ejercicio (mecanismo este último conocido como “barrido de caja” o *cash sweep* y que aplica sobre todo en financiaciones de adquisiciones apalancadas).

En todos los casos de amortización anticipada se establecerá como fecha de amortización la fecha de finalización de periodo de interés más próxima a fin de evitar que se generen costes de ruptura. En este sentido, en ocasiones se exige que, durante el periodo comprendido entre la fecha en que surge la obligación de amortización anticipada y la próxima fecha de finalización de

periodo de interés, la compañía mantenga los fondos en un depósito pignorado en garantía de la financiación.

Finalmente, dentro de la cláusula de amortización anticipada obligatoria se regulará la aplicación de los fondos dentro de los distintos tramos que compongan la financiación así como, dentro de cada tramo, la aplicación entre las diferentes cuotas de amortización.

b) Supuestos de amortización anticipada obligatoria total.

Frente a los supuestos de amortización anticipada obligatoria parcial, los supuestos de amortización anticipada obligatoria total responden a variaciones de circunstancias que afecten a elementos de la financiación considerados esenciales para las entidades financieras. Así, típicamente, se exigirá la amortización anticipada de la totalidad de la financiación en el caso de que se produzca un cambio de control en el accionariado de la compañía o si, por cualquier razón, resultase ilegal para las entidades financieras cumplir con los términos de la financiación (en este último caso, no obstante, la obligación de amortización no se referirá necesariamente a la totalidad de la financiación sino que se limitará a la participación de aquellas entidades financieras que se vean afectadas por el supuesto de ilegalidad de que se trate).

E. Declaraciones.

En todos los contratos de financiación sindicada se incluye un apartado de declaraciones en virtud de la cual la compañía efectúa una serie de manifestaciones (*representations & warranties*) con relación a aspectos o circunstancias que las entidades financieras consideran esenciales para la concesión de la financiación.

Estas declaraciones suelen ser bastante similares en todas las financiaciones e incluirán, entre otras, las siguientes: capacidad jurídica de la compañía, legalidad y validez de los contratos de la financiación y las garantías, cumplimiento de la legislación vigente, titularidad de los activos, veracidad de la información suministrada, ausencia de incumplimientos y de supuestos de vencimiento anticipado, etc.

Estas declaraciones se entenderán reiteradas y, por tanto, deberán seguir siendo ciertas en cada una de las fechas en las que se efectúe una disposición de la financiación así como en cada una de las fechas de inicio de un periodo de interés.

Si alguna de dichas manifestaciones y garantías son incompletas o inveraces, los financiadores procederán a resolver el contrato de financiación exigiendo la devolución de las cantidades prestadas/dispuestas.

F. Obligaciones.

En una financiación sindicada las entidades financieras exigirán a la compañía el cumplimiento de una serie de obligaciones con el fin de monitorizar la evolución de la compañía y evitar acciones o hechos que puedan perjudicar el crédito que las entidades financieras ostentan frente a aquella bajo la financiación. Estas obligaciones suelen ser muy numerosas y variadas y pueden agruparse en cuatro categorías principales: obligaciones de información, obligaciones de hacer, obligaciones de no hacer y obligaciones financieras.

a) Obligaciones de información.

El contrato establecerá determinadas obligaciones de suministro de información a favor de los financiadores, con carácter periódico, en términos habituales para este tipo de operaciones.

Con carácter general, las obligaciones de información incluirán, al menos, la entrega de la siguiente información financiera básica:

- (i) Cuentas anuales auditadas y estados financieros semestrales.
- (ii) Certificado anual y semestral de cálculo de los *ratios* financieros. El certificado que se entregue al final de cada ejercicio deberá ser validado por el auditor de la compañía mientras que el certificado que se entregue al final del primer semestre de cada ejercicio será emitido por la compañía.

- (iii) Los seguros y los autorizaciones o permisos de los que gocen las sociedades financiadas.
- (iv) Asimismo, deberá comunicarse cualquier modificación en la composición del accionariado de la sociedad o sociedades financiadas.

Adicionalmente, estas obligaciones básicas suelen verse complementadas con obligaciones de información más genéricas (informar sobre modificaciones estatutarias, o sobre hechos que puedan suponer un incumplimiento bajo el contrato de financiación, etc.), así como por obligaciones más específicas o particulares de cada operación (por ejemplo, presupuesto anual, etc.).

b) Obligaciones de hacer.

La finalidad de las obligaciones de hacer que se imponen a la compañía en un contrato de financiación sindicada tienen como objetivo garantizar que la compañía lleva a cabo todas aquellas actuaciones que se consideran necesarias para preservar el riesgo de crédito y proteger la posición de las entidades financieras.

Una gran mayoría de estas obligaciones suele ser muy estándar y se refiere a cuestiones y actuaciones muy genéricas por lo que suelen diferir muy poco de una financiación a otra. Las más habituales son las siguientes:

- (i) Se fijará el destino de la financiación, no pudiendo desviarse la misma a finalidades distintas de las pactadas.
- (ii) Los financiados deberán conservar las licencias y autorizaciones de las que fueran titulares y obtener aquellas que sean necesarias para el negocio.
- (iii) Los financiados también deberán contratar aquellas pólizas de seguro que sean necesarias para el desarrollo de su negocio.
- (iv) Los financiados se comprometerán al cumplimiento tanto de la legislación vigente como de los contratos de los que fuera parte y que también estuvieran vigentes.

- (v) Las sociedades financiadas se comprometerán a mantener unos estados financieros adecuados que deriven en auditorías favorables.
- (vi) Obligación de barrido de caja (*cash sweep*): es habitual pactar que en el caso de que haya exceso de flujos de caja y se cumplan ciertos requisitos preestablecidos, la Sociedad *Target* deberá destinar dichos excedentes a repagar la financiación.
- (vii) Asimismo, una de estas obligaciones estándar y que aparece en toda financiación sindicada es la de mantenimiento del rango de la financiación, más conocida como *pari passu*. Se incluye a continuación un ejemplo de redacción:

“La Acreditada deberá mantener la Financiación y los derechos que del presente Contrato se deriven para las Entidades Acreditantes con, al menos, el mismo rango que los derechos de cualquier otro acreedor no garantizado de la Acreditada, con excepción de las preferencias establecidas por la legislación vigente”.

Esta cláusula de *pari passu* deberá complementarse siempre con la cláusula de *negative pledge* o prohibición de otorgamiento de garantías reales que se describe en el apartado c) siguiente.

Todas estas obligaciones, como regla general, se harán extensivas a aquellas sociedades filiales que actúen como garantes de la financiación.

c) Obligaciones de no hacer.

La finalidad de las obligaciones de no hacer es prohibir o limitar a la compañía la posibilidad de realizar, sin la previa autorización de las entidades financieras, actuaciones que puedan empeorar el riesgo de crédito de la compañía y con ello la posición de las entidades financieras. Al igual que sucedía con las obligaciones de hacer, normalmente las obligaciones de no hacer se extenderán también a aquellas filiales que actúen como garantes de la financiación.

Típicamente, las obligaciones de no hacer vendrán referidas a la siguientes actuaciones (si bien, como es lógico, deberán adaptarse a las particularidades de cada caso concreto):

- (i) Actuaciones que supongan salidas de fondos o activos para la compañía: ventas de activos, otorgamiento de financiación a terceros, inversiones y adquisiciones de activos, reparto de dividendos, etc.
- (ii) Actuaciones que supongan obligaciones adicionales para la compañía: endeudamiento adicional, otorgamiento de garantías personales, otorgamiento de garantías reales (cláusula también conocida como *negative pledge*⁴³⁶), etc.
- (iii) Otro tipo de actuaciones que se considere que puedan afectar al riesgo de crédito como, por ejemplo, modificaciones u operaciones societarias (emisión de acciones o creación de participaciones mediante un aumento de capital, fusiones, escisiones, etc.), el cambio de control accionarial (*ownership clause*) o incluso el cambio de actividad y/o del objeto social.

Normalmente, la mayoría de estas actuaciones no estarán limitadas de forma absoluta sino que incluirán excepciones o supuestos en los que la actuación estará permitida. A continuación se indican algunas de las excepciones más habituales:

- (i) Actuaciones realizadas dentro del curso ordinario de los negocios de la compañía.
- (ii) Operaciones realizadas entre sociedades que sean garantes de la financiación.
- (iii) Importes mínimos permitidos (normalmente importes acumulados durante toda la vida de la financiación).

Debe tenerse en cuenta en cualquier caso que, en muchas ocasiones, la finalidad de estas obligaciones de no hacer no es evitar que la compañía lleve

⁴³⁶ La cláusula de *negative pledge* no es otra cosa que una promesa del deudor al acreedor o acreedores de no gravar sus activos con hipotecas o prendas sin el consentimiento de este.

a cabo la actuación de que se trate sino que las entidades financieras sean informadas con antelación y se recabe su autorización previa (autorización que, como regla general, requerirá el acuerdo de la mayoría de las entidades salvo que expresamente se establezca otra cosa).

d) Obligaciones financieras.

La gran mayoría de financiaciones sindicadas establecen, junto a las ya descritas obligaciones de información, de hacer y de no hacer, obligaciones de carácter financiero consistentes en el cumplimiento de una serie de *ratios* financieros siendo los más habituales los siguientes:

- (i) *Ratio* de deuda financiera neta entre EBITDA el cual no deberá exceder el nivel que se establezca en el contrato de financiación para cada momento.
- (ii) *Ratio* de deuda financiera neta entre fondos propios el cual no deberá exceder el nivel que se establezca en el contrato de financiación para cada momento
- (iii) *Ratio* de EBITDA entre gastos financieros netos el cual no podrá ser inferior al nivel que se establezca en el contrato para cada momento.
- (iv) *Ratio* de cobertura del servicio de la deuda (definido como el flujo de caja del ejercicio disponible para el servicio de la deuda entre el importe del servicio de la deuda de dicho ejercicio) el cual no podrá ser inferior al nivel que se establezca en el contrato para cada momento.

Los referidos *ratios* normalmente no serán estáticos sino que el nivel máximo o mínimo previsto en el contrato de financiación para cada uno de ellos variará para cada momento de la vida de la financiación.

Estas obligaciones financieras permiten a las entidades financiadoras monitorizar y controlar el desempeño financiero de la compañía y, con ello, la evolución del riesgo de crédito asociado a la financiación. Por este motivo, normalmente suponen un elemento esencial para las entidades financiadoras y, en consecuencia, es importante que el contrato de financiación defina lo más

claramente posible todos los conceptos financieros que se utilicen para su determinación.

La compañía estará obligada a cumplir con los citados *ratios* financieros en todo momento durante la vida de la financiación, si bien la medición y verificación del cumplimiento de los mismos se realizará normalmente con periodicidad anual, semestral o trimestral mediante la entrega de un certificado por parte de la compañía a la entidad agente.

En ocasiones, junto con estos *ratios*, se establecen obligaciones financieras en términos de importe absoluto, como por ejemplo, un importe máximo de deuda financiera neta máxima, un importe mínimo de fondos propios, un límite máximo a la inversión en inmovilizado, etc.

G. Supuestos de vencimiento anticipado.

Los supuestos de vencimiento anticipado son aquellos hechos, circunstancias o actuaciones que tendrán como consecuencia la pérdida del beneficio del plazo por parte de la compañía. Estos supuestos abarcarán tanto actuaciones de la propia compañía como hechos objetivos ajenos a la compañía pero que tengan un impacto negativo sobre la compañía o sobre la financiación.

Típicamente, los supuestos de vencimiento anticipado incluirán los siguientes (nuevamente, los supuestos de vencimiento anticipado deberán adaptarse a las particularidades propias de cada operación):

- (i) Impago de cualquier cantidad debida bajo la financiación (ya sea en concepto de principal, intereses, comisiones, gastos o cualquier otro concepto).
- (ii) Falsedad de las declaraciones realizadas en la financiación.
- (iii) Incumplimiento de las obligaciones o compromisos financieros.
- (iv) Inclusión de salvedades en el informe de auditoría.
- (v) Otorgamiento de garantías por encima de determinados importes.

- (vi) Incumplimiento de cualquier otra obligación establecida en el marco de la financiación.
- (vii) Otros supuestos como el incumplimiento de obligaciones con terceros (cláusula más conocida como “incumplimiento cruzado” o *cross default*), cambio de control, etc.
- (viii) Cambio sustancial adverso: este supuesto de vencimiento anticipado actúa como cajón de sastre a fin de abarcar todos aquellos hechos o circunstancias que puedan tener un impacto negativo significativo sobre la compañía y/o sobre la financiación y que no puedan ser encuadrados en ninguno de los restantes supuestos de vencimiento anticipado. A efectos ilustrativos, se incluye a continuación una definición estándar de cambio sustancial adverso que podría encontrarse en cualquier contrato de financiación sindicada:

“Cambio Sustancial Adverso: Significa cualquier hecho, circunstancia o agravamiento de una situación preexistente que, en la opinión razonable de la Mayoría de Entidades Acreditantes, tenga o razonablemente pueda tener un impacto negativo o adverso sustancial sobre:

- a) La situación financiera, patrimonial o del negocio de la Acreditada, los Garantes y/o del Grupo Consolidado.*
- b) O la capacidad de la Acreditada o de los Garantes para cumplir con sus obligaciones bajo los Documentos Financieros.*
- c) O la validez, exigibilidad, efectividad o prioridad de cualesquiera Garantías Reales y/o Garantías Personales que hayan de otorgarse conforme a cualquiera de los Documentos Financieros y/o los derechos o acciones que correspondan a cualquier Entidad Acreditante bajo cualquiera de los Documentos Financieros”.*

Es habitual que, para aquellos supuestos de vencimiento que por su naturaleza sean susceptibles de ser subsanados, se establezca un periodo de subsanación (que suele tener una duración aproximada de quince días) de

modo que el supuesto de vencimiento anticipado no se entenderá producido hasta tanto no haya transcurrido dicho periodo de subsanación sin que el incumplimiento haya sido subsanado.

Es importante tener en cuenta que, por aplicación de lo previsto en el primer párrafo del art. 61.2 de la LC⁴³⁷, no cabe incluir la declaración de concurso como supuesto de vencimiento anticipado puesto que tal cláusula sería nula.

El acaecimiento de un supuesto de vencimiento anticipado dará a las entidades financieras el derecho a declarar vencida anticipadamente la totalidad de la financiación y exigir el pago inmediato de la misma a la compañía. La decisión sobre la declaración de vencimiento anticipado de la financiación corresponderá a la mayoría de las entidades financieras, a cuyo efecto se establecerá un plazo que, por lo general será de quince días hábiles. No obstante, en el caso de que la mayoría optase por no declarar vencida la financiación, quedará abierta la posibilidad de que cada una de las entidades financieras individualmente declare vencida anticipadamente su participación en la financiación. En ocasiones, sin embargo, este derecho individual de vencimiento anticipado se limita a aquellos casos en los que el supuesto de vencimiento anticipado consista en un impago bajo la financiación. En cualquier caso, el derecho individual de vencimiento anticipado en ningún caso se extenderá a la ejecución de las garantías reales, ejecución que siempre requerirá el acuerdo de la mayoría de entidades financieras.

H. Agencia.

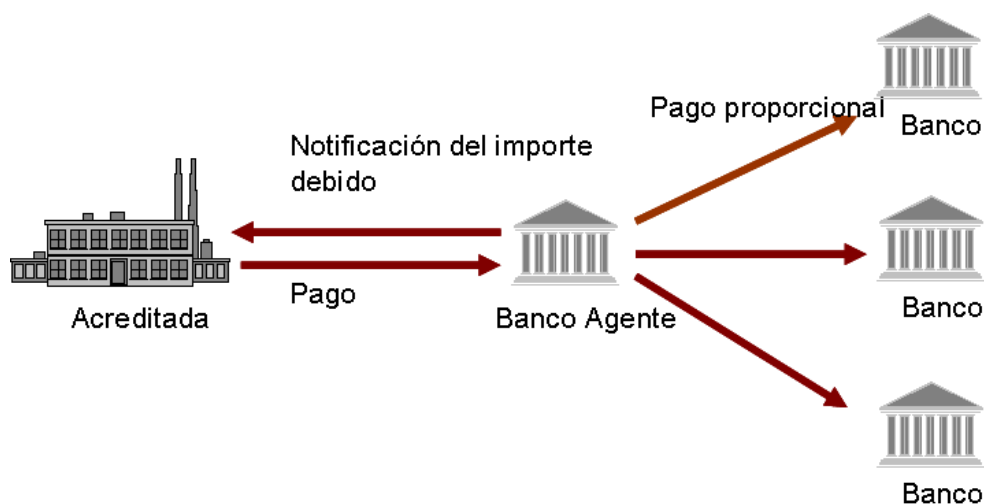
Debido a que una financiación sindicada supone la existencia de una pluralidad de entidades financiadoras, lo cual puede resultar muy inoperativo en la práctica, se designará siempre a una de las entidades financiadoras para que actúe como agente en representación de todo el sindicato de modo que toda la relación de estas con la compañía se canalice a través de la entidad agente, quien a cambio de ello percibirá de la compañía una comisión de agencia. En

⁴³⁷ Art. 61.2: “La declaración de concurso, por sí sola, no afectará a la vigencia de los contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento tanto a cargo del concursado como de la otra parte. Las prestaciones a que esté obligado el concursado se realizarán con cargo a la masa”.

particular, corresponderán a la entidad agente (quien actuará, como regla general, sobre la base de las instrucciones que reciba de la mayoría de las entidades financiadoras) las siguientes funciones:

- (i) Comunicaciones: todas las comunicaciones y notificaciones entre la compañía y las entidades financiadoras se realizarán a través de la entidad agente.
- (ii) Agencia de pagos: todos los aspectos operativos y administrativos de la financiación (disposiciones, pagos, cobros, liquidaciones de intereses, distribución de los fondos entre las entidades financiadoras, etc.) se realizarán a través de la entidad agente.

Así, la entidad agente será la encargada de crear los canales de comunicación y de pagos entre el acreditado/prestatario y los entidades financiadoras miembros del sindicato, funcionando, generalmente, tal y como aparece en el siguiente gráfico.



- (iii) Agente de garantías: en el caso de que la financiación cuente con garantías, también se canalizarán a través del agente las actuaciones relativas a estas. Si bien no es frecuente, en ocasiones la entidad designada para actuar como agente de garantías bajo la financiación es distinta de la designada como agente de pagos.

En definitiva, los financiadores designarán con la conformidad de los financiados y de las restantes partes, a una de las entidades financieras para que actúe como agente de los financiadores en relación con el contrato de financiación, y le autorizarán para ejercitar, siguiendo las instrucciones de la totalidad o la mayoría de los financiadores (según se establezca, en cada caso, en el contrato), los derechos, poderes y facultades expresamente delegados en el agente de conformidad con el contrato así como para ejecutar cualquier acto o negocio jurídico necesario o conveniente para la perfección, mantenimiento, extensión, modificación, ejecución, cancelación o buen fin de las garantías constituidas o por constituir en virtud del contrato, junto con todos los demás derechos, facultades y poderes que tengan un carácter accesorio respecto de aquellos.

El contrato de financiación, por tanto, regulará todos los aspectos relativos a la figura del agente (su relación con la compañía y con el resto de entidades financiadoras, sus derechos y obligaciones, su posible renuncia y sustitución, etc.).

1. Ruptura de mercado.

Las entidades financieras conceden la financiación sobre la base de que podrán a su vez financiarse en el mercado interbancario para obtener los fondos correspondientes a la financiación. En este sentido, si bien las financiaciones sindicadas son financiaciones a largo plazo, las entidades financieras se financian a corto plazo; concretamente, las entidades financieras se financian al comienzo de cada periodo de interés y por un plazo igual a la duración del mismo (normalmente, uno, tres o seis meses). En consecuencia, para poder otorgar la financiación, las entidades financieras deberán ser capaces de financiarse en cada periodo de interés.

La cláusula de ruptura de mercado regula precisamente el supuesto en que las entidades financieras no sean capaces de financiarse en los mercados interbancarios. En particular, la cláusula de ruptura de mercado normalmente regulará tres situaciones:

- (i) La imposibilidad total por parte de las entidades financieras de financiarse en el mercado interbancario. Si se da este caso, normalmente se establecerá un periodo de negociación entre las partes a fin de buscar una solución alternativa que permita dar continuidad a la financiación y, en caso de que transcurrido dicho periodo las partes no hubiesen alcanzado un acuerdo, las entidades financieras tendrán el derecho a resolver anticipadamente la financiación.
- (ii) La imposibilidad por parte de las entidades financieras de financiarse en el mercado interbancario por los importes y plazos requeridos por la financiación. En estos casos, lo habitual será que se modifique la duración de los periodos de interés a fin de adaptarlos a aquellos plazos para los que las entidades financieras puedan financiarse efectivamente en el mercado interbancario.
- (iii) El incremento del coste de fondeo de las entidades financieras con respecto al tipo base de referencia aplicable a la financiación. El tipo de interés de una financiación sindicada está siempre compuesto por la suma de un tipo base de referencia (normalmente el EURIBOR para financiaciones en euros y el LIBOR para financiaciones en otra divisa) y el margen, donde el tipo base de referencia tiene por finalidad compensar a las entidades financieras por su coste de fondeo. No obstante, es posible que el coste de fondeo de las entidades financieras sea en ocasiones superior al tipo base de referencia. En estas ocasiones, la cláusula de ruptura de mercado establecerá la posibilidad de que se modifique el tipo base de referencia a fin de igualarlo al coste real de fondeo de las entidades financieras.

La aplicación de la cláusula de ruptura de mercado habitualmente estará sujeta a que la situación de ruptura de mercado afecte a un número de entidades financiadoras cuya participación en la financiación represente, conjuntamente, un porcentaje mínimo del importe total (normalmente en el entorno del 30%).

La cláusula de ruptura de mercado regula un supuesto absolutamente excepcional y, en consecuencia, raramente llega a aplicarse en la práctica.

J. Otras cláusulas.

A continuación se describen brevemente otras cláusulas que pueden encontrarse típicamente en cualquier contrato de financiación sindicada:

- (i) **Definiciones:** debido a la complejidad y extensión de un contrato de financiación sindicada, y a fin de facilitar su lectura e interpretación, suele incluirse siempre un apartado de términos definidos en el que se definan aquellos términos que se utilizarán recurrentemente a lo largo del contrato.
- (ii) **Revisión del margen aplicable (*margin ratchet*):** en la inmensa mayoría de financiaciones sindicadas, el margen aplicable no será fijo sino que será objeto de revisión periódicamente (ya sea anual o semestralmente) de acuerdo con un determinado criterio que sea representativo de la evolución del riesgo de crédito asociado a la financiación. El criterio más utilizado es el *ratio* de deuda financiera neta entre EBITDA si bien en ocasiones se utilizan otros criterios como, por ejemplo, el *rating* de la compañía.
- (iii) **Comisiones:** normalmente en el contrato de financiación únicamente se regulan las comisiones de disponibilidad y, en caso de que exista, la comisión de utilización. Estas comisiones se devengan sobre el importe no dispuesto de la financiación (o, en el caso de la comisión de utilización sobre el importe dispuesto) y se liquida generalmente con carácter trimestral por trimestres vencidos. El resto de comisiones (apertura, agencia, aseguramiento, etc.) se regulan por lo general en carta aparte.
- (iv) **Imputación de pagos:** el orden de imputación de pagos bajo una financiación sindicada es típicamente el siguiente: intereses de demora, intereses ordinarios, comisiones, gastos e impuestos, indemnizaciones e incrementos de coste, costas judiciales y principal de la financiación.
- (v) **Cesiones:** en una financiación sindicada no se permite la cesión por parte de la acreditada de su posición contractual bajo la financiación. En cuanto a la cesión por parte de las entidades financiadoras, la misma suele ser

libre, estando sujeta únicamente a requisitos de carácter fundamentalmente formal: comunicación a la entidad agente y a la compañía, coincidencia de la fecha de efectividad de la cesión con la fecha de finalización de un periodo de interés (para evitar costes de ruptura), importe mínimo objeto de cesión, cesión proporcional de todos los tramos, pago de una comisión a la entidad agente, que la cesión no suponga un incremento de costes para la compañía (por ejemplo, porque a la entidad cesionaria le resulte de aplicación una retención fiscal), etc.

- (vi) Cláusulas especiales en la compensación: es frecuente incluir en las financiaciones sindicadas el derecho a favor de las entidades financiadoras a compensar todo saldo existente a su favor en cualquiera de las entidades que forman parte del sindicato, con cualquier cantidad debida y no pagada con motivo del contrato suscrito⁴³⁸.
- (vii) Cláusula *sharing* o cláusula de solidaridad: se trata de una previsión contractual en virtud de la cual todas y cada una de las entidades financiadoras consorciadas en el sindicato deben compartir proporcionalmente con las demás cualquier cantidad que por cualquier medio perciban del financiado con ocasión de las deudas derivadas de la financiación⁴³⁹.
- (viii) Elevación al íntegro (*gross-up*): en las financiaciones sindicadas se establece que todos los pagos que la compañía realice a las entidades financiadoras se realizarán libres de cualquier deducción o retención fiscal de modo que, en caso de que tal deducción o retención fuese legalmente obligatoria, la compañía deberá elevar al íntegro el importe del pago a realizar a fin de que el importe neto percibido por las entidades financieras sea igual al importe que habrían recibido en caso de que no hubiese debido aplicarse la deducción o retención correspondiente.

⁴³⁸ Ahora bien, como señala FERRÉ MOLTÓ, es evidente que en estos casos el supuesto contractual supera el concepto legal de compensación, ya que según lo establecido en los arts. 1195 y 1196 del CC, se necesita que las personas sean por derecho propio reciprocamente acreedoras y deudoras, y en el caso que nos ocupa, tal suceso no se produce, toda vez que la entidad de crédito solo resulta acreedora del deudor por una fracción de la financiación impagada (*vid.* FERRÉ MOLTÓ, M., *op. cit.*, pág. 617).

⁴³⁹ DE GISBERT PASTOR, M.T., *op. cit.*, pág. 241.

- (ix) Capitalización de intereses: por otra parte, no es infrecuente que se pacte la capitalización de intereses prevista en el art. 317 del CCom, es decir, los contratantes podrán capitalizar los intereses líquidos y no satisfechos, que, como aumento de capital, devengarán nuevos réditos.
- (x) Garantías reales⁴⁴⁰: como ya hemos visto, en el contrato de financiación se hará referencia al paquete de garantías que será necesario para garantizar el pago del mismo, incluyendo (i) prendas sobre las acciones o participaciones de *Newco* y de la Sociedad *Target*, (ii) hipotecas (o promesas de hipotecas para evitar la asistencia financiera) sobre los activos de la Sociedad *Target*, (iii) prendas sobre los derechos de crédito derivados de saldos de cuentas bancarias, y (iv) cesiones de derechos bajo contratos de cobertura.
- (xi) Costes y gastos: todos los costes y gastos derivados de la financiación serán por cuenta de la acreditada o prestataria.

⁴⁴⁰ Conviene tener presente que cuando se garantiza realmente las obligaciones dimanantes de una financiación sindicada, se están garantizando deudas debidas a distintas entidades financiadoras y ello no es fácilmente compatible con la normativa contenida en el art. 1860 del CC.

Es más, si se llegara a la ejecución de las garantías, no existiría traba alguna para que alguna de las entidades garantizadas con hipoteca ejecutara su derecho independientemente, todo ello en virtud de lo dispuesto en el art. 227 del RH.

El Tribunal Supremo ha considerado, empero, en alguna que otra sentencia que no era divisible el derecho real de hipoteca y que, por ende, no resultaba lícito que un titular de una parte del crédito ejercitase en su provecho la acción hipotecaria sobre la finca gravada.

Como consecuencia de estas dificultades, y aunque en la práctica no es habitual que las financiaciones sindicadas se garanticen con hipoteca, si así se hiciera lo mejor sería incluir un pacto de sindicación en virtud del cual las entidades consorciadas se impongan la obligación de ejercer conjuntamente las acciones hipotecarias (*vid.* FERRÉ MOLTÓ, M., *op. cit.*, pág. 618 y AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., *op. cit.*, pág. 119).

CAPÍTULO QUINTO: EL CONTRATO DE SOCIOS Y SU RELACIÓN CON LOS ESTATUTOS SOCIALES.

1. Planteamiento.

En el presente capítulo nos centraremos en los documentos más importantes para regular las relaciones entre los socios, ya propietarios de la Sociedad *Target* y las relaciones de estos con la propia sociedad.

Como ahora se verá, estas relaciones se articularán, principalmente, a través de dos instrumentos: uno de naturaleza interna (el contrato de socios⁴⁴¹) y otro de naturaleza externa (los estatutos sociales).

Así, se ha de tener presente que el contrato de socios posibilita a estos pactar cuestiones al margen de los estatutos sociales, bien porque los pactos no sean inscribibles en el Registro Mercantil, bien por otros motivos tales como (i) que dichos pactos solo vinculen a parte de los socios y no a todos o (ii) por motivos de seguridad y confidencialidad.

En estos supuestos, es necesario que el contrato de socios delimite y regule su relación con el texto de los estatutos sociales, siendo lo más común que en el contrato de socios se incluyan (i) la obligación para los firmantes de modificar los estatutos adecuándolos a las previsiones del contrato de socios siempre dentro de los límites legales y (ii) una cláusula de interpretación e integración entre el contrato y los estatutos en el sentido de que en el caso de que surja alguna discrepancia entre las partes prevalecerá el contrato de socios frente a los estatutos sociales.

Asimismo, es destacable que la relación entre los estatutos sociales y el contrato de socios tiene tal relevancia que es práctica común incorporar al

⁴⁴¹ Sobre los contratos de socios o pactos parasociales véase el completo estudio de FRASQUET GARCÍA, A., "Pactos parasociales" en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 268 y siguientes.

contrato de socios a través de un anexo los estatutos sociales pactados que finalmente se fijarán en la propia sociedad.

A fin de comprender todo lo anterior, en primer lugar, analizaremos someramente tanto la figura de los estatutos como la del pacto parasocial de los socios, para adentrarnos con posterioridad en un análisis profundo de la segunda figura y de la manera que tiene de interrelacionarse con la primera.

Eso sí, previamente queremos aclarar cuál o cuáles serán las sociedades que se verán afectadas por la figura del pacto parasocial y su interrelación con sus respectivos estatutos.

En este sentido, ya sabemos que este tipo de operaciones se materializa mediante la utilización de una sociedad vehículo (*Newco*) que es la encargada de comprar las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

Los motivos fundamentales son los siguientes:

- (i) Se consigue limitar la responsabilidad mediante la interposición de un vehículo.
- (ii) *Newco* permite aglutinar a los distintos inversores (*private equities*, co-inversores, directivos e incluso los propios vendedores que reinvierten en su antigua empresa).
- (iii) *Newco* se encargará de obtener la financiación necesaria (apalancamiento) para poder llevar a cabo la adquisición de la Sociedad *Target*.
- (iv) En ocasiones, esta estructura es fiscalmente más eficiente.

Pues bien, en estos casos, el contrato de socios y los estatutos sociales de referencia serán los relativos precisamente a *Newco*, la cual será, a su vez, la que sea la titular de las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

Sin embargo, en ocasiones no será necesario utilizar una sociedad vehículo para llevar a cabo este tipo de operaciones, entrando los inversores directamente en el capital de la Sociedad *Target* bien mediante una ampliación

de capital o bien mediante la compra o adquisición directa de una parte de las acciones o participaciones de la misma.

En consecuencia, en estos casos, tanto el acuerdo de socios como los nuevos estatutos sociales serán los relativos a la propia Sociedad *Target*.

2. Los estatutos sociales⁴⁴².

En este tipo de operaciones de LBO una de las necesidades que surgen es la de articular la relación de los socios con la propia sociedad objeto de inversión. Esto se conseguirá mediante la elaboración unos cuidados estatutos sociales.

Como sabemos, los estatutos sociales, tanto en la sociedad anónima como en la sociedad de responsabilidad limitada⁴⁴³, determinan las normas de organización y de funcionamiento por las que ha de regirse la sociedad recogiendo el ordenamiento corporativo del que se dota la organización social al objeto de perfilar sus reglas de funcionamiento precisando las normas de actuación de los diversos órganos sociales y concretando la posición jurídica de los socios⁴⁴⁴.

En este sentido se manifiesta la Sentencia del Tribunal Supremo de 31 de mayo de 1995 pues, tras destacar la naturaleza convencional o contractual de los estatutos, señala que sirven “*de regla de conducta a la sociedad y a sus integrantes*”.

Los estatutos tienen naturaleza externa dado que se incorporan necesariamente a una escritura pública que deberá inscribirse en el Registro Mercantil, y, en consecuencia, serán oponibles frente a todos los socios, la propia sociedad y cualesquiera terceros de acuerdo con el art. 9 del RRM.

⁴⁴² Vid. DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas” *Derecho de sociedades anónimas*, Vol. 1, *La fundación*, coordinado por A. ALONSO UREBA, J.F. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO, R. GARCÍA VILLAVARDE y F. SÁNCHEZ CALERO, Civitas, Madrid, 1991, págs. 15 a 110.

⁴⁴³ Como ya sabemos, los LBOs se configuran casi exclusivamente sobre la base de estos dos tipos de sociedades, excluyéndose otras posibilidades como la sociedad colectiva o la comanditaria.

⁴⁴⁴ URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La sociedad anónima: fundación”, *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, pág. 832.

Por su parte, la LSC contiene en sus arts. 23 y siguientes los requisitos mínimos que deben cumplir los mismos.

Sin embargo, no se debe olvidar que en la LSC se contienen algunas normas sobre determinadas materias con carácter dispositivo, es decir, que pueden ser alteradas por los socios siempre y cuando dichas alteraciones sean recogidas en los estatutos, concediéndoles a los socios, en consecuencia, un cierto grado de maniobra.

En efecto, no debemos olvidar, por ejemplo, que se pueden configurar en estatutos mayorías y *quora* reforzados (art. 200 de la LSC para la sociedad limitada y arts. 193, 194 y 201.3 de la LSC para la sociedad anónima) o fijar limitaciones a la transmisibilidad de las acciones y participaciones (arts. 107 y 108 de la LSC y 188 del RRM para sociedades limitadas y arts. 123 de la LSC y 123 del RRM para sociedades anónimas).

Estas materias y otras, serán, sin duda muy útiles para configurar las relaciones entre los socios entre sí y entre los socios y la propia sociedad, siendo además muy frecuente, como ahora veremos, tratarlas y regularlas también y en paralelo en el contrato de socios.

Finalmente, no se ha de obviar que los estatutos pueden incluir cualesquiera pactos que los socios tengan por conveniente, con los únicos límites de no oposición a las leyes ni contradicción de los principios configuradores del tipo societario escogido (art. 28 de la LSC) concediendo esta posibilidad a los socios un margen de maniobra adicional para configurar los estatutos sociales a medida de la operación de LBO.

3. El contrato de socios.

3.1. Concepto.

Siempre que, como consecuencia de la operación de LBO (ya sea a través del procedimiento *one-to-one* o del procedimiento de subasta privada), finalmente no todos sino solo parte de los socios de la Sociedad *Target* enajenaran su participación, podría resultar conveniente la firma de un contrato de socios, que regule las relaciones entre el comprador y aquellos socios que vayan a

permanecer en el capital de la Sociedad *Target* en el momento de cerrarse la operación.

Este acuerdo, que puede efectuarse, bien en unidad de acto en el momento de la constitución de *Newco*, bien con carácter previo al inicio de la operación, prestará especial atención, entre otras cosas, a las obligaciones de cada una de las partes en el cierre de la operación, a las mayorías reforzadas o derechos de veto tanto en junta como en consejo de administración, a la transmisión de las acciones o participaciones, al régimen de adhesión de nuevos socios, a las posibles soluciones para poner fin a situaciones de bloqueo y a las condiciones para futuras desinversiones.

Y es que al hablar de contrato de socios nos encontramos frente a pactos reservados, sindicatos de accionistas o pactos parasociales, que por todos estos y algún nombre más es conocido.

La verdad es que entre las distintas denominaciones, tanto nuestra doctrina como el propio legislador, siguiendo el ejemplo de la doctrina italiana, han preferido mayoritariamente el término de “pacto parasocial”⁴⁴⁵. Ello se debe probablemente a la corrección etimológica que ello implica pues la utilización del prefijo griego “παρὰ-para” –“junto a” sirve para hacer referencia a un pacto que “junto” al contrato social, completa las reglas que gobiernan la sociedad⁴⁴⁶.

Ahora bien, importada del mundo anglosajón, también es bastante habitual hacer uso de la expresión “acuerdos entre socios/accionistas” (*shareholders’ agreements*).

En cualquier caso, podemos definir el contrato de socios o pacto parasocial, siguiendo a PÉREZ MILLÁN como “*un acuerdo entre algunos o todos los socios de una sociedad, al margen del contrato social y los estatutos, dirigido para influir en la esfera social*”⁴⁴⁷.

⁴⁴⁵ Y dentro de la doctrina, especialmente, OPPO. En este sentido, véase OPPO, G., *I Contratti Parasociali*, Milán 1942.

⁴⁴⁶ FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, pág. 268.

⁴⁴⁷ PÉREZ MILLÁN, D., “Sobre los pactos parasociales”, *Revista de Sociedades*, número 31, 2008, págs. 383 y siguientes.

En idéntico sentido, pero con mayor precisión, se pronuncia PAZ-ARES⁴⁴⁸ al indicar que el fin último de las partes firmantes de un contrato de socios es “*completar, concretar o modificar, en sus relaciones internas, las reglas legales y estatutarias*” que rigen la sociedad a que el pacto en cuestión se refiere.

En definitiva, se trata de acuerdos suscritos entre los socios de la sociedad (siendo en ocasiones también suscritos por la propia sociedad) de naturaleza interna, extraestatutaria y parasocial relativos al funcionamiento de la misma o a la composición de su capital.

3.2. Naturaleza jurídica y clases.

Los acuerdos de socios, son contratos atípicos, sinalagmáticos y de tracto sucesivo que encuentran su base jurídica en el Derecho de las obligaciones y no en el Derecho societario.

Se caracterizan, de una parte, por su autonomía formal y estructural frente a la escritura de constitución de la sociedad y sus estatutos y, de otra, por su dependencia o identidad respecto de ellos.

En este sentido se pronuncia FRASQUET GARCÍA diciendo que “*por una parte, en efecto, se trata de acuerdos formal y estructuralmente independientes de la escritura de constitución y los pactos estatutarios de las sociedad a la que se refieren, suscritos en documento separado e independiente y al margen del proceso de formación de la voluntad social. Por otra parte, sin embargo, encuentran precisamente su justificación y aun el presupuesto de su formalización en la existencia de la sociedad y en la condición de socios de las partes que los otorgan, teniendo por objeto último, como decimos, completar, concretar o modificar aquellas reglas fundacionales y estatutarias*”.

Por otra parte, y como se intuirá, existen múltiples y variadas clasificaciones de los contratos de socios. Esto es lógico por dos motivos fundamentales, a saber: (i) el abanico de posibilidades a la hora de fijar pactos dentro del contrato, hace muy difícil ceñir el mismo a una clase concreta de pacto parasocial (es decir, lo

⁴⁴⁸ PAZ-ARES, C., “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, número 5, 2003, págs. 19 y siguientes.

más probable es que un pacto pueda ser incluido en más de alguna de las clasificaciones doctrinales existentes); y (ii) muy relacionado con lo anterior, lo más normal es no encontrar un contrato de socios igual a otro toda vez que los mismos constituyen auténticos trajes a medida para los socios y sociedades implicadas.

Sea como fuere, podemos resaltar una primera clasificación que diferencia entre (i) los pactos parasociales complementarios al contrato social, que tienen por objeto fijar obligaciones de los socios firmantes frente a la sociedad (por ejemplo, obligándose a suscribir una ampliación de capital), y (ii) los acuerdos de socios colaterales al contrato de sociedad, cuyo fin no es otro que obligar al socio frente a los demás socios firmantes del pacto parasocial a un ejercicio vinculado de los derechos que se derivan del contrato social (siendo el ejemplo más frecuente la sindicación de acciones a efectos de voto en junta general de socios).

Otra clasificación muy utilizada es la que distingue en función de elementos subjetivos y objetivos del acuerdo de socios.

Así, si nos centramos únicamente en los elementos subjetivos pueden distinguirse dos tipos de contratos de socios, aquellos que son firmados por todos los socios y aquellos que solamente son firmados por una parte de los socios.

Por el contrario, si atendemos a los elementos objetivos del contrato parasocial podemos diferenciar los siguientes tipos:

- (i) Los pactos parasociales de organización que tienen por finalidad regular la organización y funcionamiento de la sociedad reglamentando las competencias de los órganos societarios así como el proceso de formación de voluntad de los mismos.
- (ii) Los pactos parasociales de atribución en virtud de los cuales se acuerdan prestaciones o ventajas a favor de la sociedad (por ejemplo, obligándose a realizar nuevas aportaciones).
- (iii) Los pactos parasociales de relación que son aquellos pactos que vinculan exclusivamente a los firmantes del mismo (por ejemplo, a efectos del

régimen de distribución de dividendos de manera diversa a la fijada legal o estatutariamente o a la hora de fijar un régimen especial de transmisibilidad de acciones o participaciones).

3.3. La validez y la eficacia de los contratos de socios.

Los principales problemas que pueden plantear los contratos de socios son los de su validez y eficacia. En efecto, desde un punto de vista eminentemente práctico, estos aspectos pueden ser determinantes pues los firmantes del contrato de socios buscarán la mejor protección posible para un pacto cuyo deseo es que despliegue plenamente sus efectos y su cumplimiento sea plenamente garantizado.

A. La validez de los contratos de socios.

En primer lugar, y por lo que refiere a su validez, el problema fundamental que se presenta es el de determinar si los pactos de un contrato de socios pueden ser válidos aun siendo claramente contrarios a los criterios y principios inspiradores del tipo social al que el contrato se refiere.

Pues bien, a este respecto, podemos diferenciar tres posturas doctrinales enfrentadas, a saber:

- (i) La tesis encabezada por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA⁴⁴⁹ y ALONSO LEDESMA⁴⁵⁰ en virtud de la cual se considera que la validez de los acuerdos contenidos en el pacto parasocial ha de ser estudiada al amparo del Derecho de sociedades y, en consecuencia, a la luz de los principios configuradores del tipo social elegido.
- (ii) La tesis con la que nos identificamos y que es defendida esencialmente por PAZ-ARES⁴⁵¹ para quien *“los pactos parasociales no son inválidos por contravenir normas del tipo societario (por ejemplo, la prohibición de*

⁴⁴⁹ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Pactos parasociales”, *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, vol. III, Civitas, Madrid, 1996, pág. 856.

⁴⁵⁰ ALONSO LEDESMA, C., “Pactos parasociales”, *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid, 2006, pág. 856.

⁴⁵¹ PAZ-ARES, C., “El enforcement...”, *op. cit.*, pág. 21.

unanimidad o de voto plural); solamente lo son si atentan contra valores sustantivos del entero sistema (por ejemplo, prohibición de pactos leoninos o exigencias de la buena fe”.

- (iii) Y una tesis intermedia liderada por OPPO⁴⁵² que diferencia entre las reglas instrumentales del contrato de socios (relativas a la formación de la voluntad de los órganos sociales), que estima válidas en tanto en cuanto no sean contrarias al interés social, y las reglas finales (referentes al fin social) que únicamente serán consideradas inválidas en aquellos casos en los que vulneren frontalmente el interés social.

B. La eficacia de los contratos de socios.

En segundo lugar, y por lo que refiere a la eficacia de los pactos parasociales tenemos que distinguir dos tipos de eficacia, a saber:

- (i) La eficacia *inter partes*: a pesar del anacrónico art. 119 del CCom en virtud del cual “*los socios no podrán hacer pactos reservados, sino que todos deberán constar en la escritura social*”, tanto nuestra doctrina y jurisprudencia como normativa posterior a dicho artículo reconocen la eficacia *inter partes* de los pactos parasociales sobre la base de dos principios de nuestro CC que no son otros que la autonomía privada del art. 1255 del CC y el art. 1091 del mismo cuerpo legal a cuyo tenor “*las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse al tenor de los mismos*”.

En efecto, e inspiradas en estos artículos, nuestro legislador ha ido aprobando paulatinamente sucesivas normas que no han hecho sino ratificar la obsolescencia del mencionado art. 119 del CCom. Así, entre las normas que abogan por la eficacia de los pactos parasociales entre los firmantes encontramos las siguientes:

- a) Sorprendentemente, el propio CCom en su art. 42 menciona indirectamente los pactos parasociales al referirse a “*acuerdos celebrados con terceros*” para determinar si existe o no control y, en

⁴⁵² OPPO, G., *op. cit.*, págs. 524 a 528.

consecuencia, grupo de sociedades con la obligación de consolidar cuentas.

- b) El art. 29 de la LSC en cuya virtud “*los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad*” ergo, a *sensu contrario*, serán exigibles entre las partes y, además, si devienen públicos, podrán tener eficacia frente a la propia sociedad como veremos al explicar la publicidad de los mismos.
 - c) El art. 60 de la LMV y los artículos del RD de OPAs que lo desarrollan y en virtud de los cuales se identifica a los pactos parasociales como uno de los mecanismos facilitadores para conseguir el control en una sociedad cotizada y que, por ende, podrían obligar a formular una OPA sobre dicha sociedad.
 - d) El art. 112 de la LMV y los arts. 530 y siguientes de la LSC al regular la publicidad que se tiene que dar a determinados pactos parasociales en el ámbito de las sociedades cotizadas.
 - e) El Real Decreto 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de los protocolos familiares, que no son sino una modalidad de acuerdo de socios en el seno de una sociedad familiar.
- (ii) La eficacia frente a terceros: resulta muy difícil de justificar que un pacto parasocial firmado únicamente por una parte de los socios pueda ser oponible frente a los restantes socios así como frente a la sociedad sobre la base del principio de relatividad de los contratos recogido en el art. 1257 del CC, a cuyo tenor “*los contratos solo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos*”.

Ahora bien, el tema no es pacífico cuando se trata de pactos parasociales suscritos por todos los socios. En este sentido, aunque existen algunas teorías doctrinales cada vez más mayoritarias⁴⁵³ que pretenden otorgar

⁴⁵³ ALONSO LEDESMA, C., *op. cit.*, pág. 857; PAZ-ARES, C. “El enforcement...”, *op. cit.*, págs. 36 a 41; PÉREZ MILLÁN, *op. cit.*, pág. 393 y FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, *Revista de Sociedades*, número 29, 2008, págs. 175 y siguientes.

eficacia frente a terceros (es decir, *erga omnes*) de aquellos pactos parasociales que hemos denominado “de organización”⁴⁵⁴, nosotros creemos junto con la doctrina más tradicional⁴⁵⁵ que estos pactos son inoponibles frente a terceros sobre la base del mencionado art. 1257 del CC.

En este mismo sentido, parecen manifestarse, en la mayoría de las ocasiones, las Sentencias del Tribunal Supremo y las Resoluciones de la Dirección General de los Registros y del Notariado. Así, por ejemplo, la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de diciembre de 2008 y la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de marzo de 2009 manifiestan claramente que la sola infracción de un pacto parasocial no basta, por sí sola, para la anulación de un acuerdo social.

Ahora bien, como indica FRASQUET GARCÍA *“no obstante lo anterior, aun acogiendo y reiterando la tesis de la doctrina clásica, algunas Sentencias y Resoluciones del Tribunal Supremo y de la Dirección General de los Registros y del Notariado han llegado a reconocer eficacia más allá de las partes firmantes a pactos parasociales <<de organización>> suscritos por todos los socios, si bien para ello han tenido que acudir (en ocasiones, de forma un tanto forzada) a figuras o instituciones jurídicas diversas: (i) la ficción de la existencia de una junta general universal (Sentencias del Tribunal Supremo de 26 de febrero de*

Para estos autores, se puede aceptar la eficacia *erga omnes* y, por tanto, la oponibilidad frente a terceros e incluso frente a la propia sociedad de un pacto de parasocial firmado por todos los socios al coincidir, por un lado, subjetivamente las partes del pacto parasocial y los socios de la sociedad y, por otro, objetivamente los resultados buscados tanto desde la perspectiva del Derecho de obligaciones como del Derecho societario. Así, concluyen que la posibilidad de impugnar mediante los mecanismos ofrecidos por el Derecho de sociedades los acuerdos societarios adoptados en contra de lo acordado en un pacto parasocial.

⁴⁵⁴ Los “pactos de relación” no entrarían en juego en este caso, pues únicamente tienen por finalidad desplegar sus efectos entre los socios que hayan firmado el pacto y no frente a terceros.

Por su parte, los pactos que hemos denominado de “atribución” constituirían auténticas estipulaciones a favor de la sociedad, en definitiva, estipulaciones a favor de tercero tal y como las reconoce el segundo párrafo del art. 1257 del CC y que desplegarían todos sus efectos siendo exigibles en todo caso por la sociedad siempre que las hubiera aceptado antes de su posible revocación.

⁴⁵⁵ La doctrina tradicional, aún siendo contrario a la misma, la resume espléndidamente FERNÁNDEZ DEL POZO, L., “El enforcement...”, *op. cit.*, pág. 172.

1991 y 10 de febrero de 1992 -caso Munaka-); (ii) la doctrina del levantamiento del velo (Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de septiembre de 1987 –caso Hotel Atlantis Playa-); o (iii) el abuso de derecho (RDGRN de 26 de octubre de 1989 –caso Promociones Keops-)”⁴⁵⁶.

Todo ello no obstante, conviene ahora que analicemos el específico caso de la eficacia frente a terceros de los pactos parasociales (ya sea por una parte de los socios o por todos) sobre transmisión de acciones o participaciones . A este respecto, si atendemos al ya alegado principio de relatividad de los contratos, los acuerdos contenidos en el pacto parasocial sobre el régimen de transmisibilidad de las participaciones o acciones solo producirán efectos entre los firmantes de dicho pacto y no frente a terceros.

Ahora bien, a diferencia de los anteriores supuestos creemos que este caso es susceptible de matizaciones, pudiendo no llegar a ser de aplicación el art. 1257 del CC cuando el tercero hubiera tenido conocimiento del contenido del pacto parasocial. Es más, tratándose de una sociedad cotizada, los terceros pueden haber tenido conocimiento de dicho contenido ya que están sometidos a un régimen de publicidad obligatorio que luego veremos.

Pues bien en estos casos, si bien el conocimiento del pacto parasocial no puede conllevar *per se* una vinculación contractual o extracontractual automática bajo el pacto ni una pérdida de la buena fe del tercero, lo cierto es que atendiendo a las circunstancias concurrentes en cada caso concreto, el tercero puede llegar a ser considerado “cómplice” o “cooperador necesario” del incumplimiento del pacto parasocial, lo que podría amparar el ejercicio de acciones frente al tercero e, incluso, servir de base a una acción encaminada a anular la transmisión de las acciones o participaciones⁴⁵⁷.

⁴⁵⁶ FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, págs. 282 y 283.

⁴⁵⁷ FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, págs. 283 y 284.

3.4. La publicidad de los pactos parasociales.

A. Régimen obligatorio de las sociedades cotizadas.

La publicidad de los pactos parasociales en sociedades cotizadas se encuentra claramente reflejado en los arts. 530 a 535 de la LSC.

La obligación de publicar los pactos parasociales en sede de sociedades cotizadas tiene por objeto dar a conocer determinados pactos que puedan incidir por su contenido en la estructura de control de la sociedades cotizadas o en la liquidez de los valores⁴⁵⁸.

Ahora bien, conviene advertir desde el principio que esta normativa no se aplica a todos los pactos parasociales que se acuerden en sede de una sociedad cotizada. En efecto, de acuerdo con el art. 530 de la LSC solo se aplicará el régimen de publicidad que vamos a detallar a continuación a los siguientes pactos:

- (i) Aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas.
- (ii) Aquellos pactos que con el mismo objeto que acabamos de indicar se refieran a obligaciones convertibles o canjeables emitidas por una sociedad anónima cotizada.

Así, la celebración, prórroga o modificación de este tipo de pactos parasociales habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la CNMV, debiendo acompañarse a la comunicación copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones o de las obligaciones convertibles o canjeables (art. 531.1 de la LSC).

⁴⁵⁸ LEÓN SANZ, F.J., "La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas" en la obra colectiva *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dirigido por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, A. ALONSO UREBA, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. VELASCO SAN PEDRO, J. QUIJANO GONZÁLEZ y G. ESTEBAN VELASCO, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 1.169 y siguientes.

Una vez efectuada cualquiera de estas comunicaciones, el documento en el que conste el pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita (art. 531.2 de la LSC) y deberá publicarse como hecho relevante el mismo (art. 531.3 de la LSC).

Mientras que no se les dé publicidad, no producirán efecto alguno. Así lo señala el art. 533 de la LSC en cuya virtud *“en tanto no tengan lugar las comunicaciones, el depósito y la publicación como hecho relevante, el pacto parasocial no producirá efecto alguno en cuanto a las referidas materias”*.

Ahora bien, la LSC consciente de que la publicidad de un determinado pacto puede causar daños a la sociedad establece una dispensa temporal de publicar el pacto en su art. 535 a cuyo tenor *“cuando la publicidad pueda ocasionar un grave daño a la sociedad, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a solicitud de los interesados, podrá acordar, mediante resolución motivada, que no se dé publicidad alguna a un pacto parasocial que le haya sido comunicado, o a parte de él, y dispensar de la comunicación de dicho pacto a la propia sociedad, del depósito en el Registro Mercantil del documento en que conste y de la publicación como hecho relevante, determinando el tiempo en que puede mantenerse en secreto entre los interesados”*.

B. Régimen potestativo en sociedades no cotizadas: breve referencia a la publicidad de los protocolos familiares.

Por lo que respecta a sociedades no cotizadas, se ha de partir de la idea de que no existe obligación alguna de publicar los acuerdos de socios. Ahora bien, ya sabemos que de acuerdo con el art. 29 de la LSC *“los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad”*.

Mención especial merecen los protocolos familiares, que no son sino una modalidad de pacto parasocial cuyo régimen de publicidad se encuentra recogido en el Real Decreto 171/2007, de 9 de febrero, por el que se regula la publicidad de los protocolos familiares (en adelante, el **“RD 171/2007”**) y que se caracteriza por una nota fundamental, a saber, el carácter plenamente voluntario de la publicación de los mismos.

De acuerdo con el art. 2 del RD 171/2007 *“se entiende por protocolo familiar aquel conjunto de pactos suscritos por los socios entre sí o con terceros con los que guardan vínculos familiares que afectan una sociedad no cotizada, en la que tengan un interés común en orden a lograr un modelo de comunicación y consenso en la toma de decisiones para regular las relaciones entre familia, propiedad y empresa que afectan a la entidad”*.

A los efectos de su publicidad los protocolos familiares pueden ser de tres clases:

- (i) Protocolos familiares secretos o reservados: son aquellos exclusivamente conocidos por los socios que los suscriben y, por ende, carecen de publicidad registral.
- (ii) Protocolos familiares con pactos parasociales familiares: son aquellos convenidos y suscritos por los socios que tienen por finalidad regular determinados aspectos societarios privados familiares y que pueden ser objeto de publicidad registral.
- (iii) Protocolos familiares inscribibles: son aquellos suscritos por los fundadores de la sociedad en el momento de su constitución, o en un momento posterior pero siempre por unanimidad de todos los socios implicados, que son inscribibles en el Registro Mercantil por afectar a la estructura de la sociedad y que surten efectos frente a terceros.

El RD 171/2007 distingue distintos niveles de publicidad de pactos parasociales:

- (i) Publicidad de carácter privado: así, se puede publicar el protocolo familiar en la página web de la sociedad, con la única limitación de que el sitio o dominio web en que se publique debe ser el que conste en la hoja de la sociedad abierta en el Registro Mercantil.
- (ii) Publicidad por noticia: se trata de hacer constar en la hoja abierta a la sociedad la simple existencia de un protocolo familiar, pero no su contenido. Este protocolo debe ser identificado y, si constare en escritura pública, se indicará el Notario, lugar, fecha y número de protocolo.

También se indicará en el asiento si el protocolo es accesible en la web de la sociedad.

- (iii) Publicidad por depósito: al depositar las cuentas anuales, el órgano de administración puede incluir, como documento a depositar, una copia o testimonio total o parcial del documento público en que conste el protocolo.
- (iv) Publicidad por inscripción: en este caso se trata de acuerdos sociales inscribibles cuya única especialidad es que los mismos se han adoptado en ejecución de un protocolo familiar. En este caso la publicidad del protocolo familiar tendrá carácter material y eficacia frente a terceros puesto que sus cláusulas habrán sido objeto de inscripción en el Registro Mercantil.

3.5. Contenido típico del acuerdo de socios⁴⁵⁹.

A. Introducción.

El contrato de socios en el contexto de una operación de LBO es un contrato atípico. Por ello, el clausulado del mismo depende de cada caso concreto y de las vueltas que se le quiera dar al amparo del art. 1255 del CC. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de socios y que, sin perjuicio de su estudio detallado a continuación, giran sobre los siguientes ejes: (i) los compromisos de inversión y aportación de fondos; (ii) el gobierno y la administración de la sociedad; (ii) las limitaciones a la transmisibilidad de las

⁴⁵⁹ A la hora de redactar este epígrafe, nos hemos visto con la dificultad de encontrar bibliografía nacional específica sobre la materia. Quienes mejor lo han tratado, en nuestra opinión, son, por un lado, PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, págs. 202 a 230 y, por otro, FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, págs. 286 y siguientes.

En consecuencia, el contenido del presente epígrafe se ha redactado partiendo de la estructura y líneas maestras propuestas por estos autores, completándose con nuestra experiencia profesional acumulada en la participación de este tipo de operaciones, habiendo además utilizado como fuentes conversaciones con otros abogados expertos en la materia de despachos tales como Linklaters, Ramón y Cajal, Clifford Chance, Freshfields, Uría y Cuatrecasas.

acciones o participaciones de la sociedad; (iii) las retribuciones; (iv) la desinversión; (v) la extinción del contrato y (vi) otras cláusulas variadas.

Por otra parte, se ha de tener presente que, muchas veces, el contrato de socios se entrelaza con los estatutos sociales. Por ello, conviene advertir desde el principio que algunas de las cláusulas que analizaremos podrán ser incluidas tanto en el contrato de socios como en los estatutos sociales.

De hecho, es habitual incluir en el pacto parasocial una obligación general de las partes de amoldar los estatutos sociales a los acuerdos adoptados en el mismo, así como un reconocimiento expreso de que en caso de discrepancia prevalecerán las cláusulas del contrato de socios sobre las cláusulas de los estatutos sociales.

Ahora bien, es cierto que algunas cláusulas solo podrán ser incluidas en el contrato de socios ya que de ser incluidas en los estatutos sociales, estas no serán aceptadas por el Registrador Mercantil quien las calificará negativamente por no respetar los principios del tipo societario del que se trate (fundamentalmente, sociedad anónima o sociedad de responsabilidad limitada).

B. Los compromisos de inversión y aportación de fondos.

Los compromisos de inversión y aportación de fondos pueden ser regulados bien en un documento contractual aparte (generalmente denominado *investment agreement* o *equity contribution agreement*) o bien dentro del propio acuerdo de socios.

Tienen por objetos más usuales (i) regular detalladamente supuestos de *joint venture* societaria, es decir, con constitución de un vehículo societario para el desarrollo del negocio conjunto y (ii) regular supuestos de entrada de un nuevo inversor en el capital social de una sociedad existente, que es el caso que más nos interesa a efectos de este trabajo.

Pues bien, lo cierto es que los pactos que se puedan contener en el contrato de socios referentes a la inversión y aportación de fondos no presentan grandes dificultades. No obstante, a la hora de configurar los mismos es conveniente tener presente las siguientes cuestiones:

- (i) El negocio jurídico mediante el cual se va a llevar a cabo la inversión, siendo las modalidades más frecuentes la compraventa, la permuta, el aumento de capital, el préstamo simple y el préstamo participativo.
- (ii) El tipo de aportaciones a realizar en la sociedad, ya sea aportación dineraria o no dineraria (y dentro de esta, diferenciando sus modalidades de aportación de derechos de crédito, aportación de empresa, etc.).
- (iii) La valoración de las aportaciones no dinerarias, verificando si es necesario o no el informe de expertos independientes para la misma.
- (iv) La valoración de la sociedad en la que se aportan los fondos a efectos de determinar el porcentaje de capital que reciben los nuevos socios a cambio de sus aportaciones.
- (v) La distribución del importe aportado entre capital y prima de emisión o asunción, en caso de que la aportación se lleve a cabo mediante una ampliación de capital. En este sentido, y si bien la prima es un mecanismo antidilución, lo cierto es que en las operaciones de LBO es bastante frecuente utilizar la misma para otra finalidad, a saber, fortalecer los fondos propios de manera que por cada euro destinado a capital se destinen tres o cuatro euros a prima pues con ello se hace más difícil que la sociedad pueda entrar en causa de reducción de capital obligatoria o de disolución obligatoria⁴⁶⁰.
- (vi) Los procedimientos previstos para la exclusión de los derechos de preferencia (ya sea suscripción o asunción preferente) en el supuesto de que se lleven a cabo aumentos de capital.

⁴⁶⁰ En efecto, no debemos olvidar que de acuerdo con el art. 327 de la LSC *“en la sociedad anónima, la reducción del capital tendrá carácter obligatorio cuando las pérdidas hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital y hubiere transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto”*.

Asimismo, tanto la sociedad anónima como la sociedad limitada deberán disolverse por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que este se aumente o se reduzca en la medida suficiente, y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso (art. 363.1 e) de la LSC).

- (vii) Los procedimientos previstos para el ejercicio de derechos de adquisición preferente en caso de transmisión (por compra o permuta) de las acciones o participaciones (salvo previa renuncia o inexistencia de esos derechos).
- (viii) El destino de la inversión.
- (ix) El otorgamiento de manifestaciones y garantías y la regulación del régimen de responsabilidad derivado del incumplimiento de estas para los supuestos de entrada de un nuevo socio en la sociedad operativa existente. Si esta responsabilidad fuera asumida por la propia sociedad⁴⁶¹, y a fin de evitar que el nuevo socio tenga que responder por el incumplimiento de las manifestaciones y garantías en proporción a su participación social, es habitual acordar un *gross-up* o incremento de la indemnización exigible por el daño sufrido en igual proporción⁴⁶².

C. *El gobierno y la administración de la sociedad.*

a) *Introducción.*

Como consecuencia del LBO la estructura accionarial de la sociedad de referencia (bien la Sociedad *Target*, bien *Newco*) se verá profundamente alterada dando lugar, en muchos, casos a una multiplicidad de socios, a saber: la entidad de capital riesgo, los co-inversores, los directivos y los vendedores que hayan decidido reinvertir.

Pues bien, la coexistencia de estos socios a la hora de enfrentarse al gobierno y la administración de la sociedad deberán regularse, en la medida de lo posible, tanto en el contrato de socios como en los estatutos sociales.

⁴⁶¹ El hecho de que sea la propia sociedad quien asuma la responsabilidad solo sería posible en el supuesto de que el nuevo socio adquiriera tal condición a través de bien una compra de las acciones o participaciones a la propia sociedad (comprando su autocartera) o bien mediante una ampliación de capital con una nueva emisión de acciones o creación de participaciones. Si, por el contrario, el nuevo socio adquiriera tal condición a través de una compra de acciones o participaciones a otros socios, la asunción de responsabilidad por parte de la sociedad podría implicar vulnerar la prohibición de asistencia financiera recogida en los arts. 143.2 de la LSC (para la sociedad limitada) y 150 de la LSC (para la sociedad anónima).

⁴⁶² FRASQUET GARCÍA, A., *op. cit.*, pág. 288.

En dicha regulación se deberá tener presente sobre todo aquello que afecte a la estructura, composición, régimen de funcionamiento y adopción de acuerdos de la junta, del órgano de administración y del equipo de dirección de la sociedad.

b) La junta general.

La junta general es el órgano soberano de la sociedad al que corresponde, fundamentalmente, la designación y destitución del órgano de administración, su control, la aprobación de las cuentas anuales de la sociedad, la modificación de los estatutos y las grandes operaciones societarias (i.e. fusión, escisión, transformación, disolución y liquidación).

La junta decide o acuerda por mayoría de votos. Por ello, en aquellas operaciones en las que el inversor financiero adquiera un paquete mayoritario que le permita controlar con sus votos los acuerdos de la junta, este no necesitará fijar regulaciones específicas ni en los estatutos sociales ni en el contrato de socios.

Ahora bien, si el inversor financiero no adquiere una participación mayoritaria, o si existiera otro minoritario que pudiera ser clave en algún otro factor de la operación (por ejemplo, un directivo vital para el desarrollo del negocio), estos buscarán a toda costa que se incorporen tanto a los estatutos sociales como al contrato de socios determinados mecanismos que les permitan ejercer un derecho de veto (o al menos que obliguen a un elevado grado de acuerdo) sobre las materias de mayor relevancia sobre las que emite su parecer la junta.

Las medidas más habituales consisten en fijar *quora* y mayorías reforzadas o pactar sindicatos de voto.

(i) *Quora* reforzados.

Mediante la fijación de *quora* reforzados, el socio minoritario busca garantizar su presencia en la junta general. Así, se articulará de tal manera que será necesaria su asistencia para que la junta pueda quedar válidamente constituida.

En cualquier caso, en este punto conviene distinguir el régimen de *quora* fijado legalmente para sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada en los supuestos en los que no se prevea nada en contrario en los estatutos.

Así, en sociedades anónimas, salvo que estatutariamente se prevea otra cosa, la junta general quedará válidamente constituida en primera convocatoria cuando los accionistas presentes o representados posean, al menos, el 25% del capital suscrito con derecho de voto (art. 193.1 de la LSC).

En segunda convocatoria, será válida la constitución de la junta cualquiera que sea el capital concurrente a la misma, salvo que los estatutos fijen un quórum determinado, el cual, necesariamente, habrá de ser inferior al que aquellos hayan establecido o exija la Ley para la primera convocatoria (art. 193.2 de la LSC).

Ahora bien, para que la junta general ordinaria o extraordinaria pueda acordar válidamente el aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales, la emisión de obligaciones, la supresión o la limitación del derecho de adquisición preferente de nuevas acciones, así como la transformación, la fusión, la escisión o la cesión global de activo y pasivo y el traslado de domicilio al extranjero, será necesaria, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados que posean, al menos, el 50% del capital suscrito con derecho de voto (art. 194.1 de la LSC).

En estos supuestos, en segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del 25% de dicho capital (art. 194.2 de la LSC).

Por lo que respecta a las sociedades de responsabilidad limitada, la LSC no establece un requisito de quórum, sino de un porcentaje mínimo de voto a favor de los acuerdos referido al total capital social.

Tampoco se prevé para la sociedad limitada la existencia de primera y segunda convocatoria con requisitos de constitución o votación distintos en una y otra.

Con ello, se fija indirectamente un mínimo de concurrencia a la junta general para que pueda adoptar acuerdos.

Así, en el art. 198 de la LSC se fija la mayoría ordinaria para adoptar acuerdos societarios indicando que *“en la sociedad de responsabilidad limitada los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría de los votos válidamente emitidos, siempre que representen al menos un tercio de los votos correspondientes a las participaciones sociales en que se divida el capital social. No se computarán los votos en blanco”*.

Y en el art. 199 de la LSC se establece la mayoría legal reforzada para determinados asuntos al señalar que por excepción a lo dispuesto en el mencionado art. 198 de la LSC:

- a) El aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales requerirán el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.
- b) La autorización a los administradores para que se dediquen, por cuenta propia o ajena, al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social; la supresión o la limitación del derecho de preferencia en los aumentos del capital; la transformación, la fusión, la escisión, la cesión global de activo y pasivo y el traslado del domicilio al extranjero, y la exclusión de socios requerirán el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social.

(ii) Mayorías reforzadas.

Ya hemos señalado que en nuestro Derecho societario los acuerdos de la junta general se rigen por el principio mayoritario.

Así, en la LSC se prevé claramente en el art. 159.1 que *“los socios, reunidos en junta general, decidirán por la mayoría legal o estatutariamente establecida, en los asuntos propios de la competencia de la junta”*.

En este sentido se manifiesta el art. 201.1 de la LSC para la sociedad anónima, a cuyo tenor *“en la sociedad anónima los acuerdos sociales se adoptarán por mayoría ordinaria de los votos de los accionistas presentes o representados”*.

Ahora bien, para la adopción de los acuerdos a que se refiere el art. 194 de la LSC, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el 25% o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el 50%.

Para la sociedad limitada ya hemos visto que son de aplicación las mayorías señaladas en los arts. 198 y 199 de la LSC y que dependen del tipo de acuerdos, a saber: (i) la mayoría de los votos válidamente emitidos, siempre que representen al menos un tercio de los votos correspondientes a las participaciones sociales en que se divida el capital social con carácter general; (ii) el voto favorable de más de la mitad de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social para el aumento o la reducción del capital y cualquier otra modificación de los estatutos sociales; y (iii) el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social para la autorización a los administradores para que se dediquen, por cuenta propia o ajena, al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social, la supresión o la limitación del derecho de preferencia en los aumentos del capital, la transformación, la fusión, la escisión, la cesión global de activo y pasivo, el traslado del domicilio al extranjero y la exclusión de socios.

Ahora bien, de acuerdo con el art. 200 de la LSC para las sociedades limitadas y el art. 201.3 de la LSC para sociedades anónimas, estas

mayorías pueden verse reforzadas en estatutos para todos o algunos de los acuerdos, con los siguientes límites:

- a) No es posible exigir la unanimidad. Ahora bien, es cierto que esta prohibición se puede esquivar fijando porcentajes que, según la distribución accionarial de la sociedad, obligan indirectamente a que todos los socios participen en dicho acuerdo⁴⁶³, pudiendo generarse de esta forma derechos de veto a favor de los socios minoritarios.
- b) No es posible condicionar o subordinar los acuerdos al consentimiento de uno o varios socios, pues se estaría vulnerando tanto el principio mayoritario como el art. 1256 del CC en virtud del cual *“la validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes”*.

Las materias sobre las que habitualmente se fijan *quora* y mayorías reforzadas en el contrato de socios son las siguientes:

- a) El aumento y la reducción del capital social; la supresión del derecho de asunción/suscripción preferente en los aumentos del capital social; la incorporación de nuevos socios/accionistas a la sociedad; y la exclusión de socios.
- b) La concesión de opciones sobre acciones/participaciones, la creación o modificación de clases o series especiales de acciones o participaciones.
- c) La emisión de obligaciones, *warrants* u otros valores, así como la celebración de préstamos u otra forma de financiación que lleven aparejado el derecho de compra o suscripción o asunción de, o conversión en, acciones o participaciones de la sociedad.

⁴⁶³ Por ejemplo, si la sociedad tiene dos socios, uno con un 80% de la misma y otro con un 20%, si pactan en los estatutos que los acuerdos deben adoptarse por el 81% del capital, la cláusula estatutaria será válida y aceptada por el Registrador Mercantil, pues formalmente no exige la unanimidad. Sin embargo, dada la composición accionarial a nadie se le escapa que indirectamente se está exigiendo la unanimidad, debiendo tenerse presente, por ende, que esta técnica podría considerarse un fraude de ley.

- d) La transformación, fusión, escisión, reactivación, disolución y liquidación de la sociedad.
- e) Cualquier modificación estatutaria que implique nuevas obligaciones para los socios o afecten a sus derechos individuales. En particular, la creación y modificación de prestaciones accesorias a favor de alguno de los socios.
- f) La modificación del objeto social así como el cambio sustancial en la actividad desarrollada por la sociedad.
- g) La realización de cualquier acto que exceda del objeto social de la sociedad.
- h) La modificación de la estructura del órgano de administración y del número de sus miembros.
- i) La retribución de los consejeros y, en su caso, cualquier cambio en la misma.
- j) La autorización a los consejeros de la sociedad para dedicarse por cuenta propia o ajena al mismo, análogo o complementario género de actividad que constituya el objeto social de la sociedad.
- k) La distribución de dividendos por encima o por debajo del mínimo previsto, en su caso, en los estatutos sociales.
- l) El nombramiento, renovación o revocación de los auditores de cuentas de la sociedad.
- m) La política de autocartera, la enajenación o amortización de participaciones propias.
- n) La transmisión de una parte sustancial de los activos integrantes del patrimonio de la sociedad.
- o) La modificación del plazo de duración de la sociedad.

- p) La revocación, suspensión o modificación de cualquier acuerdo para el que se requiera mayoría reforzada.
- q) La ratificación y/o aprobación de acuerdos del órgano de administración que estén también sometidos a mayorías reforzadas en el seno del mismo.
- r) La aprobación de cualquier otra decisión que suponga una modificación sustancial de la estructura económica, social o financiera de la sociedad.

(iii) Sindicatos de voto.

Podemos definir el sindicato de voto, con VICENT CHULIÁ como un *“contrato en virtud del cual los socios o miembros de una agrupación voluntaria de personas se obligan, entre sí o frente a terceros, a votar en los órganos de esta, por sí o a través de un representante, en el sentido decidido (generalmente) por la mayoría de quienes forman el sindicato, garantizando así que este exprese siempre un voto unitario, con el fin de mantener cohesionada en el seno de aquellos órganos bien una mayoría o bien una minoría de capital o de personas”*⁴⁶⁴.

En sentido similar se pronuncia GALEOTE MUÑOZ⁴⁶⁵ al conceptuarlo como *“aquel sindicato de acciones por el que los accionistas titulares de las acciones sindicadas se comprometen entre sí o frente a terceros, a votar en los órganos de la sociedad emisora en un determinado sentido, decidido por la mayoría del sindicato y ejerciendo el voto por sí mismos o a través de un representante, elegido mayoritariamente por el sindicato, quien le habrá otorgado legitimidad para ello”*⁴⁶⁶.

⁴⁶⁴ VICENT CHULIÁ, F., “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, en *Introducción al Derecho Mercantil*, vol. I, 22ª edic. ampliada, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 1204.

⁴⁶⁵ GALEOTE MUÑOZ, M.P., *Sindicatos de voto. El control de una sociedad conjunta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008, pág. 175.

⁴⁶⁶ Véase también MAMBRILLA RIVERA, V., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *RDM*, número 181-182, 1986, págs. 301 y siguientes.

Los sindicatos de voto pueden tener varias finalidades. Entre ellas podemos destacar las siguientes:

- a) La vinculación del derecho de voto de los socios que lo integran a una disciplina unitaria.
- b) El reforzamiento de la posición política del sindicato de socios, bien manteniendo el control de aquella (sindicato de mando), bien protegiendo los intereses de un grupo de socios minoritario.

Al igual que cualquier otro pacto extraestatutario, serán en principio lícitos siempre que no sean contrarios a la ley, la moral o el orden público (art. 1255 del CC), si bien su eficacia será meramente interna, no pudiendo oponerse frente a la sociedad ni frente a terceros.

Por otra parte, es importante destacar que últimamente se viene admitiendo la “venta del voto”, es decir, se pacta emitir el voto sobre determinadas materias en un sentido prefijado (o al menos abstenerse en la votación) recibiendo a cambio ciertas ventajas económicas o patrimoniales. Sin embargo, habrá que ser muy cautelosos a la hora de articular este tipo de pactos pues los acuerdos sociales resultantes de los mismos podrán ser impugnados si resultan ser contrarios al interés social en beneficio de uno o varios socios o de tercero (art. 204 de la LSC).

El principal problema que plantea un sindicato de voto es el de su instrumentación, debido a que la mayoría de las veces no será posible su incorporación a los estatutos sociales.

Las alternativas que ha propuesto la doctrina son las siguientes:

- a) El simple acuerdo: los socios integrantes del sindicato articulan el pacto en el contrato de socios y se comprometen a ejercitar su voto de manera unitaria a favor de quien establezca el acuerdo.
- b) Apoderamiento a un síndico: en este caso, al pacto de sindicación se le acompañaría el apoderamiento al síndico –o persona que el

sindicato designase- para que, en representación formal de los socios, emitiese el voto unitariamente en el sentido acordado.

Los principales problemas que esta fórmula puede plantear son: (i) el carácter revocable del apoderamiento y (ii) la necesidad de que la representación del socio en junta se otorgue con carácter especial para cada una de ellas.

- c) Constitución de fiducias, usufructos o copropiedades sobre las acciones o participaciones, atribuyendo a una persona concreta la representación a la hora de votar: a este respecto conviene advertir que estos mecanismos no fueron creados con el objetivo final que aquí se pretende, por lo que no suelen ser utilizados en la práctica.
- d) Constitución de una sociedad tenedora (*holding*) de acciones o participaciones: los socios aportarían sus acciones o participaciones a una sociedad de nueva constitución que tendría por objeto canalizar el voto en la sociedad que se pretende gestionar.
- e) Constitución de prenda: según la doctrina mayoritaria es la alternativa más recomendable.

Se articula mediante (i) la pignoración de las acciones o participaciones sindicadas en garantía de las obligaciones asumidas por los socios sindicados en el pacto de sindicación y (ii) la atribución en estatutos sociales del derecho de voto a favor del acreedor pignoraticio de acuerdo con lo establecido en el art. 132 de la LSC.

Además, desde una perspectiva fiscal es la alternativa más eficiente, pues no implica cesión de derecho económico alguna sobre las acciones o participaciones al síndico o sindicato, permaneciendo el valor económico de las mismas en manos de los socios partícipes del sindicato.

(iv) Otros acuerdos.

Otros pactos, menos frecuentes en la práctica, que se pueden articular en los acuerdos de socios en el contexto de operaciones de LBO tendentes a estructurar los equilibrios de poder entre los distintos grupos de socios son los siguientes:

- a) Tratándose de sociedades anónimas se pueden introducir limitaciones estatutarias de los derechos de asistencia y de voto.

En efecto, señala el art. 179.2 de la LSC que *“en las sociedades anónimas los estatutos podrán exigir, respecto de todas las acciones, cualquiera que sea su clase o serie, la posesión de un número mínimo para asistir a la junta general sin que, en ningún caso, el número exigido pueda ser superior al uno por mil del capital social”*.

Asimismo, el art. 188.3 de la LSC indica que *“en la sociedad anónima, los estatutos podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, sin perjuicio de la aplicación a las sociedades cotizadas de lo establecido en el artículo 527”*.

Ahora bien, como indica el propio art. 188.3 en sede de sociedades cotizadas las normas difieren. Así, señala el art. 527 de la LSC según la reciente redacción dada por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital que *“en las sociedades anónimas cotizadas las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, quedarán sin efecto cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70% del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho*

oferente no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado”.

Por el contrario, la LSC para las sociedades de responsabilidad limitada no permite estos mecanismos. Sin embargo, se pueden conseguir los mismos efectos configurando participaciones con voto múltiple al amparo de lo dispuesto en el art. 188.1 de la LSC a cuyo tenor *“salvo disposición contraria de los estatutos, cada participación social concede a su titular el derecho a emitir un voto”.*

- b) Se puede fijar un voto de calidad de alguno de los socios para acabar con los empates en sede de la junta. Nótese, eso sí, que esta posibilidad solo se podría incluir en los estatutos de una sociedad de responsabilidad limitada, pero nunca en los de una sociedad anónima.

c) *El órgano de administración*⁴⁶⁷.

La junta general es por su propia naturaleza un órgano cambiante (en la medida en que las acciones y participaciones se transmitan), no permanente (solo se reúne esporádicamente) y, por tanto, no idóneo para administrar y controlar la gestión de la empresa.

Por ello, nuestra normativa societaria exige que además de la junta exista un órgano de administración, con el objeto de administrar el patrimonio de la sociedad y determinar la política empresarial que esta ha de seguir en el día a día.

Además, corresponden al órgano de administración las funciones de relación de la sociedad con terceras personas, pues a él se confiere la representación

⁴⁶⁷ Vid. ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sistemas de elección de los consejeros: Comité de nombramiento”, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, coordinado por G. ESTEBAN VELASCO, Marcial Pons, Madrid, 1999, págs. 213 a 244; ALONSO UREBA, A., “Hacia un modelo monista revisado de administración de la SA cotizada como opción al modelo dualista”, *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011, págs. 567 a 640; y URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores”, *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006, págs. 957 y siguientes.

de la sociedad en toda circunstancia y las facultades de administración, delimitadas por el objeto social contenido en los estatutos.

Este órgano puede estar constituido por un consejo o por uno o varios administradores individuales en función de las necesidades de la sociedad y de sus socios.

Ahora bien, conviene tener presente que mientras que los administradores únicos y solidarios pueden plantear un problema de exceso de poder y los administradores mancomunados un problema de falta de agilidad, los consejos de administración configurados como un órgano colegiado presentan importantes ventajas, a saber: (i) el concurso de diferentes personas con experiencias y preparaciones diversas, (ii) la responsabilidad solidaria de los consejeros supone una mayor garantía, (iii) la posibilidad de juntar consejeros ejecutivos internos y externos, dominicales (que representen los intereses de los distintos grupos de socios) e independientes, y (iv) permitir la armonización de intereses de los socios en el órgano de administración.

Por ello, la mayoría de las sociedades participadas por *private equities* como consecuencia de operaciones de LBO están administradas por un consejo de administración.

Al igual que en la junta, en nuestro Derecho societario los acuerdos o decisiones del órgano de administración se rigen por el principio mayoritario⁴⁶⁸. Por ello, en aquellas operaciones en las que el inversor financiero adquiera un paquete mayoritario que le permita nombrar al órgano de administración (o a la mayoría de sus miembros en caso de un consejo de administración), este no necesitará fijar regulaciones específicas ni en los estatutos sociales ni en el contrato de socios.

Ahora bien, como ya pasaba a nivel de junta, si el inversor financiero no adquiere una participación mayoritaria, o si existiera otro minoritario que pudiera ser clave en algún otro factor de la operación, estos buscarán a toda costa que se incorporen tanto a los estatutos sociales como al contrato de

⁴⁶⁸ Véanse los arts. 245.1 y 248 de la LSC que establecen dicho principio en las votaciones del consejo de administración.

socios determinados mecanismos que les permitan ejercer un derecho de veto (o al menos que obliguen a un elevado grado de acuerdo) sobre las materias de mayor relevancia sobre las que emite su parecer el órgano de administración. De este modo, buscarán pactar las medidas que tratamos a continuación.

(i) Composición del consejo de administración.

En primer lugar, se fijará el número de miembros de los que deberá estar compuesto el consejo de administración.

A este respecto, conviene tener presente que si bien la LSC no fija para la sociedad anónima un límite al número de consejeros, para la sociedad limitada, por el contrario se regula un límite máximo de doce miembros (art. 242.2 de la LSC).

Asimismo, se pactará el número de consejeros que podrá nombrar cada socio. A estos efectos, conviene recordar que en las sociedades anónimas la LSC permite la posibilidad de la representación proporcional en su art. 243 al señalar que las acciones que voluntariamente se agrupen, hasta constituir una cifra del capital social igual o superior a la que resulte de dividir este último por el número de componentes del consejo, tendrán derecho a designar los que, superando fracciones enteras, se deduzcan de la correspondiente proporción. Eso sí, en el caso de que se haga uso de esta facultad, las acciones así agrupadas no intervendrán en la votación de los restantes componentes del consejo.

En una sociedad de responsabilidad limitada, para conseguir el mismo fin, estatutariamente (y pactándolo en el contrato de socios), se podría asignar a determinadas participaciones, de forma sucesiva, un voto plural para el nombramiento de los consejeros vinculados a cada grupo de socios. Ahora bien, se ha de tener presente que la validez de este tipo de cláusulas no está exenta aún de dudas e interrogantes doctrinales pues el

art. 191 del RRM no permite utilizar el sistema de representación proporcional a las sociedades limitadas⁴⁶⁹.

Por otra parte, puede ser recomendable incluir dentro del consejo a independientes cuyo perfil responda a personas de prestigio profesional, desvinculadas del equipo ejecutivo y de los socios significativos y que ayuden a la adecuada gestión de la sociedad.

En cualquier caso, y al margen de cuál sea la configuración final del consejo de administración, los consejeros no deben perder de vista dos cuestiones de vital importancia:

- a) Los consejeros, una vez nombrados y con independencia de qué socio o grupo de socios haya facilitado su nombramiento, deben velar única y exclusivamente por el interés social y no por el de los socios individualmente considerados. En efecto, desde el momento en que devienen consejeros se encuentran sometidos a los deberes de diligente administración, de lealtad y de secreto, así como a las prohibiciones de aprovechar oportunidades de negocio y de competencia (arts. 225 y siguientes de la LSC).
- b) En el caso de que los consejeros incumplan alguno de estos deberes que la ley les impone, se pondrá en marcha el sistema de responsabilidad de administradores⁴⁷⁰ previsto en los arts. 236 y siguientes de la LSC, en virtud del cual los consejeros responden del daño causado (i) frente a la propia sociedad, los accionistas y los acreedores; (ii) solidariamente entre sí (exceptuando aquellos que se

⁴⁶⁹ No obstante, la Sentencia del Tribunal Supremo de 6 de marzo de 2009 considera este artículo ilegal y permite el nombramiento por representación proporcional en sociedades limitadas si así se prevé en estatutos. Sin embargo, la LSC es posterior a esta sentencia que se dictó cuando estaba vigente la antigua LSL. El legislador de la LSC, conociendo esta sentencia, sin embargo, no ha cambiado la redacción del art. 191 del RRM ni ha hecho pronunciamiento alguno al respecto al regular el consejo de administración en el propio articulado de la LSC. Por ello, es una cuestión que queda abierta, si bien es cierto que parece que los registradores van a ser conservadores y van a seguir sin admitir que la representación proporcional se aplique en sociedades limitadas.

⁴⁷⁰ En este sentido, *vid.* ALONSO UREBA, A., "Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima", *Revista de Derecho Mercantil*, número 198, Madrid, 1992, págs. 639 a 727.

hubieran opuesto al acuerdo lesivo o desconocían su existencia); (iii) sin limitación cuantitativa alguna; y (iv) incluso en el caso de que la junta hubiera autorizado o ratificado su actuación.

(ii) Asignación de cargos dentro del consejo.

También es práctica común pactar el nombramiento tanto del presidente como del secretario del consejo de administración. Lo normal es no permitir que estos cargos sean nombrados por el mismo socio, buscando, así, fijar contrapesos que equilibren la facultad de visar y certificar los acuerdos sociales, pactándose en ocasiones también la alternancia de esos puestos entre miembros del consejo nombrados por los distintos grupos de socios.

Igualmente, es habitual incluir los cargos de vicepresidente y vicesecretario. Esta posibilidad permite reforzar los contrapesos entre los distintos grupos de socios y además agiliza la elevación a público de los acuerdos sociales en caso de que no pudiera estar presente el presidente y/o el secretario.

También se regula, normalmente, el modo de decidir quién ocupará el cargo de primer ejecutivo, el nombramiento del o los consejeros delegados (que, en caso de ser varios, podrán ser solidarios o mancomunados), o de las comisiones ejecutivas.

(iii) *Quora* y mayorías reforzadas.

Al igual que ocurría en junta, se incorporarán al contrato de socios y, en la medida de lo posible, a los estatutos *quora* y mayorías reforzadas, sobre determinadas materias de especial relevancia entre las que podemos destacar sin carácter exhaustivo las siguientes:

- a) El nombramiento de los cargos de presidente, vicepresidente, secretario y vicesecretario del consejo de administración.

- b) La delegación permanente de facultades; el nombramiento y revocación de consejeros delegados o la constitución de comisiones ejecutivas.
- c) El otorgamiento y la revocación de poderes.
- d) La aprobación del presupuesto, y cualquier modificación sustancial del mismo; la aprobación y modificación del plan de negocios anual, plan de tesorería e inversiones futuras.
- e) El acuerdo del aumento de capital autorizado por la junta general; así como la ejecución de los acuerdos de aumento de capital adoptados por la junta y delegados por esta en los administradores.
- f) La realización de inversiones o adquisiciones de activos por encima de una determinada cantidad o de un *ratio* determinado.
- g) La transmisión onerosa o gratuita, total o parcial, de activos fijos de la sociedad cuyo valor neto contable a la fecha de transmisión, supere una cantidad determinada o un *ratio* determinado.
- h) La constitución de hipoteca, prenda o cualquier otra carga o gravamen sobre los activos de la sociedad.
- i) Toda operación de endeudamiento financiero de la sociedad por importe superior a una determinada cantidad o *ratio* y por un plazo superior a unos años previamente fijados.
- j) El otorgamiento de garantías reales y/o personales así como el otorgamiento de avales a favor de un tercero.
- k) La celebración, resolución y modificación de contratos laborales o mercantiles con los consejeros, consejeros-directivos, y directivos de la sociedad; la contratación de cualquier tipo de empleados o trabajadores cuya retribución anual bruta supere una cantidad establecida.

- l) La conclusión de contratos particularmente gravosos para la sociedad o en condiciones fuera de mercado.
 - m) La adopción de cualesquiera decisiones relativas a la constitución, adquisición, disolución o enajenación de filiales, sucursales o establecimientos permanentes; la enajenación o gravamen de acciones y/o participaciones sociales de las filiales; la adopción por parte de las filiales de acuerdos relativos a las materias precedentes; y el nombramiento de los miembros del órgano de administración de las filiales.
 - n) El traslado del domicilio social dentro del mismo municipio.
 - o) La conclusión de operaciones comerciales con personas vinculadas.
 - p) La suscripción o terminación de acuerdos estratégicos o *joint ventures*.
- (iv) ¿Sindicación de voto?

En el nivel del órgano de administración, y a diferencia de lo que ocurre en sede de la junta, no deben permitirse los sindicatos de voto entre los distintos consejeros dado que, como ya hemos advertido, estos desde su nombramiento deben velar por el interés social y no por el interés individual de los socios, teniendo además su voto un carácter personalísimo.

En este sentido, una parte importante de nuestra doctrina aboga por la prohibición y nulidad de los pactos por los que se regula el voto de los consejeros (o las decisiones de los administradores) designados a propuesta de los socios imponiéndoles estos últimos a los primeros el sentido de su voto⁴⁷¹.

⁴⁷¹ MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., "Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima", en *Estudios en homenaje a Rodrigo Uría*, Madrid, 1978, págs. 369 y siguientes; PAZ-ARES, C., "Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo", *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, octubre de 2010; y SÁNCHEZ CALERO, F., *Los Administradores de las Sociedades de Capital*, Civitas, Madrid, 2005, pág. 621.

d) Los directivos de la sociedad.

En el acuerdo de socios es también práctica común determinar quiénes van a encargarse de desempeñar las tareas directivas de la sociedad.

Estos pactos estarán claramente influenciados por el tipo de LBO que se lleve a cabo. Así, si se trata de un MBO o de una adquisición minoritaria lo más normal es que los directivos existentes permanezcan en sus puestos.

Por el contrario, si se tratara de un MBI, la adquisición de la sociedad la ejecuta un equipo profesional externo que será el encargado de llevar cabo las tareas directivas, sustituyendo al equipo directivo preexistente.

Finalmente, en los BIMBOs coexistirán en el desempeño de esas funciones los directivos preexistentes y nuevos directivos nombrados al efecto.

Sea como fuere, una cuestión clave al respecto es la de regular contractualmente la relación jurídica a establecer entre la sociedad y sus directivos. Así, se deberá negociar, determinar y reglamentar, entre otras, las siguientes cuestiones⁴⁷²:

- (i) El tipo de contrato y su encuadre: así, deberá determinarse en primer lugar, si se trata de una relación mercantil (de arrendamiento de servicios) o de una relación laboral y, en este último caso, distinguir si se trata de un trabajador ordinario (sometido al Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores) o de una relación especial de alta dirección (sometida al Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección).
- (ii) Los objetivos a conseguir por parte de los directivos.
- (iii) La retribución de los mismos, siendo frecuente distinguir una parte fija y otra variable. La parte variable se devengará siempre y cuando se

⁴⁷² Todas estas cuestiones serán tratadas en profundidad en el siguiente capítulo de este trabajo.

cumplan los objetivos fijados y lo más común será articularla a través de un sistema de bonus, combinado, en ocasiones con otros incentivos como los *equity ratchets*⁴⁷³.

- (iv) La delimitación de sus funciones y sus facultades: normalmente se articulará a través de los correspondientes apoderamientos que les otorgue la sociedad. En ellos se fijarán límites a sus actuaciones tanto cuantitativos (hasta un determinado importe) como cualitativos (por ejemplo, mediante la fijación de un *numerus clausus* de facultades, u obligando a los directivos a actuar mancomunadamente con otros).
- (v) Los pactos de permanencia y no competencia.
- (vi) El sistema de responsabilidad civil y su cobertura mediante la contratación del pertinente seguro.

De este modo, en el contrato de socios se contendrán estas cuestiones, o incluso podrá incorporarse como anexo una copia del contrato modelo que deberán firmar directivo y sociedad en el momento de formalizar su relación.

e) Mecanismos para solucionar las situaciones de bloqueo (deadlock).

Como estamos viendo, las grandes decisiones de gestión, tanto a nivel de junta como de órgano de administración, necesitarán ser adoptadas por un grado elevado de consenso.

Por ello, es importante prever en el contrato de socios mecanismos que puedan solucionar las posibles situaciones de bloqueo (*deadlock*). Estas situaciones se suelen producir en los siguientes supuestos:

- (i) Cuando se han pactado unas mayorías reforzadas tan elevadas que han generado indirectamente derechos de veto entre los socios de tal manera

⁴⁷³ Como señala SIMÓN DEL BURGO, S. en *Cómo tratar con el capital riesgo*, Closa Merger Acquisition Advisors, ESADE y Clifford Chance, 2005, pág. 85, “se trata de una serie de incentivos para el equipo directivo, que suelen materializarse en una redistribución de la participación en el capital social de Newco en el momento de la salida, sobre la base de la consecución de unas determinadas rentabilidades. Ello implicará una participación por parte del equipo directivo en la plusvalía obtenida en la salida proporcionalmente superior a su porcentaje de participación en el capital social de Newco”.

que al ser ejercitados estos derechos de veto la sociedad queda bloqueada dejando de ser operativa.

- (ii) Cuando existen dos socios (o dos grupos o facciones divididas de socios) participando en partes iguales en la sociedad (es decir, cada uno posee un 50% del capital) y son incapaces de llegar a ningún acuerdo.

En estos casos, se produce una paralización de los órganos sociales que de no solucionarse conduciría a la disolución y liquidación de la sociedad de acuerdo con lo establecido por el art. 363.1 c) de la LSC.

A fin de evitar esta drástica situación de disolver y liquidar la sociedad, es recomendable articular en el acuerdo entre socios los mecanismos adecuados que permitan desbloquear la sociedad, siendo los más frecuentes los siguientes:

- (i) Nombrar a uno o varios terceros expertos independientes (árbitros o amigables componedores) que se encarguen de resolver las diferencias.
- (ii) Redirigir las negociaciones finales de las diferencias entre las facciones a los representantes de mayor peso dentro de cada una de ellas. Conocido como el *escalation procedure*, consiste, generalmente, en recurrir a los cargos más altos en el organigrama funcional u organizativo (presidentes o consejeros de las sociedades matrices) de cada una de las partes para que lleguen a un acuerdo sobre la cuestión.
- (iii) Otorgar opciones de compra (*calls*) y opciones de venta (*puts*) cruzadas. Esta técnica puede configurarse de múltiples maneras (dependiendo del precio y de quiénes sean los compradores y/o vendedores).

Este mecanismo tiene por finalidad preservar la continuidad de la sociedad y consiste en que un socio o grupo de socios adquieran la participación de los demás, pactándose un precio de antemano, precio este determinado o determinable bien mediante una fórmula de valoración o bien mediante su fijación por un experto independiente.

- (iv) Utilizar cláusulas de ruleta rusa (*russian roulette*) que consisten en pactar que el socio que lanza la oferta de compra a un determinado precio y con determinadas condiciones debe estar dispuesto y puede quedar obligado a vender su participación a ese mismo precio y condiciones.
- (v) Pactar una cláusula de tiro mejicano (*shoot out/auction*) en virtud de la cual ambas partes entregan a la otra parte o a un tercero, por un lado, una oferta de compra de la participación en la sociedad de la otra parte a un precio determinado (“**Precio 1**”) y, por otro lado, una oferta de venta de su propia participación al precio ofrecido por la otra parte (“**Precio 2**”), quedando obligada a vender su participación en caso de que el Precio 2 sea superior al Precio 1.
- (vi) Ejercicio por parte de alguna de las facciones de socios de los derechos de separación de los que puedan ser titulares en virtud de las leyes societarias o que se hayan pactado en estatutos, abandonando la sociedad a cambio del valor razonable de su antigua participación en la sociedad.
- (vii) Pactar una cláusula de *status quo* en virtud de la cual las partes se obligan a continuar en la sociedad y en su gestión como si el asunto en cuestión nunca hubiera sido planteado.
- (viii) En último extremo, proceder a disolver y liquidar de una manera pactada y ordenada la sociedad, fijando mecanismos distintos de los previstos en la normativa societaria que permitan minimizar las consecuencias negativas de la liquidación (por ejemplo, la pérdida de valor de los bienes de la sociedad), pudiendo además asignar y distribuir de antemano entre los socios las ramas de actividad y los activos que les puedan interesar a un precio competitivo y fijado previamente.

f) *Convivencia entre co-inversores.*

No es infrecuente que la entidad de capital riesgo vaya acompañada por uno o varios co-inversores. En estos supuestos es necesario regular la convivencia entre los mismos, determinando e identificando los derechos y obligaciones de

cada uno en el contexto de la operación, siendo de especial relevancia cuestiones tales como la sindicación del voto o la distribución de beneficios.

Dos son las prácticas utilizadas en estos casos, a saber:

- (i) Constitución de otra sociedad vehículo (en adelante, “**Newco 2**”) entre la entidad de capital riesgo y los co-inversores a través de la que se encauzaría la inversión de los mismos.

Así, *Newco 2* invertiría en *Newco* (o en la Sociedad *Target* directamente, según cuál fuera la sociedad de referencia en los términos que ya hemos indicado).

Siendo esto así, al margen de pactar unos estatutos y un acuerdo de socios a nivel de *Newco* (o de la Sociedad *Target*) junto con otros socios, los co-inversores deberán regular asimismo su relación en y a nivel de *Newco 2* tanto interna como externamente, pactando respectivamente un acuerdo de socios y los estatutos sociales.

- (ii) Conclusión de otro pacto de socios entre los co-inversores que se caracterizaría por las siguientes notas: (i) sería un pacto distinto del acuerdo de socios de la sociedad de referencia; (ii) tendría carácter reservado y (iii) estaría firmado exclusivamente entre los co-inversores, dejando al margen al resto de socios.

D. Limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad.

a) Introducción.

A la hora de llevar a cabo una inversión de esta índole, siempre es conveniente analizar quiénes van a ser los compañeros de viaje del proyecto y articular los mecanismos necesarios que obstaculicen e impidan la entrada de terceros no deseados o que posibiliten preservar los equilibrios, pesos y contrapesos de poder acordados entre los distintos tipos de socios.

Con estos objetivos, tanto en los estatutos sociales de la sociedad como en el contrato de socios podrán fijarse, como ahora veremos, limitaciones o restricciones a la transmisión de las acciones o participaciones de la sociedad⁴⁷⁴.

Como sabemos, en el caso de que se incumplan las restricciones fijadas en los estatutos, al ser estos, un contrato de naturaleza externa, las transmisiones no serían válidas.

Por el contrario, si se incumplieran las restricciones establecidas en el acuerdo de socios, al no ser oponible ni a la sociedad ni a terceros, la transmisión sería válida pero se podrá exigir responsabilidad al socio incumplidor.

En consecuencia, siempre que sea legalmente posible, es recomendable incluir estas restricciones en los estatutos sociales, además de en el contrato de socios.

b) Prohibición absoluta de transmisión por actos inter vivos (lock-up).

Para obligar a permanecer a los socios en la sociedad durante un plazo determinado se puede pactar en los estatutos sociales la prohibición absoluta de transmisión de acciones o de participaciones por actos *inter vivos*.

Ahora bien, debemos distinguir entre sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada.

Así, en el caso de sociedades anónimas, de acuerdo con el art. 123.4 del RRM “*podrán inscribirse en el Registro Mercantil las cláusulas estatutarias que prohíban la transmisión voluntaria de las acciones durante un periodo de*

⁴⁷⁴ A estos efectos, conviene no olvidar los principios configuradores tanto de la sociedad anónima como de la sociedad de responsabilidad limitada.

Así, no se debe obviar (i) que serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos* (art. 108.1 de la LSC) y (ii) que a falta de regulación estatutaria, la transmisión voluntaria de participaciones sociales por actos *inter vivos* se regirá por lo dispuesto en el art. 107 de la LSC que, en síntesis, establece el previo consentimiento de la sociedad para transmitir las participaciones a un tercero, así como fija derechos de adquisición preferente para los socios y la propia sociedad.

Y en sede de sociedades anónimas no se debe pasar por alto que serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción (art. 123.2 de la LSC).

*tiempo no superior a dos años a contar desde la fecha de constitución de la sociedad*⁴⁷⁵.

Si se quisiera ampliar el plazo de la prohibición no podría hacerse a través de los estatutos sino articulándolo mediante el contrato de socios.

Por lo que se refiere a las sociedades de responsabilidad limitada, señala el art. 108.4 de la LSC que los estatutos podrán impedir la transmisión voluntaria de las participaciones por actos *inter vivos* durante un periodo de tiempo no superior a cinco años a contar desde la constitución de la sociedad, o para las participaciones procedentes de una ampliación de capital, desde el otorgamiento de la escritura pública de su ejecución.

Es más, en las sociedades de responsabilidad limitada sí se permite pactar en estatutos un plazo superior a los cinco años siempre y cuando también se reconozca en los mismos un derecho de separación al socio (art. 108.3 de la LSC).

c) Cláusulas de consentimiento previo de la sociedad.

A través de este tipo de cláusulas la transmisión queda condicionada al previo consentimiento de la sociedad. Además de en el contrato de socios pueden incluirse en los estatutos sociales tanto de la sociedad anónima como de la sociedad de responsabilidad limitada, debiendo incluirse asimismo las causas en virtud de las cuales la sociedad pueda denegar el consentimiento.

d) Cláusulas de derecho de adquisición preferente: tanteo y retracto.

Las cláusulas de tanteo, que podrán ser incorporadas a los estatutos, otorgan a los socios (a todos o a los pertenecientes a una clase), a un tercero o a la propia sociedad un derecho de adquisición preferente sobre todas o parte de las acciones o participaciones de una sociedad, impidiendo, por tanto, la transmisión sin previamente haberlas ofrecido al beneficiario de tal derecho de adquisición preferente.

⁴⁷⁵ Nótese que el citado precepto solo menciona la constitución de la sociedad, no haciendo referencia alguna a las acciones que pudieran proceder de una nueva emisión en un aumento de capital.

En estas cláusulas deberá expresarse de forma precisa las transmisiones en las que exista la preferencia, así como las condiciones de ejercicio de aquel derecho y el plazo máximo para realizarlo.

Asimismo, es destacable que en múltiples ocasiones se excluye el derecho de adquisición preferente en aquellas transmisiones que se produzcan entre familiares y sociedades del grupo.

Es más, en el caso de que alguno de los socios sean personas jurídicas es aconsejable fijar las condiciones para el ejercicio del derecho de adquisición preferente en los supuestos de transmisión indirecta de las acciones o participaciones por cambio de control de la sociedad titular de las mismas.

Igualmente, en el caso de que existan grupos de socios distintos (inversores financieros, co-inversores, directivos y vendedores reinversores, por ejemplo) con unos porcentajes de participación determinados para cada grupo, pueden establecerse en el contrato de socios derechos de adquisición preferente a distintos niveles o “en cascada”, es decir, en el caso de que algún socio decida vender su participación tendrán preferencia en la adquisición de sus acciones o participaciones los socios del mismo tipo o pertenecientes al mismo grupo que el socio vendedor, manteniéndose el equilibrio de porcentajes de participación entre los distintos grupos de socios.

Por otra parte, y aunque menos habitual en la práctica, estas cláusulas de adquisición preferente también pueden configurarse como derechos de retracto, es decir, se concede a los socios o a la sociedad la posibilidad de subrogarse en el lugar del comprador, adquiriendo las acciones o participaciones que fueron objeto del contrato de compraventa en las mismas condiciones y por el mismo precio que este.

Finalmente, puede ser interesante pactar que en caso de ejercicio del derecho de adquisición preferente y posterior venta a un tercero en un breve periodo de tiempo por un precio superior a aquel por el que se han comprado las acciones o participaciones de la sociedad al ejercer dicho derecho de adquisición preferente, se obligue al socio que haya ejercido el derecho a entregar una

cantidad igual al beneficio adquirido en la posterior venta o al menos un parte de este.

e) Cláusulas de derecho de primera oferta.

Este tipo de pactos lo que pretenden es que el socio que quiera transmitir su participación en la sociedad, antes de recibir una oferta de cualquier tercero debe permitir al resto de socios la presentación de una oferta de compra, quedando facultado para vender su participación a un tercero únicamente en el supuesto de que la oferta de este sea mejor que la del resto de los socios.

f) Cláusulas regulatorias del tipo de adquirente.

Con estas cláusulas se restringe la entrada a potenciales socios no deseados, por ejemplo, competidores. Para que sea eficaz deben determinar claramente los requisitos y las condiciones que deben cumplir o no los posibles adquirentes.

Estos pactos también podrán ser incorporados en los estatutos de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

g) Obligaciones de stapling.

También puede ser interesante obligar al socio que transmite su participación en la sociedad a ceder a favor del adquirente todos los derechos de crédito que pudiera ostentar frente a la sociedad como consecuencia de las aportaciones realizadas en forma de deuda (*stapling*).

h) Transmisiones mortis causa.

También es posible restringir las transmisiones *mortis causa* incluyendo dichas limitaciones en los estatutos y reproduciéndolas en el acuerdo de socios.

En este supuesto, para rechazar la inscripción de la transmisión en el libro registro de acciones nominativas o en el libro registro de socios, la sociedad deberá presentar al heredero un adquirente de las acciones o participaciones u ofrecerse a adquirirlas ella misma por su valor razonable en el momento en que se solicitó la inscripción, entendiéndose por valor razonable el que determine

un auditor de cuentas, distinto al auditor de la sociedad, que, a solicitud de cualquier interesado, nombrarán a tal efecto los administradores de la sociedad (*vid.* arts. 109 y 124 de la LSC).

i) Transmisiones forzosas.

El mismo régimen que acabamos de describir para la limitación de transmisiones *mortis causa* se aplicará cuando la adquisición de las acciones o participaciones se haya producido como consecuencia de un procedimiento judicial o administrativo de ejecución (arts. 110 y 125 de la LSC).

Es más, en ocasiones también se impondrán en el contrato de socios restricciones a la prenda de las acciones o participaciones para evitar potenciales embargos de las mismas que obliguen al resto de socios o a la sociedad a adquirirlas a fin de que no se adjudiquen a terceros desconocidos y no deseados como socios de la sociedad.

E. Retribuciones.

a) Introducción.

Otro de los aspectos que se suelen incluir en el acuerdo entre socios es el relativo al establecimiento de mecanismos que permitan obtener algún beneficio o rendimiento a los socios (especialmente al socio financiero) sin necesidad de desinvertir.

En definitiva, se trata de ir anticipando, en la medida de lo posible, algunos de los rendimientos que se pretende obtener con la inversión.

b) Reparto de dividendo mínimo.

Como hemos visto, el reparto de dividendos ha de ser una de las materias para las que se exijan mayorías reforzadas.

Ahora bien, en operaciones de capital riesgo los dividendos pueden dar mucho más juego al inversor financiero. Así, es frecuente que este desee fijar la obligación de reparto de un dividendo mínimo.

En cualquier caso, para que esto sea posible se ha de respetar la normativa societaria encargada de proteger el principio de integridad del capital social.

Así, deberá tenerse presente lo dispuesto en el art. 273 de la LSC en cuya virtud:

“1. La junta general resolverá sobre la aplicación del resultado del ejercicio de acuerdo con el balance aprobado.

2. Una vez cubiertas las atenciones previstas por la ley o los estatutos, solo podrán repartirse dividendos con cargo al beneficio del ejercicio, o a reservas de libre disposición, si el valor del patrimonio neto no es o, a consecuencia del reparto, no resulta ser inferior al capital social. A estos efectos, los beneficios imputados directamente al patrimonio neto no podrán ser objeto de distribución, directa ni indirecta.

Si existieran pérdidas de ejercicios anteriores que hicieran que ese valor del patrimonio neto de la sociedad fuera inferior a la cifra del capital social, el beneficio se destinará a la compensación de estas pérdidas.

3. Se prohíbe igualmente toda distribución de beneficios a menos que el importe de las reservas disponibles sea, como mínimo, igual al importe de los gastos de investigación y desarrollo que figuren en el activo del balance.

4. En cualquier caso, deberá dotarse una reserva indisponible equivalente al fondo de comercio que aparezca en el activo del balance, destinándose a tal efecto una cifra del beneficio que represente, al menos, un cinco por ciento del importe del citado fondo de comercio. Si no existiera beneficio, o este fuera insuficiente, se emplearán reservas de libre disposición”.

Y el art. 274 de la LSC al regular la reserva legal indica que:

“1. En todo caso, una cifra igual al diez por ciento del beneficio del ejercicio se destinará a la reserva legal hasta que esta alcance, al menos, el veinte por ciento del capital social.

2. La reserva legal, mientras no supere el límite indicado, solo podrá destinarse a la compensación de pérdidas en el caso de que no existan otras reservas disponibles suficientes para este fin”.

Cumplido lo anterior, señala el art. 215 de la LSC lo siguiente:

“1. En la sociedad de responsabilidad limitada, salvo disposición contraria de los estatutos, la distribución de dividendos a los socios se realizará en proporción a su participación en el capital social.

2. En la sociedad anónima la distribución de dividendos a las acciones ordinarias se realizará en proporción al capital que hubieran desembolsado”.

Ahora bien, no debe olvidarse de que en el caso de que se hayan creado acciones o participaciones privilegiadas con un dividendo mínimo y preferente (art. 95 de la LSC) o acciones o participaciones sin voto (arts. 98 y siguientes de la LSC), antes de proceder al reparto del dividendo se deberán respetar sus derechos.

Finalmente, no debemos obviar la reciente introducción en la LSC (y, en consecuencia, en nuestro Derecho de sociedades) por la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas del art. 348 bis regulador del derecho de separación de los socios en caso de falta de distribución de dividendos en sociedades no cotizadas.

En efecto, a partir del quinto ejercicio a contar desde la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad, el socio que hubiera votado a favor de la distribución de los beneficios sociales tendrá derecho de separación en el caso de que la junta general no acordara la distribución como dividendo de, al menos, un tercio de los beneficios propios de la explotación del objeto social

obtenidos durante el ejercicio anterior, que sean legalmente repartibles (art. 348 bis.1 de la LSC)⁴⁷⁶.

c) Retribución a los administradores.

Otra manera de conseguir un rendimiento anticipado consiste en que los socios (principalmente, el operador de *private equity*) sean asimismo miembros del órgano de administración y que la sociedad acuerde retribuir a los administradores por las funciones que desempeñan.

d) Pago de intereses vía préstamos.

En ocasiones, los socios (generalmente, el socio financiero) además de comprometerse a realizar aportaciones que configuren el capital de la sociedad, aportan cantidades adicionales a la misma mediante préstamos.

Con los préstamos, (i) los socios se garantizan una retribución por vía del interés pactado y (ii) la sociedad podrá deducirse los intereses pagados en concepto de gasto en el impuesto sobre sociedades⁴⁷⁷.

Ahora bien, a efectos de no perder parte del valor liquidativo de la inversión en el momento de la desinversión, es frecuente acordar tanto en el contrato de préstamo como en el contrato de socios la posibilidad de capitalizar a un precio prefijado (y habitualmente primado) dichos préstamos, convirtiéndolos, por ende, en nuevas acciones o participaciones de la sociedad.

e) Comisiones por servicios.

Otra manera que utilizan los inversores financieros para obtener alguna rentabilidad consiste en cobrar unos *fees* o comisiones a la sociedad por prestarle algún tipo de asesoramiento o asistencia en la gestión del negocio de la sociedad.

⁴⁷⁶ Ahora bien, el art. 1.4 de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital ha incluido una Disposición transitoria en la LSC en virtud de la cual “*se suspende, hasta el 31 de diciembre de 2014, la aplicación de lo dispuesto en el artículo 348 bis de esta Ley*”.

⁴⁷⁷ Ver nota al pie 151 anterior.

Dichos servicios deberán prestarse realmente y deberán retribuirse con precios de mercado.

Para una mejor comprensión de las comisiones nos remitimos a lo ya explicado en el capítulo segundo de la primera parte de esta obra.

f) Comisiones por estructuración de la operación.

Finalmente, también es frecuente que el inversor financiero cobre un *fee* a la sociedad por estructuración de la operación, ya que será este quien consiga la financiación del nuevo proyecto, bien mediante la inyección de fondos por su parte, solo o con otros co-inversores, y/o la financiación de las entidades financieras para llevar a buen puerto la operación.

Para una mejor comprensión de las comisiones nos remitimos a lo ya explicado en el capítulo segundo de la primera parte de esta obra.

F. Regulación de la desinversión.

a) Introducción.

Como ya señalamos más arriba, los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de *private equity*, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio.

En efecto, las entidades de capital riesgo no pueden permanecer más allá de un plazo determinado participando de una sociedad de ahí que, además de en el contrato de compraventa, también en el contrato de socios se regulen plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target* a través de los mecanismos que vamos a estudiar a continuación y, de este modo, puedan materializar las plusvalías latentes generadas.

b) Opción de venta (put).

Una manera de salir de la sociedad consiste en que dentro del acuerdo de socios se configure a favor del inversor financiero una opción de venta (*put*) de sus acciones o participaciones bien a los demás socios (todos o parte), bien a

la propia sociedad (siempre teniendo presentes las limitaciones para cada tipo societario en materia de autocartera), en un plazo y con un precio prefijados.

Así, en el caso de que el inversor financiero ejercitara la opción, los socios o la sociedad tendrían la obligación de comprar las acciones o participaciones de este.

Otra posibilidad que se podría contemplar consistiría en el otorgamiento de opciones de venta recíprocas entre todos los socios, o frente a la sociedad, que serían ejercitadas siempre que se cumplieran determinadas condiciones (por ejemplo, cuando algún o algunos socios se muestren contrarios con las decisiones políticas que está adoptando la mayoría de los socios, o ante eventuales necesidades de liquidez por parte de algún socio).

Así, al configurar en el acuerdo de socios opciones de venta recíprocas se estaría creando un derecho de separación de carácter convencional sobre la totalidad o parte de las acciones o participaciones de los socios.

c) Acciones rescatables.

Tratándose de sociedades cotizadas, una alternativa de índole societaria a la opción de venta podría consistir en emitir acciones rescatables de acuerdo con lo previsto en los arts. 500 y 501 de la LSC.

Como su nombre indica, lo que caracteriza a este tipo de acciones es que nacen con vocación de ser rescatadas o amortizadas por la sociedad en unas condiciones predeterminadas, que se establecerán en el propio acuerdo de su emisión.

Deben emitirse por un importe nominal no superior a la cuarta parte del capital social y estar íntegramente desembolsadas en el momento de la suscripción.

La LSC establece una regulación específica en relación con el derecho de rescate:

- (i) El acuerdo de emisión de acciones rescatables debe fijar las condiciones para su ejercicio (incluyendo el precio a satisfacer por las acciones rescatadas).
- (ii) La facultad de rescate puede reconocerse tanto a la sociedad emisora, como a los titulares de las acciones (i.e. a favor de la entidad de capital riesgo consiguiéndose así la salida) o a ambos.
- (iii) En el supuesto de que la facultad de rescate sea reconocida exclusivamente a favor de la sociedad emisora, aquella no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión.
- (iv) La amortización de acciones rescatables deberá hacerse sin reducir la protección de los acreedores sociales.

Respecto de sociedades no cotizadas, conviene señalar lo siguiente:

- (i) Tratándose de sociedades anónimas no cotizadas se ha ido admitiendo la posibilidad de emitir también este tipo de acciones siempre que quede perfectamente detallado su régimen en estatutos sociales.
- (ii) Tratándose de sociedades de responsabilidad de limitada no es posible la extensión analógica de este régimen. Sin embargo, la LSC contiene otros mecanismos como la regulación de las causas de separación y exclusión de socios que pueden llevar a resultados idénticos.

d) Derecho de arrastre (drag along).

Las cláusulas de *drag along* son pactos habituales en operaciones de inversión en empresas en las que hay un socio principal y otro socio minoritario. Las cláusulas de *drag along* también conocidas como derecho de arrastre permiten al socio que puede ejercer tal derecho (normalmente el que tiene la mayoría) obligar al socio minoritario a que también venda su participación.

El pacto de derecho de arrastre o *drag along* se estipulará para regular las situaciones cuando en una sociedad, en la que hay un socio principal y unos socios minoritarios, existe un potencial comprador que quiere comprar el 100%

de la sociedad. Los socios minoritarios o el mayoritario podrían bloquear la venta si deciden no vender, pero, si se ha acordado previamente el pacto de derecho de arrastre, la parte que no quiere vender estaría obligada a ello, facilitándose de esta forma la transmisión del 100% de la sociedad.

Para que el pacto de *drag along* no perjudique a ninguna de las partes, puede establecerse que, la parte obligada a acompañar en la venta y que podría no estar interesada en vender, tenga un derecho de compra siempre que lo ejercite en las mismas condiciones que el potencial comprador.

Incluir este tipo de pactos en los estatutos sociales puede plantear problemas a la hora de su inscripción ya que el *drag along* puede llegar a obligar a los minoritarios a vender sus acciones o participaciones en contra de su deseo de no venderlas.

Ahora bien, creemos que estos pactos deben admitirse dentro de los estatutos por los siguientes motivos:

- (i) No hay ninguna normativa que sea contraria a que todos los socios ofrezcan vender sus participaciones o acciones en las condiciones señaladas, en un momento previo a la existencia un potencial comprador.
- (ii) En la sociedades de responsabilidad limitada se pueden incluir obligaciones a los socios de transmitir sus participaciones a los demás socios o a terceros (art. 107.2 de la LSC) siempre que se cumplan las condiciones fijadas en los estatutos y se conceda un derecho de separación al socio disidente (art. 346.2 de la LSC).

En cualquier caso, lo más recomendable será pedir cita al Registrador Mercantil a fin de examinar y configurar la cláusula estatutaria de manera que pueda ser inscrita.

e) *Derecho de acompañamiento (tag along).*

El pacto de *tag along* es el contrapeso del pacto de *drag along* pues confiere (normalmente a los socios minoritarios o con participaciones pequeñas) el

derecho de vender sus participaciones o acciones cuando el socio con participación mayoritaria venda.

En definitiva, consiste en que el socio que pretende enajenar su participación en la sociedad debe ofrecer la oportunidad de participar en dicha operación a los restantes socios en las mismas condiciones y a prorrata de sus respectivas participaciones.

A diferencia del *drag along*, incluir este tipo de pactos, además de en el contrato de socios, en los estatutos no planteará ningún problema a efectos registrales.

f) Obligación de venta.

Una de las maneras de llevar a cabo la desinversión puede consistir en pactar en el contrato de socios una obligación o mandato de venta, encargando a los administradores o incluso a los socios que busquen a potenciales adquirentes para concluir una nueva operación de adquisición privada de empresa.

g) Salida a bolsa.

En ocasiones, la obligación o mandato de venta, en vez de articularse mediante un proceso de compraventa privada, puede configurarse mediante la salida a bolsa de la sociedad a través de una oferta pública de venta (en adelante, “OPV”)⁴⁷⁸.

Lo cierto es que la desinversión de la cartera de las entidades de capital riesgo mediante OPVs previas a la admisión de acciones a negociación en bolsa no ha sido una práctica frecuente en España aunque ya contamos con algunos

⁴⁷⁸ Vid. ECHENAGUSIA LÓPEZ, I. “OPVs y OPS”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, págs. 609 a 643; ARRANZ PUMAR, G., “Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial”, en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, coordinado por F. URÍA, La Ley, Madrid, 2007; DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas, Madrid, 1998; y ALONSO UREBA, A., “Edición, puesta a disposición, efectos y utilización del Folleto”, en *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, dirigido por F. SÁNCHEZ CALERO, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995, págs. 109 a 127.

ejemplos como los de Vueling Airlines, S.A., Corporación Dermoestética, GAM y Clínica Baviera⁴⁷⁹.

G. Cláusulas de extinción del contrato de socios.

Es práctica común incluir también en el contrato de socios las causas que suponen la automática extinción del mismo.

Así, las causas que habitualmente suelen preverse en el mismo son las siguientes:

- (i) El transcurso del plazo pactado. En este sentido, es muy recomendable fijar una duración concreta en el pacto parasocial. Si no fuera así, cualquiera de los firmantes del contrato de socios podría instar en cualquier momento la resolución *ad nutum* del mismo sobre la base del art. 1705 del CC y siempre que mediaran la buena fe y un preaviso suficiente.
- (ii) El incumplimiento del contrato.
- (iii) El cambio de control en la sociedad de referencia.
- (iv) El hecho de que una o varias partes dejen de ostentar participación en la sociedad de referencia.
- (v) La disolución y liquidación obligatoria de la sociedad.

H. Otras cláusulas.

a) Plan de negocio⁴⁸⁰.

Al ser los *private equities* inversores financieros muy sofisticados, es bastante habitual que en el contrato de socios se acuerde un plan de negocio o *business plan* para los años posteriores a la adquisición de la Sociedad *Target*,

⁴⁷⁹ PALÁ LAGUNA, R., "La desinversión de las entidades de capital riesgo en relación con las ofertas públicas de valores y las salidas a Bolsa", *Revista Española de Capital Riesgo*, número 4, 2007, págs. 61 a 69.

⁴⁸⁰ Para poder comprender lo que es un plan de negocios, *vid.* PINSON, L., *Anatomy of a business plan. A step-by-step guide to building a business and securing your company's future*, Dearborn Trade Publishing, 2001.

recogiendo las estrategias, políticas, objetivos y acciones que dicha sociedad desarrollará en un futuro a medio plazo (entre dos a cinco años).

Es más, el plan de negocio, al tratar cuestiones tan relevantes, servirá de referencia y como orientación para configurar mayorías reforzadas a la hora de adoptar acuerdos que influyan o alteren cualquier característica del mismo.

b) Elaboración de un presupuesto.

Acompañando a las previsiones a medio plazo contenidas en el plan de negocio, se suele incluir la obligación de los administradores de la sociedad de preparar para cada ejercicio un presupuesto anual coherente con el plan de negocio que prevea los posibles ingresos y gastos (ordinarios y extraordinarios) a incluir en la futura cuenta de pérdidas y ganancias de ese ejercicio.

En este sentido, es habitual incluir también algunos pactos referentes al esquema de financiación externa del que hará uso la sociedad.

c) Deber de información.

Muy relacionado con las dos cláusulas anteriores, resulta muy recomendable prever la obligación del órgano de administración de la sociedad de facilitar periódicamente a los socios determinada información operativa y financiera a fin de que estos puedan controlar su inversión así como las evoluciones del plan de negocio y del presupuesto anual, permitiendo un seguimiento adecuado de los mismos.

d) Deber de confidencialidad.

Es muy habitual que las partes se comprometan a no divulgar a ninguna persona, empresa o compañía, y a no usar en detrimento de la sociedad, cualquier información confidencial relativa a las actividades de la misma o de sus filiales de las que tengan conocimiento gracias a su condición de socio, así como cualquier información relativa al contenido del contrato de socios, salvo que sean requeridos a hacerlo por cualquier norma legal o por normas emitidas por las bolsas de valores u otras autoridades gubernativas a las que estén sujetos.

e) *Pactos de permanencia.*

Si alguno de los socios del contrato fuera además directivo o futuro directivo de la sociedad es práctica común obligar a los socios directivos a permanecer en la sociedad durante al menos un plazo pactado por las partes (normalmente cinco años) a contar desde la formalización del contrato de socios.

f) *Pacto de no competencia.*

En ocasiones, se puede imponer a determinados socios (directivos que co-inviertan con el inversor financiero y a los vendedores que decidan reinvertir en la sociedad) la prohibición de llevar a cabo, directa o indirectamente, negocios o actividades que compitan con los de la Sociedad *Target* o sus filiales mientras continúen como socios de la sociedad, y durante los dos años siguientes al cese efectivo de su condición de socio.

Sin embargo, el inversor financiero (el *private equity*) no se encontrará ligado por dicha obligación dado que puede o podrá tener participaciones en otras sociedades que se dediquen a la misma actividad que la Sociedad *Target*⁴⁸¹.

g) *Adhesión.*

Asimismo, y debido a que en este tipo de operaciones se desea conocer a los socios que van a ser compañeros de viaje, es común acordar que en caso de que los socios renuncien o excluyan el derecho de adquisición o de asunción preferente para dar entrada a nuevos socios, la adquisición o asunción de participaciones de la sociedad quedará condicionada a que los nuevos socios se adhieran previamente al contrato de socios.

Así, lo más habitual será incluir como anexo un modelo de adhesión al contrato de socios.

⁴⁸¹ Si ese fuera el caso, el inversor financiero deberá estar atento a la normativa tanto española como europea en materia de Derecho de la competencia, pudiendo verse obligada a notificar la operación de adquisición a las autoridades de competencia pertinentes.

h) Vigencia.

La vigencia o duración del contrato de socios así como las causas por las que se extinguirá el contrato pueden ser muy variadas dadas las numerosas relaciones jurídicas que en él se configuran.

Esto no obstante, lo más normal es acordar que el contrato seguirá vigente en tanto en cuanto los socios permanezcan en de la sociedad.

Ahora bien, a veces puede ocurrir que los derechos especiales que el contrato otorgue a los socios minoritarios se extingan como consecuencia de que su participación disminuya, encontrándose por debajo de un umbral determinado.

i) Gastos e impuestos.

Se trata de la cláusula en la que se detallan los gastos e impuestos que corresponden a cada parte.

Ahora bien, a este respecto conviene señalar que los *private equities* se muestran muy reticentes a correr con estos gastos, por lo que la mayoría de las veces estos serán de cuenta de la Sociedad *Target* o, inicialmente de *Newco*.

j) Notificaciones.

En todo contrato las partes señalarán sus domicilios a efectos de las notificaciones que tengan su causa en el mismo.

k) Miscelánea.

Siguiendo las prácticas anglosajonas, los contratos de socios incluyen una apartado de miscelánea, en el que se suelen incluir los siguientes pactos:

- (i) Acuerdo íntegro y modificaciones: una cláusula muy frecuente consiste en señalar que el contrato constituye la totalidad del acuerdo alcanzado entre las partes respecto del objeto del mismo, reemplazando y dejando sin efecto lo dispuesto en cualesquiera pactos anteriores entre las partes en relación con la misma materia.

Asimismo, se pactará que cualquier modificación del contrato habrá de realizarse por las partes de mutuo acuerdo y formalizarse por escrito, cumpliendo, como mínimo, con las mismas formalidades con que se ha dotado a la suscripción del mismo.

- (ii) Inexistencia de renuncia: esta cláusula viene a destacar que la falta de ejercicio por una de las partes de cualquier derecho derivado del contrato no se debe interpretar como una renuncia al mismo.
- (iii) Nulidad parcial y pervivencia del contrato: basándose en el principio de conservación de los contratos, las partes pactarán que la invalidez, ilegalidad o inejecutabilidad total o parcial de cualquiera de las cláusulas del contrato no afectará o impedirá la vigencia y validez de aquella parte de la misma que no sea inválida, ilegal o inejecutable o de las restantes que permanecerán con plena validez y eficacia.

Asimismo, se suele pactar que, no obstante lo anterior, la cláusula o cláusulas inválidas o inejecutables serán interpretadas y cumplidas (en la medida posible) de acuerdo con la intención inicial de las partes.

- (iv) Encabezamientos de las cláusulas: se suele incorporar una cláusula en virtud de la cual los encabezamientos de las cláusulas del contrato se incluyen por mera conveniencia, no determinando ni afectando al significado de ninguno de los términos o estipulaciones del mismo.
- (v) Idiomas: como consecuencia de la globalización de los negocios y de las operaciones de fusiones y adquisiciones, no es infrecuente que el contrato de socios sea redactado en varios idiomas.

Si ese fuera el caso, esta cláusula determinará cuál de las versiones del contrato prevalecerá en el supuesto de discrepancia entre ellas.

l) Ley aplicable.

Esta cláusula es la encargada de fijar la legislación por la que el contrato se regirá e interpretará.

m) Resolución de conflictos.

Muy en consonancia con la cláusula anterior, se pacta la cláusula de resolución de conflictos en virtud de la cual las partes convienen que cualquier litigio, discrepancia, cuestión, reclamación o disputa resultante de la ejecución o interpretación del contrato o relacionados con él, directa o indirectamente, será resuelto, bien por los Tribunales de un sitio determinado, bien mediante la institución del arbitraje (ya se elija en equidad o de Derecho).

n) Anexos.

Como hemos visto, los contratos de socios suelen incorporar varios anexos al mismo. Por ello, es muy importante pactar que dichos anexos forman parte del contrato y que, por ende, tienen el mismo valor que este.

CAPÍTULO SEXTO: LOS CONTRATOS CON EL EQUIPO DIRECTIVO.

1. Introducción.

Uno de los factores vitales para el éxito de un LBO consiste en la retención de un equipo directivo motivado y capaz que promueva un eficaz crecimiento y desarrollo del negocio de la Sociedad *Target*⁴⁸².

En efecto, una de las cuestiones que los operadores de *private equity* estudian con más detalle es el equipo directivo de la empresa en la que están estudiando invertir.

Y es que, aunque el patrocinador financiero intervendrá en decisiones estratégicas en relación a la Sociedad *Target* que adquiera, un requisito clave para la consecución del éxito del plan de negocio que se preparará para mejorar a la empresa en cuestión, será que el patrocinador financiero identifique y respalde a un equipo directivo con responsabilidad sobre la ejecución del mismo y la gestión diaria de la Sociedad *Target*.

En este sentido, no se puede olvidar que una operación de esta índole se construye sobre la base de la existencia de un equipo directivo con gran cualificación y prestigio que, generalmente, tomará una participación en *Newco* (o en la Sociedad *Target*), y al que se le va a encargar el cometido de gestionar la inversión con gran eficiencia de tal manera que el inversor de *private equity* pueda desinvertir en los plazos que tiene previstos y consiguiendo las rentabilidades y plusvalías previstas por este al preparar la operación⁴⁸³.

Se ha de tener en cuenta, además, que la vocación temporal de la inversión y el alto nivel de apalancamiento con el que se van a encontrar los directivos va a condicionar la actuación de los mismos, pues van a tener que probar una importante eficiencia en la gestión a fin de poder generar los suficientes flujos

⁴⁸² SIMÓN DEL BURGO, S., *op. cit.*, pág. 77.

⁴⁸³ PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 231.

que permitan amortizar la elevada deuda contraída para financiar la adquisición de la Sociedad *Target*.

En este sentido, siempre es interesante incentivar a los directivos vía fondos propios. En efecto, este es un aspecto importante de las operaciones de adquisición apalancada ya que con ello se pretende asegurar la participación e implicación del equipo directivo, tanto en los riesgos como en las recompensas de la operación, motivándoles a crear valor para sí mismos y para los patrocinadores financieros.

Así, el patrocinador financiero podrá conservar el equipo directivo existente en la Sociedad *Target* o sustituirlo en parte o en su totalidad. Es más, si los convierte en sus propios socios obligándoles a co-invertir nos encontraremos ante las siguientes modalidades de LBO que ya hemos mencionado en alguna otra ocasión⁴⁸⁴:

- (i) MBO o *management buyout*: en este caso la adquisición de la Sociedad *Target* la llevan a cabo los directivos de la propia Sociedad *Target*, bien solos o bien apoyados por parte de uno o varios patrocinadores financieros.

Las ventajas principales son:

- a) Se aprovecha la oportunidad de adquirir el negocio a un precio más favorable que para otros inversores.
 - b) Los directivos de la propia compañía son los que tienen un mayor conocimiento de la empresa.
- (ii) MBI o *management buy in*: aquí la adquisición de la Sociedad *Target* la ejecuta un equipo profesional externo a la Sociedad *Target*, normalmente seleccionado por parte del operador de *private equity*.

Estos supuestos suelen darse cuando los prestamistas no quieren apoyar financieramente a los directivos de empresas pobremente

⁴⁸⁴ SERRANO ACITORES, A., "Las compraventas apalancadas...", *op. cit.*, págs. 31 a 62.

dirigidas y que deseen adquirirlas, al suponer que fracasarán en su intento de mejorar la gestión de las mismas. Preferirán pues, a un nuevo equipo directivo, conocido por las entidades financieras que soportan la operación.

- (iii) BIMBO o *buy in management buyout*: en este supuesto protagonizan la compra de la Sociedad *Target* tanto directivos de la Sociedad *Target* como profesionales ajenos a la misma.

Vistas las diferentes modalidades, lo cierto es que, en general, los patrocinadores financieros no suelen imponer cambios en el equipo directivo. Cuando la Sociedad *Target* está poco profesionalizada, o es una empresa de corte familiar donde el peso está muy centralizado, pueden pedir la entrada en el equipo directivo de una persona para el departamento financiero o incluso para dirección general, a fin de profesionalizar la gestión.

En efecto, la mayoría de las veces, los *private equities* no quieren entrar en la gestión de la empresa ni hacer cambios en el equipo directivo. Esto tiene su lógica, pues si el equipo directivo existente no les satisface, probablemente les resulte más rentable no materializar la inversión que reestructurar todo el equipo directivo.

Por el contrario, los patrocinadores financieros sí querrán tener representación en el órgano de administración (generalmente, articulado como consejo de administración). Así, los consejeros que les representarán habitualmente serán los propios directivos del *private equity*⁴⁸⁵, acompañados, en algunas ocasiones de consejeros independientes que puedan aportar sus conocimientos o contactos en el sector⁴⁸⁶.

⁴⁸⁵ De hecho, algunas casas de *private equity* tienen ya preparado un grupo de profesionales que colocan recurrentemente en las compañías en las que invierten. Este grupo suele estar conformado por personas de cierta edad, con gran experiencia en el mundo empresarial y, sobre todo, con un gran sentido común y de la responsabilidad que permiten no solo implementar con mayor eficiencia el plan de negocio sino también generar confianza y proporcionar solidez al proyecto.

⁴⁸⁶ SIMÓN DEL BURGO, S., *op. cit.*, págs. 41 a 43.

Sea como fuere la estructura de equipo directivo que finalmente se configurase, una cuestión clave al respecto es la de regular contractualmente la relación jurídica a establecer entre la sociedad y sus directivos.

Así, en el presente capítulo, se estudiarán las distintas maneras de reglamentar los contratos con los directivos que van a encargarse de gestionar la Sociedad *Target*. De este modo, se analizarán a continuación, entre otras, las siguientes cuestiones:

- (i) El tipo de contrato y su encuadre: así, deberá determinarse en primer lugar, si se trata de una relación mercantil (de arrendamiento de servicios) o de una relación laboral y, en este último caso, distinguir si se trata de un trabajador ordinario o de una relación especial de alta dirección.
- (ii) Los objetivos a conseguir por parte de los directivos.
- (iii) La delimitación de sus funciones y sus facultades: normalmente se articulará a través de los correspondientes apoderamientos que les otorgue la sociedad. En ellos se fijarán límites a sus actuaciones tanto cuantitativos (hasta un determinado importe) como cualitativos (por ejemplo, mediante la fijación de un *numerus clausus* de facultades, u obligando a los directivos a actuar mancomunadamente con otros).
- (iv) La retribución de los mismos, siendo frecuente distinguir una parte fija y otra variable. La parte variable se devengará siempre y cuando se cumplan los objetivos fijados y lo más común será articularla a través de un sistema de bonus, combinado, en ocasiones con otros incentivos como los *equity ratchets*.
- (v) Pactos de especial relevancia como los de permanencia y no competencia.

Finalmente, conviene señalar que debido a la doble condición de socios y directivos que ostentarán en la mayoría de los casos, la regulación de su relación con la sociedad se verá en ocasiones duplicada. En efecto, lo más probable es que muchos de sus derechos y obligaciones (por ejemplo, los pactos de no competencia) se reflejen paralelamente y se entrelacen en el

contrato de socios y en el contrato de prestación de servicios que firmen con la sociedad. Ahora bien, y a fin de evitar confusiones, se habrá de tener siempre en cuenta que, aunque algunos de esos pactos puedan ser coincidentes, cada contrato tiene su propia razón de ser y sus propios objetivos, pues es claro que el directivo firmará el pacto parasocial en tanto que socio de la sociedad y el contrato de prestación de servicios (laboral o mercantil) en tanto que miembro del equipo directivo que va a llevar el timón y el día a día de la empresa.

2. Tipos de relaciones contractuales que pueden configurarse.

Dejando a un lado aquellos pactos que, por estar más estrechamente vinculados con la condición de socios de los directivos, se encuadran en los acuerdos parasociales de los socios y que ya hemos visto en el capítulo anterior, lo más frecuente es que cada uno de los miembros del equipo directivo firme bien con la Sociedad *Target*, bien con *Newco*, un contrato que regule su relación en tanto que prestador de servicios a favor de la sociedad en cuestión.

Ahora bien, se ha de tener presente que, de entre todos los directivos, habitualmente uno de ellos se erigirá en el máximo responsable de la gestión de la empresa (y, en consecuencia, en la cabeza de todo el equipo directivo) actuando bien como administrador (generalmente, como consejero delegado) bien como alto directivo (generalmente, como director general).

En este sentido, dentro de la genérica denominación de directivos o de personal directivo, podemos distinguir tres categorías diferenciadas, a saber:

- (i) Los directivos de régimen laboral común.
- (ii) Los altos directivos con un régimen laboral especial.
- (iii) El personal “supra dirección”, constituido por los miembros de órganos de administración de sociedades y cuya relación es puramente mercantil.

Como se puede comprender fácilmente, las consecuencias prácticas de una u otra ubicación son importantes, afectando entre otros aspectos a la estabilidad

en el empleo, el régimen de Seguridad Social, el orden jurisdiccional competente en caso de conflicto o la consolidación de derechos profesionales⁴⁸⁷.

A continuación, se van a estudiar los caracteres básicos de cada una de estas modalidades, si bien anticipamos que lo más habitual en un LBO es encuadrar al personal directivo bien en una relación de alta dirección o bien en el seno del órgano de administración de la sociedad.

2.1. Los directivos de régimen laboral común.

Aunque no es nada frecuente y por ello no vamos a profundizar excesivamente en ella, la primera posibilidad que tiene el empresario a la hora de configurar la relación con sus directivos es a través de una relación laboral común u ordinaria sujeta íntegramente a la normativa del Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores (en adelante, el “**ET**”).

Así, nos encontraríamos ante un contrato laboral ordinario, que puede definirse, con MOLERO MANGLANO como aquel contrato *“que tiene por objeto la libre prestación de servicios personales en régimen de ajeneidad y dependencia, y que son retribuidos por ello bajo el sistema salarial”*⁴⁸⁸.

En este mismo sentido se manifiesta el ET al señalar en su art. 1.1 que *“la presente Ley será de aplicación a los trabajadores que voluntariamente presten sus servicios retribuidos por cuenta ajena y dentro del ámbito de organización y dirección de otra persona, física o jurídica, denominada empleador o empresario”*.

Ahora bien, al hablar de personal directivo de régimen laboral común, se ha de tener en cuenta que se trata de una categoría constituida por trabajadores, altamente cualificados, con mando en la empresa, con facultades decisorias en el concreto ámbito de actividad empresarial que se les encomienda, pero que

⁴⁸⁷ MOLERO MANGLANO, C., *Manual de Derecho del Trabajo*, McGraw Hill, Madrid, 2000, pág. 330.

⁴⁸⁸ MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, pág. 23.

no ostentan poderes inherentes a la titularidad de la empresa y que afecten a los objetivos generales de la misma.

Es más, como ha reiterado en numerosas ocasiones la jurisprudencia (Sentencia del Tribunal Supremo de 15 de octubre de 1986 y Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de noviembre de 1989), el alto cargo es la excepción a la regla general del trabajador común y, por tanto, su calificación como tal ha de ser interpretada restrictivamente existiendo una presunción *iuris tantum* a favor del trabajador común u ordinario, aunque tenga el carácter de ejecutivo cualificado⁴⁸⁹.

2.2. El personal de alta dirección.

A. Concepto.

La segunda posibilidad que existe para configurar la relación con los directivos es la laboral especial de alta dirección, cuyo régimen jurídico encontramos en el Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección (en adelante el “RDAD”).

En este caso, y tal y como reconoce el art. 2.1.a) del ET nos encontramos ante una relación enmarcada dentro del ámbito laboral pero con un régimen especial que, como ahora veremos, difiere en muchos campos de la relación laboral común.

De acuerdo con el art. 1.2 del RDAD es alto directivo aquel que reúne las siguientes cualidades:

- (i) El alto directivo es aquella persona que ejercita poderes inherentes a la titularidad jurídica de la empresa y relativos a los objetivos generales de la misma.

⁴⁸⁹ VV.AA., *Memento Práctico Francis Lefebvre. Social*, Ediciones Francis Lefebvre, Madrid, 2012, pág. 77.

Así, el ejercicio de estos poderes deben afectar *de facto* a decisiones fundamentales para la empresa, no siendo relevante si existe o no un apoderamiento formal para ejercitar dichos poderes.

Asimismo, que los poderes que ejercite sean relativos a los objetivos generales quiere decir que los mismos se refieren a áreas funcionales estratégicas o aspectos claves de la sociedad.

- (ii) El alto directivo actúa con autonomía y responsabilidad, solo limitado por los órganos superiores de gobierno y administración de la entidad, es decir, depende directamente del órgano de administración.

Como se ve, el alto directivo constituye una figura intermedia a caballo entre el trabajador ordinario y el empresario. De ahí que muchos lo hayan considerado un verdadero *alter ego* del empresario.

De hecho, es una relación basada en la confianza entre el empresario y el alto directivo. En efecto, de acuerdo con el art. 2 del RDAD *“la relación laboral especial del personal de alta dirección se basa en la recíproca confianza de las partes, las cuales acomodarán el ejercicio de sus derechos y obligaciones a las exigencias de la buena fe”*.

B. Caracteres.

Las características más destacables del contrato de alta dirección son las siguientes:

- (i) Forma (art. 4.1 del RDAD): el contrato se formalizará por escrito, en ejemplar duplicado, uno para cada parte contratante.

Ahora bien, es posible que sin haberse formalizado por escrito, también exista una relación de alta dirección. En efecto, en ausencia de pacto escrito, se entenderá que el empleado es personal de alta dirección cuando la prestación profesional se corresponda con la definición que el propio RDAD establece en su art. 1.2 y que hemos visto hace unos momentos.

- (ii) Contenido mínimo (art. 4.2 del RDAD): el contrato de alta dirección deberá contener como mínimo:
 - a) La identificación de las partes.
 - b) El objeto del contrato.
 - c) La retribución convenida, con especificación de sus distintas partidas, en metálico o especie.
 - d) La duración del contrato.
 - e) Las demás cláusulas que se exigen en el RDAD.
- (iii) Salario: lo más habitual es que incluya una parte fija y una variable o bonus que se fijará en función de que se cumplan los objetivos marcados por el órgano de administración de la sociedad.
- (iv) Periodo de prueba (art. 5 del RDAD): en el contrato especial de trabajo de personal de alta dirección podrá concertarse un periodo de prueba que en ningún caso podrá exceder de nueve meses, si su duración es indefinida.

Transcurrido el periodo de prueba sin que se haya producido desistimiento, el contrato producirá plenos efectos, computándose el tiempo de los servicios prestados en la antigüedad del trabajador de alta dirección de la empresa.
- (v) Duración (art. 6 del RDAD): el contrato tendrá la duración que las partes acuerden, es decir, puede ser indefinido o temporal. Ahora bien, a falta de pacto escrito se presume celebrado por tiempo indefinido.
- (vi) Tiempo de trabajo (art. 7 del RDAD): el tiempo de trabajo en cuanto a jornada, horarios, fiestas y permisos, así como para vacaciones, será el fijado en las cláusulas del contrato, en cuanto no configuren prestaciones a cargo del empleado que excedan notoriamente de las que sean usuales en el ámbito profesional correspondiente.

(vii) Pacto de no concurrencia y de permanencia en la empresa (art. 8 del RDAD): los veremos en detalle al finalizar el capítulo debido a su especial trascendencia.

(viii) Promoción interna: debemos de distinguir dos supuestos, a saber:

a) Promoción de relación laboral ordinaria a relación laboral especial de alta dirección (art. 9 del RDAD): en estos casos, deberá formalizarse el contrato por escrito.

En el mismo se especificará si la nueva relación especial sustituye a la común anterior, o si esta última se suspende. Caso de no existir en el contrato especificación expresa al respecto se entenderá que la relación laboral común queda suspendida. Si se optase por la sustitución de la relación laboral común por la especial, tal novación solo producirá efectos una vez transcurridos dos años desde el correspondiente acuerdo novatorio.

En caso de simple suspensión de la relación laboral común anterior, al extinguirse la relación laboral especial, el trabajador tendrá la opción de reanudar la relación laboral de origen, sin perjuicio de las indemnizaciones a que pueda tener derecho a resultas de dicha extinción. Ahora bien, se exceptúa de esta regla el supuesto de la extinción del contrato especial de alta dirección por despido disciplinario declarado procedente.

b) Promoción de relación laboral especial de alta dirección a miembro de órgano de administración de la sociedad: en este caso, el cese posterior del vínculo societario no supone la reanudación de la anterior relación de alta dirección, salvo que esté previsto en norma colectiva o pacto individual (Sentencia del Tribunal Supremo de 9 de diciembre de 2009 y Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 2011).

C. Extinción del contrato.

El contrato de alta dirección puede extinguirse por las siguientes causas:

(i) Por voluntad del alto directivo (art. 10 del RDAD): de este modo, el alto directivo podrá finalizar la relación de las siguientes maneras:

a) Sin alegación de causa: en este caso deberá mediar un previo aviso mínimo de tres meses.

No obstante dicho periodo podrá ser de hasta seis meses, si así se establece por escrito en los contratos celebrados por tiempo indefinido o de duración superior a cinco años.

Por su parte, el empresario tendrá derecho, en caso de incumplimiento total o parcial del deber de preaviso, a una indemnización equivalente a los salarios correspondientes a la duración del periodo incumplido.

b) Con alegación de causa justificada: el alto directivo podrá extinguir el contrato especial de trabajo con derecho a las indemnizaciones pactadas, y, en su defecto, a las fijadas en el RDAD, para el caso de extinción por desistimiento del empresario, fundándose en las causas siguientes:

- Las modificaciones sustanciales en las condiciones de trabajo que redunden notoriamente en perjuicio de su formación profesional, en menoscabo de su dignidad, o sean decididas con grave transgresión de la buena fe, por parte del empresario.
- La falta de pago o retraso continuado en el abono del salario pactado.
- Cualquier otro incumplimiento grave de sus obligaciones contractuales por parte del empresario, salvo los presupuestos de fuerza mayor, en las que no procederá el abono de las indemnizaciones ya indicadas.

En este sentido, se ha de tener en cuenta que no será preciso que el alto directivo respete el preaviso en el supuesto de incumplimiento contractual grave del empresario

- La sucesión de empresa o cambio importante en la titularidad de la misma, que tenga por efecto una renovación de sus órganos rectores o en el contenido y planteamiento de su actividad principal, siempre que la extinción se produzca dentro de los tres meses siguientes a la producción de tales cambios.
- (ii) Por voluntad del empresario (art. 11 del RDAD): así, se puede extinguir por las siguientes causas:

- a) Por desistimiento del empresario: el contrato de trabajo podrá extinguirse por desistimiento del empresario, comunicado por escrito, debiendo mediar un preaviso mínimo de tres meses o de seis meses, si así se establece por escrito en los contratos celebrados por tiempo indefinido o de duración superior a cinco años.

Como ha señalado la doctrina, el desistimiento del empresario constituye una de las particularidades más relevantes del contrato de alta dirección. Y es que el desistimiento no es otra cosa que la manifestación de voluntad del empleador por la que inequívocamente expresa su decisión de extinguir el contrato que le vinculaba con el alto directivo, sin invocar al respecto causa jurídica alguna relevante⁴⁹⁰.

- b) Por despido disciplinario: de este modo, el contrato podrá extinguirse por decisión del empresario mediante despido basado en el incumplimiento grave y culpable del alto directivo, en la forma y con los efectos establecidos en el artículo 55 del ET.

Como vemos, la casuística puede ser muy variada, no siendo lo mismo enfrentarse a un supuesto o a otro desde el punto de vista indemnizatorio.

En efecto, en el caso de que se extinga el contrato de alta dirección, el alto directivo tendrá derecho a las siguientes indemnizaciones:

⁴⁹⁰ MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, pág. 336.

(i) Si no se ha pactado nada en el contrato tenemos que distinguir los siguientes supuestos:

a) Indemnización por desistimiento preavisado del empresario: la indemnización consistirá en siete días del salario en metálico por año de servicio con el límite de seis mensualidades.

b) Indemnización por desistimiento del empresario sin preaviso: la indemnización consistirá en siete días del salario en metálico por año de servicio con el límite de seis mensualidades, más una indemnización equivalente a los salarios correspondientes a la duración del periodo incumplido.

c) Indemnización por despido improcedente o nulo: la indemnización consistirá en veinte días de salario en metálico por año de servicio y hasta un máximo de doce mensualidades.

Ahora bien, también es cierto que cuando el despido sea declarado improcedente o nulo, el empresario y el alto directivo acordarán si se produce la readmisión o el abono de las indemnizaciones económicas previstas.

d) Indemnización por resolución del trabajador mediando justa causa: la indemnización en este caso también consistirá en siete días del salario en metálico por año de servicio con el límite de seis mensualidades.

e) Indemnizaciones por extinción de la relación laboral especial en el caso de que subyaciera una relación laboral común anterior: según se tratase de una extinción por desistimiento o despido improcedente o nulo, se aplicarán las indemnizaciones antes indicadas por el periodo de tiempo como alto cargo y una segunda indemnización basada en 45 días de salario (o 33 días según la reciente reforma laboral aprobada por el Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral) por el tiempo prestado como trabajador común.

- (ii) Si se hubieran pactado indemnizaciones en el contrato de alta dirección: en este caso, se deberá respetar lo que las partes hubieran acordado. A este respecto, lo cierto es que teniendo en cuenta el régimen extintivo que se acaba de exponer, no es de extrañar el auge que han experimentado en estos contratos las cláusulas de blindaje, que aseguran al alto directivo una compensación económica, destinada a mejorar los importes previstos normativamente para los supuestos de extinción.

En efecto, son diversas las fórmulas que pueden utilizarse para blindar el contrato, desde fijar indemnizaciones superiores a las previstas legalmente (que será lo más frecuente), hasta el reconocimiento de una antigüedad superior al alto directivo o a la previsión de pensiones complementarias a favor del mismo.

En cualquier caso, no debemos olvidar que son múltiples los problemas de interpretación que estos pactos plantean, desde la determinación de cuáles sean los supuestos extintivos a cubrir por los mismos, hasta la delimitación del importe exacto de la indemnización que prevén o el periodo de exigibilidad de los compromisos que se contienen en los mismos. Ello ha originado una copiosa jurisprudencia que tiene por finalidad resolver los supuestos más controvertidos⁴⁹¹.

- (iii) Por otras causas (art. 12 del RDAD): así, además de por las causas anteriores, esta relación laboral especial podrá extinguirse por las causas y mediante los procedimientos previstos en el ET.

D. La dualidad alto directivo/miembro del órgano de administración: la teoría del vínculo.

Es frecuente encontrar situaciones en las que el trabajador que ejerce funciones de alta dirección también ostenta un cargo en el órgano de administración de la empresa.

⁴⁹¹ MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, págs. 336 y 337.

Esta situación es lo que se conoce como “doble vínculo” dado que la persona tiene un vínculo laboral y un vínculo mercantil con la empresa.

Ante esta situación, la jurisprudencia ha desarrollado la teoría del doble vínculo según la cual, entre la condición mercantil derivada de la integración orgánica y la relación laboral de alta dirección, ha de prevalecer la primera. Ello tiene como consecuencia principal el hecho de que la jurisdicción competente para conocer los litigios entre empresa y alto directivo sea la jurisdicción civil o, en su caso, la jurisdicción mercantil en los partidos judiciales en los que haya.

En efecto, el Tribunal Supremo en numerosas sentencias (Sentencia del Tribunal Supremo de 27 de enero de 1992 y Sentencia del Tribunal Supremo de 20 de noviembre de 2002, entre otras) ha venido a confirmar esta idea. Así, resulta bastante reveladora la Sentencia del Tribunal Supremo de 21 de abril de 2005 que señala claramente lo siguiente: *“la existencia de relación laboral de carácter especial no viene determinada por el hecho de las funciones desempeñadas, sino por la naturaleza del vínculo que lo une con la sociedad, de tal manera que la relación será ajena al ámbito del Derecho del trabajo en todos aquellos supuestos en que el desempeño de las tareas responda a ostentar la condición de administrador o consejero delegado del consejo de administración, en tanto será laboral cuando la actividad venga desempeñada por un tercero, y ello porque en el supuesto de ostentar la condición de administrador de la sociedad, la relación entre este y la sociedad es de carácter interno (Sentencias de 29 de septiembre de 1988 y 13 de mayo de 1991). No existe contrato de trabajo por la mera actividad de un consejero. Hace falta <<algo más>>”*.

Es más, la reciente Sentencia del Tribunal Supremo de 24 de mayo de 2011 recalca las anteriores ideas al indicar que *“en supuestos de desempeño simultáneo de actividades propias del consejo de administración de la sociedad, y de alta dirección o gerencia de la empresa, lo que determina la calificación de la relación como mercantil o laboral, no es el contenido de las funciones que se realizan sino la naturaleza de vínculo, [de ahí que en el caso presente, sea irrelevante que la amplitud de los poderes sea distinta en el caso de la sentencia recurrida y en el de la referencial, al haber actuado ambos*

demandantes en función del vínculo que como miembros de consejo de administración les unía con las empresas demandadas]; por lo que si existe una relación de integración orgánica, en el campo de la administración social, cuyas facultades se ejercitan directamente o mediante delegación interna, la relación no es laboral, sino mercantil, lo que conlleva a que, como regla general, solo en los casos de relaciones de trabajo, en régimen de dependencia, pero no calificables de alta dirección sino como comunes, cabría admitir el desempeño simultáneo de cargos de administración de la sociedad y de una relación de carácter laboral”.

2.3. Los miembros de órganos de administración de sociedades.

La tercera posibilidad que existe para configurar la relación con los directivos es nombrarles administradores de la compañía. De hecho, esta fórmula se aplica generalmente con el directivo que va a actuar como máximo responsable de todo el equipo directivo de la sociedad.

En este caso, el directivo suscribe un contrato que regula su relación como administrador de la sociedad en el que se regularán aspectos muy similares a los que se incluirían en un contrato laboral especial de alta dirección, si bien encuadrado en la regulación mercantil⁴⁹², especialmente en los arts. 209 y siguientes de la LSC que regulan la administración de las sociedades de capital, debiendo prestarse especial atención a dos cuestiones bastante significativas:

- (i) La retribución de los administradores: en efecto, en el caso de que el cargo de administrador esté retribuido, el sistema de retribución deberá figurar en los estatutos sociales (art. 217 de la LSC).
- (ii) La responsabilidad de los administradores: los directivos nombrados administradores actuarán con la mayor diligencia, serán leales a la sociedad, protegiendo siempre el interés social y no compitiendo con la sociedad ni aprovechando oportunidades de negocio conocidas por razón de su cargo pues, de lo contrario, entrará en juego el duro sistema

⁴⁹² PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., *op. cit.*, pág. 236.

de responsabilidad de administradores contenido en los arts. 236 y siguientes de la LSC en virtud del cual los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales, del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo.

Como vemos, en estos casos se excluye al directivo del ámbito de aplicación de la legislación laboral, todo ello sobre la base del art. 1.3.c) del ET en cuya virtud no se aplicará la normativa laboral a *“la actividad que se limite, pura y simplemente, al mero desempeño del cargo de consejero o miembro de los órganos de administración en las empresas que revistan la forma jurídica de sociedad y siempre que su actividad en la empresa solo comporte la realización de cometidos inherentes a tal cargo”*.

El fundamento de la exclusión reside en la ausencia de la nota de ajeneidad característica del contrato de trabajo. Teniendo en cuenta que la única forma de manifestarse la persona jurídica en el tráfico es a través de sus órganos y, más en concreto, de las personas físicas que integran dichos órganos, debe entenderse que todo lo realizado por estos ha sido realizado por aquella. No puede apreciarse, en consecuencia, una oposición de voluntades, y al no haber dualidad de partes desaparece la ajeneidad propia de la relación laboral; entendiéndose, en consecuencia, que el administrador mantiene una vinculación mercantil con la empresa⁴⁹³.

Y es que se trata, en definitiva, de administradores cuya actividad se centra en la gestión y representación de la sociedad tanto en juicio como fuera de él, asistiendo a las reuniones del consejo, firmando actas, aprobando cuentas, memorias, proyectos, es decir, realizan todas aquellas tareas que competen al órgano en cuanto titular jurídico de la empresa.

⁴⁹³ MOLERO MANGLANO, C., *op. cit.*, pág. 53.

2.4. Prestaciones accesorias.

Finalmente, se ha de destacar que, en numerosas ocasiones, los miembros del equipo directivo también son accionistas o socios de la sociedad. Por ello, no es infrecuente que debido a su especial condición de socios y a través de la figura de las prestaciones accesorias regulada en los arts. 86 y siguientes de la LSC, se les exija prestar determinados servicios adicionales a favor de la sociedad.

De este modo, las prestaciones accesorias remuneradas son utilizadas en la práctica como mecanismo complementario al contrato (ya sea laboral – ordinario o de alta dirección- o mercantil) para articular la relación entre el directivo y la sociedad.

3. Pactos de especial relevancia.

3.1. Planteamiento.

Al ser el equipo directivo un elemento esencial para que el LBO se complete con éxito, el inversor de *private equity* ha de implementar aquellas medidas jurídicas tendentes a conseguir un doble objetivo, a saber: por un lado, ha de ser capaz de proteger y salvaguardar a los directivos de situaciones no deseadas y, por otro, ha de ser capaz de obtener el máximo jugo de ese capital humano tan valioso que tiene en sus manos a través de los adecuados incentivos económicos.

3.2. Aportación de industria.

La principal obligación del directivo va a ser la de prestar sus servicios, su trabajo, su experiencia y su buen hacer a la sociedad que le contrata.

Esta circunstancia de verse obligados a aportar industria, unida al hecho de que generalmente tendrán una participación en el capital de la sociedad, ha llevado a algunos a compararlos con los socios colectivos de una sociedad comanditaria.

3.3. Aportación económica.

A fin de involucrar al máximo a los directivos en el proyecto, el patrocinador financiero va a exigirles, además de su trabajo o industria, que arriesguen parte de su patrimonio personal participando en el capital de la Sociedad *Target* (o en su caso, en el capital de *Newco*). De esta manera, se persigue que no sean unos meros empleados, sino que se conviertan en auténticos accionistas o socios directivos que van a compartir con el *private equity* el riesgo y ventura de la operación.

Ahora bien, es cierto que, si bien en términos absolutos la participación que puedan tener los directivos en el capital social no será elevada, desde el punto de vista relativo del directivo puede suponer un montante al que no puedan hacer frente.

Por ello, y a fin de que puedan entrar en el capital de la sociedad sin ver asfixiada su capacidad financiera, se suele incentivar a los directivos bien en el contrato de socios, bien en su contrato de prestación de servicios con la sociedad, con fórmulas de suscripción de acciones o asunción de participaciones conocidas como *sweet equity* o capital con un *envy ratio*, esto es, que los directivos adquieren su participación en el capital de *Newco* (o según los casos, de la Sociedad *Target*) en condiciones más favorables (generalmente, a menor precio) que el operador de *private equity*⁴⁹⁴.

3.4. Condiciones de trabajo.

En el contrato que se firme con el directivo se fijarán las condiciones más relevantes de su prestación de servicios.

Así, algunas de las cuestiones que se suelen pactar son las siguientes:

- (i) La jornada y el horario de trabajo: debido a la relevancia de su cargo, se buscará la mayor disponibilidad posible, no estando sujetos ni a los

⁴⁹⁴ En efecto, mientras que los patrocinadores financieros participan en la inversión adquiriendo o suscribiendo/asumiendo acciones/participaciones con prima de emisión/asunción, los directivos lo hacen por su valor nominal o con una prima menor.

límites ni a la distribución de la jornada de trabajo establecidos en la legislación laboral común española.

- (ii) Las fiestas y vacaciones: dentro de la flexibilidad convenida en cuanto a jornada y horario, lo habitual es que el directivo disfrute de las fiestas oficiales del calendario laboral, sin perjuicio de que, por circunstancias excepcionales y esporádicas, estas puedan resultar laborables debido a viajes, desplazamientos o reuniones de trabajo.

Por lo que se refiere a las vacaciones anuales del directivo, se pactará un número de días de vacaciones, ajustándose en lo posible al calendario de vacaciones anuales de la sociedad. Sin embargo, dichas vacaciones podrán ser disfrutadas en fechas diferentes o bajo otras condiciones, acomodando los intereses de la sociedad con los del directivo.

- (iii) La movilidad del directivo: en principio, el directivo prestará sus servicios con carácter habitual en las oficinas centrales de la sociedad. No obstante, el directivo aceptará expresamente el compromiso de realizar cuantos viajes y desplazamientos fueran necesarios, o cuando así lo requiera la sociedad, tanto dentro como fuera de España.
- (iv) La retribución: la trataremos en el siguiente epígrafe.
- (v) Las indemnizaciones en caso de extinción del contrato prestación de servicios: si nos encontramos ante una relación laboral ordinaria, tendremos que estar a lo que dispone el ET al respecto; si nos encontramos ante una relación laboral especial de alta dirección, tendremos que estar, tal y como ya hemos visto, bien a lo pactado por las partes (cláusulas de blindaje) bien a las indemnizaciones fijadas por el RDAD; finalmente, si nos encontramos ante una relación mercantil, por tratarse de un miembro del órgano de administración, se deberá estar a las indemnizaciones o blindajes que se hayan pactado en el contrato de arrendamiento de servicios firmado entre el administrador y la sociedad.

3.5. El sistema de retribución⁴⁹⁵.

A fin de poder cumplir con las previsiones de un plan de negocio (que seguro será muy exigente por el alto apalancamiento al que se verá sometida la Sociedad *Target*) es necesario incentivar adecuadamente al equipo directivo mediante un potente sistema de retribución.

En efecto, no se debe de olvidar en ningún momento que los directivos van a estar sometidos a una gran presión por un doble motivo: en primer, lugar porque han sido contratados para cumplir con unos objetivos muy complejos y concretos; y en segundo lugar, porque habrán invertido parte de su patrimonio personal en adquirir una participación en la sociedad que van a gestionar.

Así, la retribución incluirá una parte fija y una variable o bonus que se fijará en función de que se cumplan los objetivos marcados por el órgano de administración de la sociedad.

Será, sin duda, en la parte variable en donde habrá que hacer más énfasis, implementando un plan de incentivos para administradores y directivos (*share schemes*) adecuado.

De este modo, y siguiendo a AREITIO BASAGOITI, los *share schemes* consisten por lo general en vincular la retribución del directivo con el resultado global de la empresa, su valor económico, con los volúmenes de beneficio o con la cotización bursátil, a fin de incentivar el trabajo y la productividad, fidelizar al equipo directivo en un mercado cada vez más competitivo en relación con la contratación de los directivos y empleados clave, alineando los intereses del trabajo y del capital, al ordenar la productividad a la creación de valor para los accionistas e impedir que los recursos de la sociedad se destinen a fines que no redunden en beneficio de los accionistas⁴⁹⁶.

⁴⁹⁵ “Management buyouts: risks and rewards for management”, *Practical Law Company*, págs. 1 a 18. www.practicallaw.com/8-201-3129

⁴⁹⁶ AREITIO BASAGOITI, A., “Régimen laboral/Planes de opciones sobre acciones”, en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010, págs. 1.000 y siguientes.

Lo cierto es que en sede de LBOs estos planes de incentivos se instrumentalizan habitualmente a través de la adquisición de acciones o participaciones de *Newco* (o, en algunos casos, directamente de la Sociedad *Target*) a un descuento o precio simbólico (*sweet equity*). Esto se implementa a través de los *equity ratchets* que consisten en una entrega inicial (al cierre de la transacción) de acciones o participaciones de la sociedad junto con un compromiso de nuevas y sucesivas entregas siempre y cuando se alcancen determinadas rentabilidades por parte de la Sociedad *Target*⁴⁹⁷. En estos supuestos, el incentivo de los directivos consiste en maximizar el valor de la Sociedad *Target* de manera que en el momento de la desinversión por parte del *private equity*, los directivos puedan percibir su parte alícuota del beneficio de la venta.

Sin embargo, en la actualidad existe una multiplicidad de fórmulas adicionales para incentivar a los directivos y alinear sus intereses con los de los patrocinadores financieros. De entre las mismas, podemos destacar las siguientes⁴⁹⁸:

- (i) Los *phantom share schemes* o *phantom stock options*: también conocidas como *shadow options*, se trata de opciones virtuales en las que se recibe en metálico una cuantía equivalente o referenciada al menos a la plusvalía o al valor futuro que vayan a tener las acciones de la compañía, del grupo o de otra compañía del grupo en bolsa, si se trata de sociedades cotizadas, o a un valor de mercado fijado para la empresa a modo de cambio teórico, si se trata de sociedades no cotizadas.
- (ii) Los *employees stock options plans* que son los clásicos planes de opciones sobre acciones a favor de los empleados que les permiten adquirir a título oneroso o recibir a título gratuito acciones a un precio inferior al de mercado, siempre y cuando cumplan con ciertos objetivos y hayan permanecido en la empresa durante al menos un periodo de tiempo prefijado.

⁴⁹⁷ SIMÓN DEL BURGO, S., *op. cit.*, págs. 77 y 78.

⁴⁹⁸ AREITIO BASAGOITI, A., *op. cit.*, págs. 1.003 y 1.004.

- (iii) Los planes de participación en beneficios: en ellos, a diferencia de los planes de opciones sobre acciones, los beneficios se pagan a los directivos en metálico.
- (iv) Los *share saving schemes*: se trata de planes que solo otorgan acciones a los directivos y empleados que se hayan adherido a un plan de ahorro que se materializará en acciones de la sociedad.
- (v) Los *free share plans*: en virtud de los mismos se asignan las acciones o participaciones gratuitamente a los empleados y directivos si cumplen con determinados objetivos o condiciones. En definitiva, no es otra cosa que una modalidad de *equity ratchet*.
- (vi) Las *performance shares*: se trata de otra modalidad de *equity ratchet*, en tanto en cuanto vinculan la remuneración de los directivos y empleados a cuestiones internas y a la consecución de determinadas metas previamente fijadas por la sociedad.
- (vii) Los préstamos o créditos blandos (es decir, con tipos de interés reducidos) para financiar la venta de acciones de la sociedad a los directivos. A este respecto, habrá que tener mucho cuidado, al menos en sede de sociedades de responsabilidad limitada, con no infringir la prohibición de asistencia financiera.

Finalmente, y a fin de optar por un sistema de incentivos u otro, se habrá de llevar a cabo previamente un detallado estudio del impacto que dichos sistemas puedan tener en la fiscalidad de los directivos.

3.6. Otros beneficios sociales.

Como un complemento a la retribución, también es bastante frecuente pactar con los directivos otra serie de beneficios sociales como pueden ser los siguientes:

- (i) Un seguro médico con alguna aseguradora de primer nivel que cubra al directivo, su mujer o marido y sus hijos.

- (ii) Una tarjeta de crédito de empresa.
- (iii) Un vehículo de empresa soportando la sociedad tanto la cuota de *renting* como el ingreso a cuenta del IRPF.
- (iv) Un plan de pensiones ascendiendo la aportación empresarial a un porcentaje prefijado de la retribución fija del directivo⁴⁹⁹.

3.7. Confidencialidad.

El directivo se comprometerá a no usar ni a divulgar a ninguna persona, salvo en el adecuado desarrollo de sus obligaciones, cualesquiera secretos comerciales de la sociedad, ni información confidencial de la misma. Esta restricción seguirá vigente a la terminación de la relación de prestación de servicios del directivo, excepto cuando se trate de secretos comerciales o información confidencial que sean de carácter público, a no ser que lo hayan sido a través de divulgación no autorizada por parte del directivo, todo ello sin perjuicio de las obligaciones establecidas en la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal.

El directivo realizará todos los esfuerzos necesarios para evitar el uso no autorizado y la divulgación de la citada información.

A estos efectos, se entenderán como secretos comerciales e información confidencial, si bien no se limitarán a los mismos, los acuerdos comerciales y cualquier otra información, datos, dibujos, experiencia y *know-how* relativo al negocio, *marketing* o promoción de este y cualquier otra información concerniente a asuntos confidenciales de la sociedad.

Por otra parte, en el curso de la relación contractual es probable que el directivo adquiriera conocimientos sobre secretos industriales e información confidencial de o relativa a compañías vinculadas a la sociedad. Pues bien,

⁴⁹⁹ Como sabemos, un plan de pensiones es un producto ahorro-inversión que se encuentra vinculado directamente a la jubilación. En este sentido, el empresario, puede utilizar como incentivo, retribuir a los directivos mediante la realización de aportaciones a sus planes de pensiones. Ahora bien, lo cierto es que esta fórmula cada vez se encuentra en mayor desuso, habiendo sido sustituida por la fórmula del plan de opciones sobre acciones que ya hemos visto.

esta información también deberá respetar las normas que acabamos de indicar sobre confidencialidad.

Ahora bien, para el caso de incumplimiento de lo convenido en materia de confidencialidad lo más habitual es pactar una indemnización o cláusula penal (por ejemplo, la pérdida de sus bonus) a la que deberá hacer frente el directivo y que, en ningún caso se entenderá sustitutiva de la indemnización por daños y perjuicios que, en su caso, pueda corresponder a la sociedad.

3.8. Entrega de material e información recibida de la sociedad.

Estrechamente vinculada con las cláusulas de confidencialidad y de no competencia post-contractual, es bastante frecuente pactar con el directivo una cláusula en virtud de la cual, al tiempo de la extinción del contrato de prestación de servicios, el directivo deberá devolver todo el material perteneciente o relativo a la sociedad, y todos los documentos de cualquier tipo relativos al negocio de la sociedad, que le hayan sido confiados o a los que haya tenido acceso por cualquier medio.

Por documentos se entenderán también copias y notas, propias o de terceras personas, de cualquier clase, en papel, soporte informático o de cualquier otro tipo, que posea el directivo y que conciernan a los negocios de la sociedad.

3.9. Pacto de permanencia.

Como estamos viendo a lo largo de todo este capítulo, el equipo directivo es una pieza clave para el patrocinador financiero. En efecto, la gestión de este equipo será la que le permita o no al *private equity* llevar a cabo la desinversión en los plazos y con las rentabilidades previstas.

Por ello, el *private equity* va obligar al equipo directivo a que permanezca en el timón de la nave durante el periodo que considere necesario para poder impulsar el crecimiento de la Sociedad *Target* y conseguir, tanto una mayor generación de flujos de caja, como una revaloración de la compañía y sus activos a fin de que se pueda repagar la elevada deuda y revender la sociedad obteniendo la rentabilidad esperada.

Pues bien, a este respecto lo cierto es que lo más habitual es vincular la permanencia a la percepción de determinados incentivos económicos (bien a través de un bonus o bien a través de la percepción de más acciones o participaciones de la Sociedad *Target* en unas condiciones muy favorables para el directivo).

En este sentido, lo más frecuente es acordar con el directivo que en caso de que abandone la gestión de la sociedad, el *private equity* podrá adquirir la participación en el capital que el directivo tenía en la sociedad. Esta facultad del patrocinador financiero se suele articular a través de una opción de compra concedida por el directivo a favor del *private equity*. Ahora bien, el precio de la opción de compra variará en función de cómo sea de pacífica la salida del directivo. Así, podemos distinguir dos tipos de salida del directivo:

- (i) Salida en buenos términos (*good leaver*): esta salida se dará en los siguientes supuestos:
 - a) Incapacidad del directivo.
 - b) Jubilación del directivo.
 - c) Fallecimiento del directivo.
 - d) Despido declarado improcedente.
 - e) Desistimiento voluntario del directivo una vez cumplido el periodo obligatorio de permanencia (normalmente se exige un mínimo de tiempo que varía de entre dos a cinco años).

Pues bien, en estos supuestos el precio de la opción de compra será habitualmente el valor que las acciones o participaciones tengan en el mercado en el momento en el que se produzca la salida del directivo.

- (ii) Salida en malos términos (*bad leaver*): este tipo de salida se producirá, como es obvio, en los siguientes casos:
 - a) Despido declarado procedente.

- b) Desistimiento voluntario del directivo sin respetar el periodo mínimo de permanencia.

En estos casos, se penaliza el precio de la opción de compra. En efecto, lo más frecuente es pactar que se le pagará al directivo el menor de dos valores: el valor de mercado que tengan las acciones o participaciones en el momento de la salida del directivo o, según los casos, alguno de los siguientes valores: (i) el precio de compra (o de suscripción o asunción) de las acciones o participaciones por parte del directivo, (ii) el valor teórico contable o (iii) el valor nominal.

Finalmente, y en relación con la permanencia, conviene destacar una situación que puede darse en el momento de desinversión por parte del *private equity*, a saber: el patrocinador financiero puede acordar con los directivos que estos permanezcan en la gestión de la sociedad durante un tiempo posterior a la desinversión, siempre y cuando lo exija el futuro adquirente como condición para comprar la sociedad. Este pacto de permanencia post-desinversión no abarcará más allá de dieciocho a veinticuatro meses y puede ser muy útil para articular una operación de *secondary buyout*.

3.10. Pacto de no competencia.

Asimismo, uno de los pactos más importantes para la casa de *private equity* será el de no competencia de su equipo directivo. Ahora bien, debido a la más que probable doble condición de socio y de prestador de servicios de la sociedad del directivo, este pacto deberá preverse tanto en el pacto parasocial como en el contrato (laboral o mercantil) que regule la prestación de servicios del directivo.

En efecto, mientras el directivo trabaje para la Sociedad *Target* no podrá competir y, por ende, celebrar otros contratos (laborales o mercantiles) con otras empresas, salvo autorización de la propia empresa o pacto escrito en contrario.

Asimismo, tampoco se querrá que compita, durante al menos un tiempo, una vez extinguida su relación como directivo. Ello es lógico, pues en tanto que

socio y prestador de servicios de la sociedad, por un lado, habrá obtenido acceso a información sensible, y por otro, habrá adquirido unos conocimientos y un *know-how* que pueden ser utilizados en contra de su antigua empresa.

Eso sí, se ha de tener en cuenta que si la relación de prestación de servicios con la Sociedad *Target* está configurada como una relación laboral (común o de alta dirección) se deberán respetar ciertas limitaciones, a saber:

(i) En la relación laboral común, se deberá estar a lo dispuesto en el art. 21 del ET, a cuyo tenor:

“1. No podrá efectuarse la prestación laboral de un trabajador para diversos empresarios cuando se estime concurrencia desleal o cuando se pacte la plena dedicación mediante compensación económica expresa, en los términos que al efecto se convengan.

2. El pacto de no competencia para después de extinguido el contrato de trabajo, que no podrá tener una duración superior a dos años para los técnicos y de seis meses para los demás trabajadores, solo será válido si concurren los requisitos siguientes:

a) Que el empresario tenga un efectivo interés industrial o comercial en ello, y

b) Que se satisfaga al trabajador una compensación económica adecuada.

3. En el supuesto de compensación económica por la plena dedicación, el trabajador podrá rescindir el acuerdo y recuperar su libertad de trabajo en otro empleo, comunicándolo por escrito al empresario con un preaviso de treinta días, perdiéndose en este caso la compensación económica u otros derechos vinculados a la plena dedicación.

4. Cuando el trabajador haya recibido una especialización profesional con cargo al empresario para poner en marcha proyectos determinados o realizar un trabajo específico, podrá pactarse entre ambos la permanencia en dicha empresa durante cierto tiempo. El acuerdo no

será de duración superior a dos años y se formalizará siempre por escrito. Si el trabajador abandona el trabajo antes del plazo, el empresario tendrá derecho a una indemnización de daños y perjuicios”.

- (ii) En la relación laboral especial de alta dirección, se deberá estar al art. 9 del RDAD, en cuya virtud:

“1. El trabajador de alta dirección no podrá celebrar otros contratos de trabajo con otras empresas, salvo autorización del empresario o pacto escrito en contrario. La autorización del empresario se presume cuando la vinculación a otra entidad fuese pública y no se hubiese hecho exclusión de ella en el contrato especial de trabajo.

2. Cuando el alto directivo haya recibido una especialización profesional con cargo a la empresa durante un periodo de duración determinada, podrá pactarse que el empresario tenga derecho a una indemnización por daños y perjuicios si aquel abandona el trabajo antes del termino fijado.

3. El pacto de no concurrencia para después de extinguido el contrato especial de trabajo, que no podrá tener una duración superior a dos años, solo será válido si concurren los requisitos siguientes:

a) Que el empresario tenga un efectivo interés industrial o comercial en ello.

b) Que se satisfaga al alto directivo una compensación económica adecuada”.

Finalmente, se ha de tener en cuenta que una vez que las partes han acordado este pacto de no competencia, este no es renunciable por parte del empleador a fin de no tener que pagar la compensación económica, pues de lo contrario se estaría vulnerando el art. 1256 del CC según el cual *“la validez y el cumplimiento de los contratos no pueden dejarse al arbitrio de uno de los contratantes”.*

3.11. Obligación de no contratar a empleados de la sociedad.

Finalmente, y muy vinculada a la cláusula de no competencia post-contractual, se suele pactar con el directivo que durante un periodo de tiempo (que suele oscilar entre dos y cinco años) desde la extinción de su contrato con la sociedad no podrá contratar, directa o indirectamente, los servicios de cualquier empleado de la sociedad para la que ya no trabaja.

Además, el incumplimiento de esta obligación suele llevar vinculadas varias penalizaciones que pueden ir desde indemnizar a la sociedad con los daños y perjuicios, hasta la posibilidad de pagar una indemnización equivalente a unos meses del antiguo sueldo del directivo e incluso se puede llegar a penalizarle con la pérdida de alguno de los bonus a los que tenía derecho el directivo.

CAPÍTULO SÉPTIMO: LOS ACUERDOS DE FUSIÓN COMO ÚLTIMA FASE DEL LBO.

1. Introducción.

Como anticipamos al tratar el proceso típico de un LBO, la fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target* suele ser el paso final de un LBO. Así, una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*).

De este modo, se alcanza el resultado anhelado, a saber, se consigue situar la deuda en la sociedad operativa (la Sociedad *Target*), a fin de que los flujos que genera sirvan para atender a la deuda contraída.

En efecto, como señalan HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN “*dado el carácter instrumental de Newco, los activos más valiosos suelen encontrarse normalmente en el patrimonio de la Sociedad Target y, por lo tanto, los financiadores prefieren poder contar con garantías directas sobre dichos activos y derechos, en adición a la pignoración de las acciones de la Sociedad Target por parte de Newco. Por eso, es habitual que las operaciones de LBO culminen, antes o después, con la integración de los patrimonios de Newco y de la Sociedad Target*”⁵⁰⁰.

En consecuencia, el presente capítulo analizará en profundidad el régimen jurídico de la fusión, tratando las distintas modalidades que existen en nuestro ordenamiento.

Eso sí, antes de comenzar, conviene aclarar una cuestión que cualquier lector avezado podría plantearse, a saber, ¿por qué se analiza un procedimiento de índole societaria como es la fusión en el contexto de un sistema contractual?

La respuesta, sin embargo, es bien sencilla pues como ya hemos expuesto en otras ocasiones, la fusión es una operación jurídica de gran complejidad en la

⁵⁰⁰ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 208.

que concurren tanto aspectos societarios (al tratarse de una modificación estructural de varias sociedades) como aspectos contractuales (ya que la fusión implica un acuerdo entre al menos dos sociedades para integrar a sus respectivos patrimonios y socios)⁵⁰¹.

2. Marco regulador.

La incorporación al Derecho español de la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital (en adelante, la “**Directiva 2005/56/CE**”) mediante la aprobación de la LME *“ha sido ocasión para revisar el régimen jurídico de la fusión y de la escisión, a fin de incluir en el régimen general aquellas normas procedentes de la Directiva 2005/56/CE, de 26 de octubre de 2005, que no son consecuencia del elemento transfronterizo; y, sobre todo, a fin de utilizar las posibilidades ofrecidas por la 3ª y la 6ª Directivas -la Directiva 78/855/CEE, de 9 de octubre de 1978, y la Directiva 82/891/CEE, de 17 de diciembre de 1982-, ya incorporadas por la Ley 19/1989, de 25 de julio”* (preámbulo de la LME).

De este modo, en el campo de la fusión se derogaron los antiguos arts. 233 a 251 de la LSA, texto este último también derogado en su integridad por la LSC; y se sustituyeron por los arts. 22 a 53 de la LME, complementándose estos con los arts. 226 a 234 del RRM⁵⁰².

⁵⁰¹ SERRANO ACITORES, A., “Modificaciones estructurales II: La fusión y la escisión”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011, pág. 344.

⁵⁰² La verdad es que a este respecto el Derecho de sociedades, ha sufrido en los últimos años un impulso reformador importante que comenzó con la LME y sobre todo con la LSC, textos legales estos que han sufrido desde su entrada en vigor numerosas reformas de las que podemos destacar las siguientes:

- (i) El Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo.
- (ii) La Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de Sociedades de Capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.
- (iii) El Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

3. Concepto y clases de fusión.

Como señalan SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, desde un punto de vista económico “*la fusión ha de situarse dentro de los fenómenos de integración económica tendentes hacia el fortalecimiento de las empresas y hacia nuevas organizaciones de la actividad económica*”⁵⁰³.

Desde un punto de vista estrictamente jurídico, la fusión es una operación de reestructuración empresarial encuadrable dentro de las modificaciones estructurales de las sociedades, entendidas estas últimas de acuerdo con el preámbulo de la LME como “*aquellas alteraciones de la sociedad que van más allá de las simples modificaciones estatutarias para afectar a la estructura patrimonial o personal de la sociedad, y que, por tanto, incluyen la transformación, la fusión, la escisión y la cesión global de activo y pasivo*”.

Más concretamente, la fusión es aquella operación en la que dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan (art. 22 de la LME).

Como vemos, y conviene insistir en ello, la fusión es una de las operaciones jurídicas más complejas, ya que aúna aspectos contractuales (en definitiva, dos o más sociedades acuerdan la forma en la que van a unir sus patrimonios y cómo van a integrarse sus respectivos socios) y aspectos societarios (pues con la fusión, al menos una de las sociedades se extingue mediante disolución pero sin liquidación y se ha de ampliar el capital de la sociedad beneficiaria de la

(iv) La Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital que ha derogado el Real Decreto-ley 9/2012 y mediante la cual se incorporan al Derecho español la Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo, y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

⁵⁰³ SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *Instituciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 33ª edic., Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010, pág. 716.

fusión para que pueda absorber a las demás o bien crear una nueva sociedad resultante de la fusión)⁵⁰⁴.

Las fusiones pueden clasificarse atendiendo a distintos criterios. Así, si nos fijamos en la relación que guardan entre sí las empresas fusionadas, en cuanto a su actividad básica o principal, podemos diferenciar tres tipos de fusión⁵⁰⁵:

- (i) Fusión horizontal: se trata de una combinación de dos empresas del mismo género de actividad comercial. Por ejemplo, la fusión entre el Banco Sabadell y el Banco Atlántico o la fusión entre Martinsa y Fadesa.
- (ii) Fusión vertical: se realiza entre empresas en diferentes etapas de la cadena de producción. Pueden producirse hacia el consumidor o hacia la fuente de la materia prima utilizada, denominándose respectivamente integración hacia delante e integración hacia atrás. Por ejemplo, la fusión de Time y Warner en Estados Unidos o la reciente fusión en España entre Gas Natural y Unión Fenosa convirtiéndose en líder en integración vertical de gas y electricidad de España e Iberoamérica.
- (iii) Conglomerado: una fusión en conglomerado ocurre cuando se unen empresas con diferentes tipos de negocio. Por ejemplo, la fusión en Estados Unidos entre Disney y American Broadcasting Company.

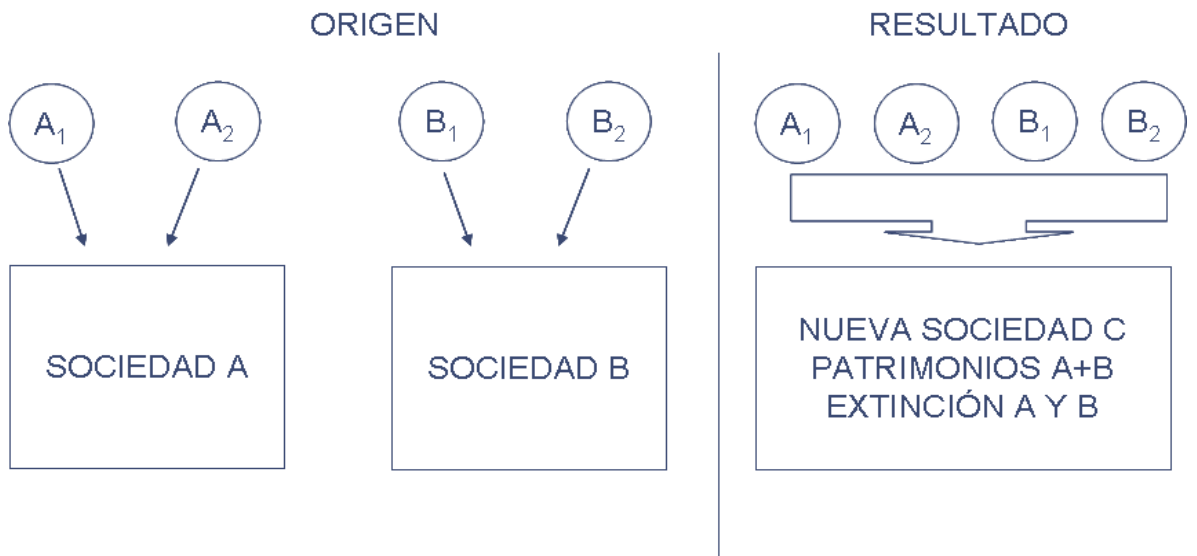
Por otra parte, si nos fijamos en el procedimiento de la fusión, podemos distinguir los siguientes tipos:

- (i) La fusión por creación (art. 23.1 de la LME): la fusión en una nueva sociedad implicará la extinción de cada una de las sociedades que se fusionan y la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva entidad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y obligaciones de aquellas.

⁵⁰⁴ Sobre los efectos de las fusiones resultan bastante reveladoras las Sentencias del Tribunal Supremo de 17 de mayo de 1999, 10 de noviembre de 2000 y 8 de febrero de 2007.

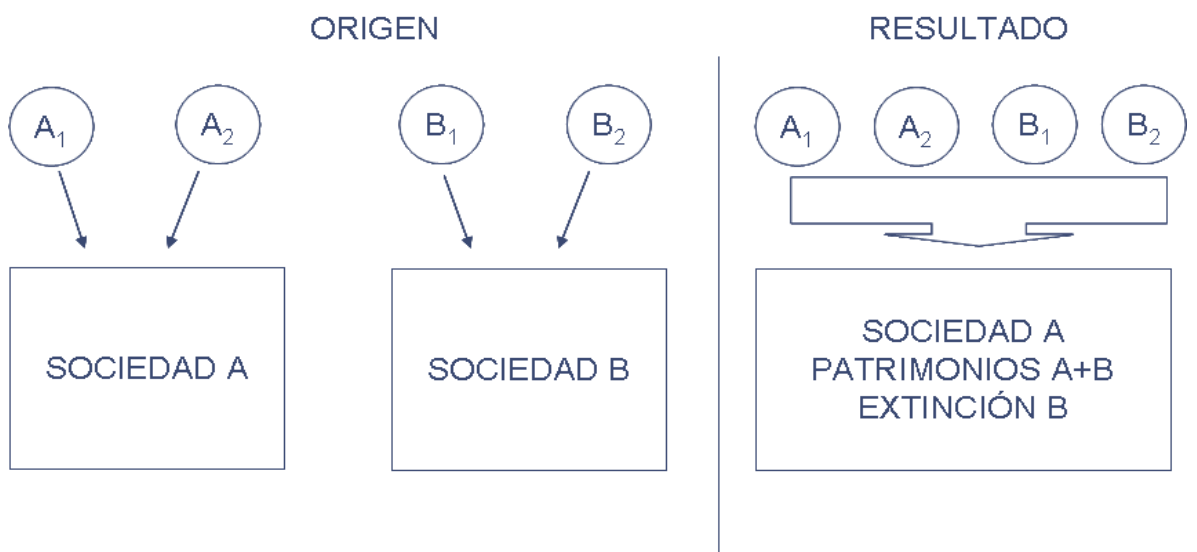
⁵⁰⁵ Para un análisis más detallado puede acudirse a MASCAREÑAS, J., "Razones económicas de las fusiones y adquisiciones de empresas", en la obra *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005, págs. 7 y siguientes o a BREALEY, R., MYERS, S. y ALLEN, F., "Fusiones", en la obra *Principios de finanzas corporativas*, 8ª edic. McGraw Hill, Madrid, 2006, págs. 961 y siguientes.

Gráficamente, la fusión por creación sería de la siguiente manera:



- (ii) La fusión por absorción o *forward merger* (art. 23.2 de la LME): si la fusión hubiese de resultar de la absorción de una o más sociedades por otra ya existente, esta adquirirá por sucesión universal los patrimonios de las sociedades absorbidas, que se extinguirán, aumentando, en su caso, el capital social de la sociedad absorbente en la cuantía que proceda.

Esta suele ser la modalidad más utilizada en los procesos de LBO y puede representarse gráficamente de la siguiente manera:



- (iii) Las fusiones especiales o simplificadas (arts. 49 a 52 de la LME): se trata de casos especiales de fusión por absorción. Así, en el art. 49 de la LME se regula la absorción de sociedades íntegramente participadas; en el art. 50 de la LME la absorción de sociedades participadas al noventa por ciento; y en el art. 52 de la LME supuestos asimilados a la absorción de sociedades íntegramente participadas.

Estas modalidades también son utilizadas en procesos de LBO toda vez que en muchos casos, en el capital de *Newco* también han invertido los directivos que van a encargarse de la gestión de la Sociedad *Target* una vez que se adquiriera el control sobre la misma por parte de *Newco*.

Como veremos, en estas fusiones se simplifica el proceso de fusión no siendo necesarios determinados requisitos de carácter formal. Sobre ellas volveremos más tarde.

Finalmente, si atendemos a la nacionalidad de las sociedades que se fusionan podemos distinguir, las siguientes clases de fusiones:

- (i) Fusión nacional o interna: es aquella fusión de dos o más sociedades mercantiles inscritas sometidas a la ley española (art. 27.1 de la LME).
- (ii) Fusión transfronteriza intracomunitaria: se trata de fusiones de sociedades de capital constituidas de conformidad con la legislación de un Estado parte del Espacio Económico Europeo y cuyo domicilio social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro del Espacio Económico Europeo, cuando, interviniendo al menos dos de ellas sometidas a la legislación de Estados miembros diferentes, una de las sociedades que se fusionen esté sujeta a la legislación española (art. 54.1 de la LME).
- (iii) Fusión internacional: fusión entre sociedades mercantiles de distinta nacionalidad que no es encuadrable en la fusión transfronteriza intracomunitaria. En definitiva, se trataría de una fusión de una sociedad española con otra u otras extracomunitarias. De acuerdo con el art. 27.2

de la LME este tipo de fusiones se regirá por lo establecido en las respectivas leyes personales.

4. Motivos económicos para llevar a cabo una fusión.

La fusión es una operación jurídico-económica que desemboca en una concentración empresarial⁵⁰⁶ y que suele tener por finalidad bien la de reforzar la capacidad de competir en el mercado al incrementarse el volumen de negocios de la empresa, bien la de reorganizar la estructura del grupo preexistente o bien una combinación de ambas.

Como vemos, aunque los motivos que pueden impulsar una fusión son muy variados, el objetivo principal debe ser la creación del máximo valor⁵⁰⁷. En definitiva, se ha de buscar que el valor conjunto de las empresas después de realizar la operación de fusión sea mayor que el que tendrían operando independientemente. Cuando esto ocurre, se dice que se ha producido un efecto sinérgico.

De este modo, y siguiendo el mismo esquema que utiliza MASCAREÑAS⁵⁰⁸, vamos a distinguir a continuación los motivos que se pueden considerar razonables de aquellos que son más discutibles a la hora de llevar a cabo una

⁵⁰⁶ Conviene advertir que al producirse una concentración de empresas se habrá de tener presente las limitaciones impuestas por la normativa de defensa de la competencia, es decir, por la LDC en el ámbito nacional y por el RCCC en el ámbito comunitario.

A este respecto, nos remitimos a lo ya comentado en el capítulo quinto de la primera parte de este trabajo respecto del Derecho de la competencia y los LBOs.

⁵⁰⁷ Toda decisión empresarial ha de ir orientada en ese camino pues como señala RAPPAPORT la idea es que *“las empresas tienen que ser competitivas, si quieren sobrevivir y continuar atendiendo a todas las partes involucradas. Yendo más allá, esta visión reconoce que el destino a largo plazo de una empresa depende de una relación financiera con cada parte involucrada que tenga intereses en la empresa. Los empleados buscan salarios competitivos y otras prestaciones. Los clientes demandan productos y servicios de alta calidad a precios competitivos. Los proveedores y los propietarios de los bonos buscan que se les pague cuando sus derechos financieros alcanzan la fecha de vencimiento debida. Para satisfacer esas demandas, la dirección tiene que generar suficiente tesorería explotando los negocios de la empresa de modo eficiente. Este énfasis en el flujo de caja a largo plazo es la esencia del valor para el accionista. En resumen, una empresa que crea valor no solo beneficia a sus accionistas, sino también al valor de todos los derechos de las otras partes involucradas, mientras que, en cambio, todas las partes involucradas se resienten cuando la dirección fracasa en la creación de valor para el accionista”*. Vid. RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista*, Deusto, Bilbao, 1998, págs. 27 a 28.

⁵⁰⁸ MASCAREÑAS, J., “Razones económicas...”, *op. cit.*, págs. 7 y siguientes.

fusión. Después, analizaremos el impacto fiscal que pueden tener los motivos económicos en la operación de fusión.

Eso sí, antes de comenzar el análisis es recomendable tener presente que es raro que haya un único motivo por el que llevar a cabo una operación de fusión, sino que, por el contrario, suele haber varios motivos y/o intereses económicos en juego que pueden ser razonables o no.

4.1. Motivos razonables.

Entre los motivos que podemos considerar que siguen una lógica económica podemos distinguir los siguientes:

- (i) Crear economías de escala, alcanzando la integración horizontal: la principal fuente de sinergias operativas a través de las fusiones proviene de la reducción de costes, lo que se alcanza con la consecución de las economías de escala, esto es, cuando se consigue que el coste unitario medio descienda al aumentar el volumen de producción.
- (ii) Crear economías de integración vertical: las fusiones verticales pretenden crear este tipo de economías que consisten en aproximarse con sus productos al consumidor final o a la fuente de la materia prima utilizada. Así, hablaremos de integración hacia delante cuando una empresa absorbe a otra con una gran capacidad de venta al por menor a fin de aproximarse más a sus clientes finales o de integración hacia atrás cuando con la fusión se pretende aumentar y asegurar las reservas de materias primas.
- (iii) Conseguir mayor eficiencia en la gestión: hay sociedades cuyo valor de mercado es inferior al que deberían tener porque se está llevando a cabo una mala gestión de la misma. Estas sociedades suelen ser absorbidas por otras que consideran que existe el potencial para una importante mejora de los rendimientos a través de una mejor administración llevando a cabo un cambio en el equipo directivo.
- (iv) Ventajas fiscales no aprovechadas: en ocasiones pueden existir sinergias de carácter fiscal que permitirían reducir el pago de impuestos

mediante la fusión, de tal manera que la carga fiscal de las empresas objeto de la fusión sea menor que si se consideraran separadamente. Ahora bien, como luego veremos, este motivo económico no será considerado válido a la hora de aplicar el régimen de neutralidad fiscal al que se suelen acoger este tipo de operaciones.

- (v) Empleo de fondos excedentes: existen momentos en los que una empresa genera una gran cantidad de fondos y tiene pocas oportunidades de invertirlos de manera rentable (porque las inversiones internas rinden menos que el coste de oportunidad del capital) y tampoco desea repartirlos vía dividendos. En estos casos, es frecuente utilizar esos fondos para adquirir o fusionarse con otras empresas siempre y cuando la operación cree valor para sus socios.
- (vi) Combinación de recursos complementarios: existen casos de empresas que se fusionan porque cada una tiene lo que necesita la otra. Así, es frecuente que una empresa pequeña sea absorbida por otra más grande debido a que puede aportar componentes que son necesarios para el éxito de la empresa resultante de la fusión y de los que carece la absorbente.

4.2. Motivos discutibles.

Existe otra serie de razones que los directivos argumentan a la hora de llevar a cabo una fusión entre empresas pero que son más discutibles en cuanto a si efectivamente crean un valor adicional para sus socios⁵⁰⁹. Entre estos, podemos destacar los siguientes:

- (i) La diversificación: en este caso, el objetivo de la fusión es invertir en negocios diferentes que no estén correlacionados para así reducir el riesgo económico por unidad de rendimiento esperado. Ahora bien, la diversificación supone más gastos y dificultades para la empresa que para los socios de la misma. En efecto, la diversificación no crea riqueza

⁵⁰⁹ Lo que ocurre normalmente es que esa operación para quien crea valor es para el patrimonio particular de esos directivos surgiendo así un claro conflicto de interés. Para mayor información véase MASCAREÑAS, J., *Innovación Financiera. Aplicaciones para la gestión empresarial*, McGraw Hill, Madrid, 1999, en especial su capítulo 2º.

adicional para los socios y, por tanto, no tiene sentido económico. Es más, los socios no necesitan la operación de fusión para diversificar sus inversiones, pues ellos mismos pueden diversificar adquiriendo títulos de otras sociedades sin necesidad de pedir consejo a los directivos de las mismas.

- (ii) La sinergia financiera: este motivo se argumenta diciendo que dos compañías tendrán más facilidades crediticias si se fusionan. Sin embargo, se ha de tener presente que:
 - a) La reducción del riesgo lleva consigo la reducción del coste de las deudas, pero esto no supone que aumente la riqueza del socio, porque se está pagando lo que el mercado demanda para el nuevo nivel de riesgo financiero.
 - b) El coste relativo de las deudas contraídas con anterioridad a la fusión aumenta, ya que seguirá pagando el mismo tipo de interés para un nivel de riesgo menor.
- (iii) El incremento del beneficio por acción: también conocido como el juego de *bootstrap* consiste en justificar la fusión en términos del beneficio por acción, siendo práctica común valorar empresas utilizando un múltiplo de sus beneficios (PER). No obstante, el efecto de los beneficios por acción no indica realmente si una fusión ha creado o no riqueza para los socios puesto que no tienen en cuenta el valor de los flujos de caja esperados ni el riesgo asociado.
- (iv) El crecimiento: una empresa puede no estar en condiciones de crecer a un ritmo lo suficientemente equilibrado basándose exclusivamente en su propia expansión interna, pudiendo encontrarse en la tesitura de que la única manera de lograr el crecimiento adecuado sea mediante la fusión con otra empresa. Ahora bien, puede ocurrir que el tamaño de la prima pagada por la adquisición o fusión, si se ha valorado erróneamente, contrarreste e incluso supere los beneficios de crecimiento que se espera obtener con la operación.

- (v) Motivaciones personales de los directivos: como señala ROLL “*el orgullo arrogante de los directivos*” les lleva a creer que sus ideas son mejores que las del mercado al que consideran ineficiente. Por tanto, los directivos buscan adquirir y fusionar empresas por sus propios motivos personales (extender su ámbito de control, aumentar su remuneración o su estatus), no siendo el beneficio económico el principal motivo de la operación⁵¹⁰.

4.3. Impacto fiscal⁵¹¹.

El análisis de los anteriores motivos económicos no es una cuestión baladí debido a que, como ahora veremos, pueden tener un impacto fiscal considerable en la operación de fusión.

El legislador, a fin de facilitar los procesos de fusión, escisión, aportaciones de activos y canje de valores ha regulado en el Capítulo VIII del Título VII del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades (en adelante, la “**LIS**”) un régimen fiscal especial que se basa fundamentalmente en:

- (i) Neutralidad fiscal, para lo que, ni se estimulan ni se obstaculizan las operaciones de fusión desde la perspectiva tributaria.
- (ii) La simplificación de los trámites administrativos, para lo cual basta comunicar la opción por aplicar el citado régimen al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas⁵¹², si bien deberá alegarse la existencia de un motivo económico válido para realizar la reestructuración empresarial, y este no podrá ser el ahorro fiscal.

⁵¹⁰ Se trata de la hipótesis Hubris desarrollada en ROLL, R., “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business* 59, número 2, abril 1986, págs. 197 a 216.

⁵¹¹ Un artículo francamente interesante sobre el impacto fiscal que los motivos económicos tienen en las operaciones de fusión y escisión es el de DE UÑA REPETTO, J., “Motivos económicos válidos en la reestructuración empresarial”, *Noticias Jurídicas*, octubre 2006, págs. 1 a 5.

⁵¹² Pese a que la LIS se refiere literalmente al Ministerio de Economía y Hacienda, entendemos que actualmente y sobre la base del Real Decreto 1823/2011, de 21 de diciembre, por el que se reestructuran los departamentos ministeriales, la notificación se ha de practicar ante el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

- (iii) El aplazamiento del pago de los impuestos que de otro modo se habría producido⁵¹³.

Así, los requisitos que la LIS establece para el acogimiento a este régimen son los siguientes:

- (i) Que la parte de los títulos que se abone en metálico en el canje, no exceda del 10% del valor nominal de los mismos, o a falta de este, de un valor equivalente deducido de la contabilidad. Si las compensaciones en metálico excedieran de este importe, la operación no tendría la consideración fiscal de la fusión.
- (ii) Incluir en el proyecto y en el acuerdo de fusión que la operación se va a someter al régimen de neutralidad fiscal y comunicárselo al Ministerio de

⁵¹³ Sin ánimo de ser exhaustivos por no ser esta una obra de carácter fiscal, se pueden apuntar algunos ejemplos de cómo se difiere el pago de varios de los impuestos implicados en toda operación de fusión sometida al régimen de neutralidad fiscal.

Así, en el Impuesto sobre Sociedades ocurre lo siguiente:

- (i) En la entidad transmitente: no se integran en la base imponible los incrementos o disminuciones patrimoniales que se pongan de manifiesto en la transmisión, aunque se hagan lucir en contabilidad.
- (ii) En la entidad adquirente: los bienes recibidos se valoran a efectos fiscales por el mismo importe y régimen que tenían en la entidad transmitente. De ahí que se produzca un diferimiento en el pago de las posibles plusvalías.

Por lo que se refiere a las consecuencias del IRPF de los socios: no tributan los incrementos o disminuciones de patrimonio derivados del canje, pero la valoración fiscal de las acciones recibidas será la que tenían las acciones entregadas. Además, aunque la ley no lo señala, a efectos de IRPF, entendemos que se mantiene la antigüedad de las acciones (hay consultas de la Dirección General de Tributos en este sentido).

En materia de Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, todas las operaciones societarias que se produzcan como consecuencia de la fusión y que en principio deberían tributar (por ejemplo, la constitución o el aumento de capital) están exentas de este impuesto de acuerdo con lo señalado por el art. 45.I.B.10 del Real Decreto Legislativo 1/1993, de 24 de septiembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.

Asimismo, de acuerdo con el art. 7.1º de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido, tampoco estará sujeta a tributación por IVA la transmisión de un conjunto de elementos corporales y, en su caso, incorporales que, formando parte del patrimonio empresarial o profesional del sujeto pasivo, constituyan una unidad económica autónoma capaz de desarrollar una actividad empresarial o profesional por sus propios medios, con independencia del régimen fiscal que a dicha transmisión le resulte de aplicación en el ámbito de otros tributos.

Finalmente, de acuerdo con la Disposición Adicional Segunda de la LIS, en las operaciones de fusión no se produce el devengo del Impuesto sobre el Incremento del Valor de los Terrenos de Naturaleza Urbana, si la respectiva operación, dentro de la cual se produce la transmisión de terrenos de que se trate, cumple los requisitos fiscales examinados antes.

Hacienda y Administraciones Públicas en el plazo máximo de tres meses a contar desde la fecha de la inscripción de la escritura de fusión.

(iii) Motivo económico válido.

Cabe señalar que dicho régimen especial no será de aplicación cuando la operación planteada tenga como principal objetivo el fraude o evasión fiscal. En particular, no se aplicará cuando la operación no se efectúe por motivos económicos válidos, tales como la reestructuración o la racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación, sino con la mera finalidad de conseguir una ventaja fiscal.

Dado que (i) el sujeto pasivo debe justificar la existencia de motivos económicos válidos a la Administración Tributaria en el caso de una comprobación administrativa y (ii) que el motivo económico válido es un concepto jurídico indeterminado, se contempla la posibilidad de formular consultas vinculantes en los términos previstos en el art. 88 de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

Siguiendo el estudio realizado por DE UÑA REPETTO de varias de estas consultas a la Dirección General de Tributos (en adelante, la “DGT”) podemos concluir lo siguiente⁵¹⁴:

- (i) Son motivos económicos válidos para llevar a cabo una operación de fusión, entre otros, los siguientes:
 - a) La reestructuración de los activos y empresas familiares, disponiendo de una gestión más simplificada, más ordenada y eficaz, salvaguardando el patrimonio familiar de cualquier contingencia futura, teniendo en cuenta, además, la similitud de actividades que desarrollan las entidades que llevan a cabo la fusión (Resolución V0472-06, de 23 de marzo de 2006, de la DGT).
 - b) Tener una única estructura jurídica y organizativa en aras a una mayor simplificación y racionalización de la actividad económica para

⁵¹⁴ DE UÑA REPETTO, J., *op. cit.*, págs. 3 y 4.

evitar la ineficacia en términos de gestión, de costes, y de imagen frente a terceros (Resolución V0421-06, de 8 de marzo de 2006, de la DGT).

- c) En una operación de fusión de dos sociedades que participan en una tercera, cuando la finalidad sea la de aunar en un mismo sujeto los derechos económicos y políticos inherentes a las participaciones poseídas en esa tercera entidad (Resolución V0168-04, de 7 de octubre de 2004, de la DGT).
- d) La mejora efectiva del proceso productivo de la empresa aumentando con ello su producción y mejorando la competitividad de la entidad frente a sus competidores (Resolución V0187-06, de 30 de enero de 2006, de la DGT).
- e) La optimización de los recursos de las sociedades que intervienen uniendo sus estructuras comerciales y productivas (Resolución V0151-04, de 30 de septiembre de 2004, de la DGT).
- f) Asegurar la liquidez necesaria para el pago de un préstamo previamente concertado por las entidades participantes en la fusión, concentrando la financiación en la entidad resultante de la fusión, de tal manera que se establezca una razonable estructura de financiación, con mejores condiciones económicas, mejorando el tipo de interés aplicable a la financiación, optimizando financiera y económicamente el uso de la tesorería para el pago de la deuda, coordinando y gestionando óptimamente la financiación de las actividades del grupo y asegurando la estabilidad financiera (Resolución V0474-06, de 23 de marzo de 2006, de la DGT).

Este último motivo es el que más nos interesa a efectos de concertar una operación de LBO, pues cuadra plenamente con la filosofía de este tipo de operaciones. En este sentido, no es infrecuente que los contratos de financiación suscritos para la obtención de los fondos necesarios para la adquisición establezcan la obligación de proceder a la fusión de ambas sociedades en un determinado periodo de

tiempo desde aquella, o que, sin establecer expresamente esta obligación, exijan el cumplimiento de determinados *ratios* financieros a la prestataria que hagan imposible su cumplimiento sin mediar la referida fusión⁵¹⁵.

- (ii) Ahora bien, no se considerará que existe motivo económico válido, cuando el fin último de la operación sea conseguir el ahorro fiscal. Por ejemplo:
 - a) No se aplicará el régimen de neutralidad fiscal cuando la única razón para realizar una fusión obedezca a la compensación de las bases imponibles negativas pendientes de compensar en la entidad absorbida en el momento de su extinción (Resolución 0093-01, de 19 de enero de 2001, de la DGT).
 - b) Tampoco será aplicable el régimen fiscal especial cuando a través de una combinación de negocios jurídicos se plantee una operación en la que la fusión no sea necesaria para obtener los fines económicos pretendidos, dejando al descubierto que los motivos que justifican su ejecución son en realidad puramente fiscales (Resolución 0339-02, de 6 de marzo de 2002, de la DGT).

En cualquier caso, si como consecuencia de la comprobación administrativa se probara que fueron realizadas con el objetivo único de evadir impuestos, se pierde el derecho al régimen especial, procediendo la Administración a la regularización de la situación tributaria de los sujetos que intervienen, con la imposición de las correspondientes sanciones e intereses de demora.

5. Presupuestos de la fusión.

Los presupuestos básicos de la fusión son tres:

- (i) La disolución sin liquidación de una o varias sociedades: la fusión conlleva la extinción de la sociedad o sociedades absorbidas con la consiguiente desaparición de su personalidad jurídica. En este sentido,

⁵¹⁵ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 213.

la fusión supone una disolución especial de la sociedad o sociedades absorbidas en la medida que no implica la liquidación de la misma, pues su patrimonio en vez de pasar a sus socios pasa a otra sociedad existente o de nueva creación.

- (ii) La transmisión en bloque mediante sucesión universal del patrimonio de una sociedad a otra sociedad que puede existir ya (fusión por absorción) o que puede crearse *ex novo* (fusión por creación).
- (iii) Unificación de los socios de las sociedades participantes en la operación: este presupuesto es una de las notas más características de la fusión. Consiste en que quien recibe la contraprestación por la cesión en bloque del patrimonio no es la sociedad que lo aporta sino sus socios. Es más, estos no reciben la contraprestación en dinero sino en acciones, cuotas o participaciones de la sociedad absorbente o de la de nueva creación⁵¹⁶. Así lo establece claramente el art. 24 de la LME al señalar que *“los socios de las sociedades extinguidas se integrarán en la sociedad resultante de la fusión, recibiendo un número de acciones o participaciones, o una cuota, en proporción a su respectiva participación en aquellas sociedades”*.

Como vemos, se establece así una regla de proporcionalidad que únicamente puede respetarse mediante el cálculo adecuado del tipo de canje.

El tipo de canje es el elemento técnico que permite a los socios continuar como tales en la sociedad resultante de la fusión, así como mantener el valor patrimonial de sus participaciones. En definitiva, es el número de acciones, cuotas o participaciones de las sociedades

⁵¹⁶ De acuerdo con el art. 25.2 de la LME, y a fin de cuadrar la ecuación de canje, se podrá recibir en dinero hasta un diez por ciento del valor nominal de las acciones, de las participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas.

absorbidas que hay que entregar para recibir una acción, cuota o participación de la sociedad absorbente o de la nueva de sociedad⁵¹⁷.

Desde un punto de vista económico, el tipo de canje es el elemento más relevante de la fusión pues determina la contraprestación que reciben los socios de las sociedades absorbidas por el patrimonio que estas sociedades aportan a la absorbente o de nueva creación. En definitiva, sería el equivalente *mutatis mutandi* al precio de la compraventa.

También es de vital importancia para los socios de la sociedad absorbente, pues si no se hubiera calculado correctamente estos pueden ver diluido el valor de sus acciones, cuotas o participaciones.

En efecto, señala el art. 25.1 de la LME que en las operaciones de fusión el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de las sociedades que participan en la misma debe establecerse sobre la base del valor real de su patrimonio. Es más, cuando sea conveniente para ajustar el tipo de canje, los socios podrán recibir, además, una compensación en dinero que no exceda del diez por ciento del valor nominal de las acciones, de las participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas (art. 25.2 de la LME).

Ahora bien, hay que tener presente una cuestión que hace que la determinación del tipo de canje nunca sea fácil, a saber: los balances de las sociedades que se utilizan para la fusión no indican el valor real de las acciones, cuotas o participaciones pues los balances reflejan el valor histórico de los elementos que forman parte del patrimonio de las sociedades y ese valor histórico puede ser o no coincidente con el valor de mercado. A este respecto, si bien es cierto que el art. 36.2 de la LME soluciona en parte el problema al permitir (que no obligar) que se modifiquen las valoraciones contenidas en el último balance en atención a las modificaciones importantes del valor razonable que no aparezcan en los asientos contables, la realidad es otra. En efecto, en estos casos

⁵¹⁷ Por ejemplo, si el tipo de canje es de 4 a 1 esto significa que por cada cuatro acciones, cuotas o participaciones antiguas se tiene derecho a recibir una acción, cuota o participación de la sociedad absorbente o de la nueva sociedad.

lo más habitual es que el tipo de canje se fije a través de una negociación entre los administradores de las sociedades que participan en la fusión con el peligro que esto entraña, pues negocian los administradores, pero los afectados no son ellos sino los socios de las sociedades participantes de la fusión.

Finalmente, es conveniente recordar que la regla de proporcionalidad puede excepcionarse en dos supuestos:

- a) Los titulares de derechos especiales distintos de las acciones o participaciones deberán disfrutar en la sociedad resultante de la fusión de derechos equivalentes a los que les correspondían en la sociedad extinguida (art. 41.2 de la LME *a sensu contrario*).
- b) Las acciones, participaciones o cuotas de las sociedades que se fusionan, que estuvieran en poder de cualquiera de ellas o en poder de otras personas que actuasen en su propio nombre, pero por cuenta de esas sociedades, no podrán canjearse por acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante de la fusión y, en su caso, deberán ser amortizadas o extinguidas (art. 26 de la LME). Con esta excepción se pretende evitar la autocartera en la sociedad resultante de la fusión.

6. El proceso de la fusión.

Como señala la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona de 5 de mayo de 2008 *“la fusión de sociedades mercantiles es una viva y rotunda expresión de la capacidad del contrato de sociedad para adaptar las relaciones jurídicas de los socios a las cambiantes circunstancias de la empresa, y dado que esta adaptación se pone en manos de la mayoría, notoria es igualmente la necesidad de proteger a la minoría, lo que el ordenamiento jurídico verifica mediante el establecimiento de ciertos requisitos, formales unos, materiales otros, para salvaguardar los derechos de los socios y de los terceros”*.

En consecuencia, los distintos hitos a seguir durante el proceso de la fusión están marcados por dos objetivos vitales que se deben perseguir y que también

recoge la meritada sentencia, a saber: *“de un lado, asegurar que el socio cuenta con la información adecuada y bastante para poder emitir su voto; de otro lado, asegurar que la fusión se encuentra debidamente justificada, es decir, que resulta congruente con el interés social.*

En efecto, es un requisito tradicionalmente destacado por la doctrina y auténtico eje sobre el que gira el proceso de fusión, el de que la fase preparatoria garantice el derecho de información del socio, pues solo si esta información es suficiente y adecuada podrá decidirse la reestructuración orgánica que la fusión supone y, por ende, la posible dilución en la posición relativa de quien vota a favor. Se trata de un derecho que no exige, además, ninguna iniciativa o demanda previa del socio, que debe recibir ciertos documentos por imperativo legal. El informe del experto, y sobre todo, el proyecto de fusión, cobran así una importancia crucial.

Sin embargo, no basta con la garantía informativa, pues el legislador no se propone tan solo que el socio vote informado, sino también que la fusión se encuentre debidamente justificada. De lo contrario, fusiones claramente contrarias al interés social y posiblemente dirigidas a satisfacer intereses extrasociales se verían sancionadas por el ordenamiento jurídico siempre que las juntas generales hubieran actuado debidamente informadas y decidido por mayoría”.

Teniendo en cuenta lo anterior, se analizan a continuación las distintas fases del proceso de fusión.

6.1. El proyecto común de fusión.

De acuerdo con el art. 30.1 de la LME es necesario que los administradores de cada una de las sociedades que participen en la fusión negocien, redacten y suscriban un contrato preparatorio que la ley denomina proyecto común de fusión. Si falta la firma de alguno de ellos, se señalará al final del proyecto, con indicación de la causa.

Una vez firmado el proyecto surge un deber de pasividad para los administradores de las sociedades que se fusionan, pues no podrán realizar

ningún acto ni celebrar ningún contrato que pueda comprometer la aprobación del proyecto o modificar sustancialmente la relación de canje de las acciones, participaciones o cuotas (art. 30.2 de la LME).

Ahora bien, el proyecto de fusión perderá su eficacia si en el plazo de seis meses desde su firma no hubiera sido aprobado por las juntas de socios de las sociedades participantes en la fusión (art. 30.3 de la LME).

Según el art. 31 de la LME el proyecto común de fusión contendrá, al menos, las menciones siguientes:

- (i) La denominación, el tipo social y el domicilio de las sociedades que se fusionan y de la sociedad resultante de la fusión, así como los datos identificadores de la inscripción de aquellas en el Registro Mercantil.
- (ii) El tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas, la compensación complementaria en dinero que se hubiera previsto y, en su caso, el procedimiento de canje.
- (iii) La incidencia que la fusión haya de tener sobre las aportaciones de industria o en las prestaciones accesorias en las sociedades que se extinguen y las compensaciones que vayan a otorgarse, en su caso, a los socios afectados en la sociedad resultante.
- (iv) Los derechos que vayan a otorgarse en la sociedad resultante a quienes tengan derechos especiales o a los tenedores de títulos distintos de los representativos de capital o las opciones que se les ofrezcan.
- (v) Las ventajas de cualquier clase que vayan a atribuirse en la sociedad resultante a los expertos independientes que hayan de intervenir, en su caso, en el proyecto de fusión, así como a los administradores de las sociedades que se fusionan, de la absorbente o de la nueva sociedad.
- (vi) La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones, participaciones o cuotas tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.

- (vii) La fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables de acuerdo con lo dispuesto en el Plan General de Contabilidad.
- (viii) Los estatutos de la sociedad resultante de la fusión.
- (ix) La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad resultante.
- (x) Las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la fusión.
- (xi) Las posibles consecuencias de la fusión sobre el empleo, así como su eventual impacto de género en los órganos de administración y la incidencia, en su caso, en la responsabilidad social de la empresa.

Además, en el proyecto se mencionará que la operación se va a acoger al régimen de neutralidad fiscal previsto en la LIS.

Una vez preparado el proyecto de fusión, los administradores están obligados a insertar el proyecto común de fusión en la página web de cada una de las sociedades que participan en la fusión, sin perjuicio de poder depositar voluntariamente un ejemplar del proyecto común de fusión en el Registro Mercantil correspondiente a cada una de las sociedades que participan en ella. El hecho de la inserción del proyecto de fusión en la página web se publicará de forma gratuita en el BORME, con expresión de la página web en que figure y de la fecha de la inserción. La inserción en la web del proyecto y la fecha de la misma se acreditarán mediante la certificación del contenido de aquella, remitido al correspondiente Registro Mercantil, debiéndose publicar en el BORME dentro de los cinco días siguientes a la recepción de la última certificación.

La inserción en la página web y la publicación de este hecho en el BORME deberán efectuarse con un mes de antelación, al menos, a la fecha prevista para la celebración de la junta general que haya de acordar la fusión. La inserción del proyecto de fusión en la página web deberá mantenerse hasta que finalice el plazo para el ejercicio por los acreedores del derecho de oposición a la fusión (art. 32.1 de la LME).

Ahora bien, si alguna de las sociedades que participan en la fusión careciera de página web, los administradores están obligados a depositar un ejemplar del proyecto común de fusión en el Registro Mercantil en que estuviera inscrita. Efectuado el depósito, el Registrador comunicará al Registrador Mercantil Central, para su inmediata publicación gratuita en el BORME, el hecho del depósito y la fecha en que hubiere tenido lugar (art. 32.2 de la LME)⁵¹⁸.

En cualquier caso, la publicación del anuncio de convocatoria de las juntas de socios que hayan de resolver sobre la fusión o la comunicación individual de ese anuncio a los socios no podrá realizarse antes de la publicación de la inserción o del depósito del proyecto en el BORME (art. 32.3 de la LME).

6.2. Los informes sobre el proyecto.

Como ya hemos visto, es un requisito tradicionalmente destacado por la doctrina y auténtico eje sobre el que gira el proceso de fusión, el de que la fase preparatoria garantice el derecho de información del socio. Para ello, son esenciales los informes que sobre el proyecto común de fusión han de elaborar tanto los administradores de las sociedades participantes en la operación como los de los expertos independientes.

Así, los administradores de cada una de las sociedades que participan en la fusión elaborarán un informe explicando y justificando detalladamente el proyecto común de fusión en sus aspectos jurídicos y económicos, con especial referencia al tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas y a las especiales dificultades de valoración que pudieran existir, así como las implicaciones de la fusión para los socios, los acreedores y los trabajadores (art. 33 de la LME). De este modo, y como señalan SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE el informe de los administradores “*ha de*

⁵¹⁸ Dentro de los cinco días hábiles siguientes al de la fecha del asiento de presentación, el Registrador calificará exclusivamente si el documento presentado es el exigido por la Ley y si está debidamente suscrito. Cumplidos estos requisitos, tendrá por efectuado el depósito, practicando las correspondientes notas marginales en el diario y en la hoja abierta a la sociedad (art. 226.2 del RRM).

*estimarse como complementario del proyecto de fusión que ellos mismos han redactado*⁵¹⁹.

Por lo que se refiere al informe de los expertos independientes, el art. 34 de la LME señala, en síntesis, lo siguiente:

- (i) Cuando alguna de las sociedades que participen en la fusión sea anónima o comanditaria por acciones, los administradores de cada una de las sociedades que se fusionan deberán solicitar del Registrador Mercantil correspondiente al domicilio social el nombramiento de uno o varios expertos independientes y distintos, para que, por separado, emitan informe sobre el proyecto común de fusión⁵²⁰.

Ahora bien, a fin de evitar repeticiones innecesarias y duplicidad de tareas, los administradores de todas las sociedades que se fusionan podrán pedir al Registrador Mercantil que designe uno o varios expertos para la elaboración de un único informe. La competencia para el nombramiento corresponderá al Registrador Mercantil del domicilio social de la sociedad absorbente o del que figure en el proyecto común de fusión como domicilio de la nueva sociedad.

- (ii) Los expertos nombrados podrán obtener de las sociedades que participan en la fusión, sin limitación alguna, todas las informaciones y documentos que crean útiles y proceder a todas las verificaciones que estimen necesarias.

⁵¹⁹ SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *op. cit.*, pág. 719.

⁵²⁰ Para nombrar a los expertos independientes se habrá de estar a lo dispuesto en los arts. 338 y siguientes del RRM.

Así, de acuerdo con el art. 340 del RRM el Registrador designará al experto en un plazo máximo de quince días contados desde que se hubiera presentado la solicitud del nombramiento.

El experto independiente dispone, conforme a lo previsto en el art. 345 del RRM, del plazo de un mes a contar desde la fecha de su aceptación del encargo para emitir el informe (plazo ampliable por el Registrador Mercantil, a solicitud del experto, cuando concurren circunstancias excepcionales). Asimismo, hay que tener en cuenta que el informe del experto caduca a los tres meses de su emisión, salvo que con anterioridad se ratifique por el propio experto, en cuyo caso se prorroga su validez tres meses más.

- (iii) El informe del experto o de los expertos estará dividido en dos partes: en la primera, deberán exponer los métodos seguidos por los administradores para establecer el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios de las sociedades que se extinguen, explicar si esos métodos son adecuados, con expresión de los valores a los que conducen y, si existieran, las dificultades especiales de valoración, y manifestar la opinión de si el tipo de canje está o no justificado; y, en la segunda, deberán manifestar la opinión de si el patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen es igual, al menos, al capital de la nueva sociedad o al importe del aumento del capital de la sociedad absorbente.

De este modo, se quiere garantizar el respeto al principio de integridad o realidad del capital social.

Ahora bien, el contenido del informe del experto o de los expertos sobre el proyecto de fusión estará integrado únicamente por la segunda parte cuando, en todas las sociedades que participen en la fusión, así lo hayan acordado todos los socios con derecho de voto y, además, todas las personas que, en su caso, según la Ley o los estatutos sociales, fueran titulares de ese derecho.

6.3. Convocatoria de la junta y acuerdo de fusión.

La fusión ha de ser aprobada por la junta de socios de cada una de las sociedades participantes en la operación. Para poder celebrar dichas juntas habrá que convocarlas previamente.

Así, el art. 39.1 de la LME señala que antes de la publicación del anuncio de convocatoria de las juntas de socios que hayan de resolver sobre la fusión o de la comunicación individual de ese anuncio a los socios, los administradores deberán insertar en la página web de la sociedad, con posibilidad de descargarlos e imprimirlos o, si no tuviera página web, poner a disposición de los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y de los representantes de los trabajadores, en el domicilio social, los siguientes documentos:

- (i) El proyecto común de fusión.
- (ii) En su caso, los informes de los administradores de cada una de las sociedades sobre el proyecto de fusión.
- (iii) En su caso, los informes de los expertos independientes.
- (iv) Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como los correspondientes informes de los auditores de cuentas de las sociedades en las que fueran legalmente exigibles.
- (v) El balance de fusión de cada una de las sociedades, cuando sea distinto del último balance anual aprobado, acompañado, si fuera exigible, del informe de auditoría o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido.

Respecto del balance de fusión conviene que apuntemos las siguientes cuestiones:

- a) El último balance de ejercicio aprobado podrá considerarse balance de fusión, siempre que hubiere sido cerrado dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión.

Si el balance anual no cumpliera con ese requisito, será preciso elaborar un balance cerrado con posterioridad al primer día del tercer mes precedente a la fecha del proyecto de fusión, siguiendo los mismos métodos y criterios de presentación del último balance anual (art. 36.1 de la LME).

En ambos casos podrán modificarse las valoraciones contenidas en el último balance en atención a las modificaciones importantes del valor razonable que no aparezcan en los asientos contables (art. 36.2 de la LME).

Ahora bien, si en la fusión participan una o varias sociedades anónimas cotizadas cuyos valores estén ya admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un mercado regulado

domiciliado en la Unión Europea, el balance de fusión podrá ser sustituido por el informe financiero semestral de cada una de ellas exigido por la legislación sobre mercado de valores, siempre que dicho informe hubiere sido cerrado y hecho público dentro de los seis meses anteriores a la fecha del proyecto de fusión. El informe se pondrá a disposición de los accionistas en la misma forma que la establecida para el balance de fusión (art. 36.3 de la LME).

- b) El balance de fusión y las modificaciones de las valoraciones contenidas en el mismo deberán ser verificados por el auditor de cuentas de la sociedad, cuando exista obligación de auditar, y habrán de ser sometidos a la aprobación de la junta de socios que resuelva sobre la fusión a cuyos efectos deberá mencionarse expresamente en el orden del día de la junta (art. 37 de la LME).
 - c) El balance podrá ser impugnado en los términos que más adelante se expresarán.
- (vi) Los estatutos sociales vigentes incorporados a escritura pública y, en su caso, los pactos relevantes que vayan a constar en documento público.
 - (vii) El proyecto de escritura de constitución de la nueva sociedad o, si se trata de una absorción, el texto íntegro de los estatutos de la sociedad absorbente o, a falta de estos, de la escritura por la que se rija, incluyendo destacadamente las modificaciones que hayan de introducirse.
 - (viii) La identidad de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión.

Asimismo, si la sociedad no tuviera página web, los socios, los obligacionistas, los titulares de derechos especiales y los representantes de los trabajadores que así lo soliciten por cualquier medio admitido en Derecho tendrán derecho al examen en el domicilio social de copia íntegra de los documentos a los que se

acaba de hacer referencia, así como a la entrega o al envío gratuitos de un ejemplar de cada uno de ellos (art. 39.2 de la LME).

Por otra parte, las modificaciones importantes del activo o del pasivo acaecidas en cualquiera de las sociedades que se fusionan, entre la fecha de redacción del proyecto de fusión y la de la reunión de la junta de socios que haya de aprobarla, habrán de comunicarse a la junta de todas las sociedades que se fusionan. A tal efecto, los administradores de la sociedad en que se hubieran producido las modificaciones deberán ponerlas en conocimiento de los administradores de las restantes sociedades para que puedan informar a sus respectivas juntas. Esta información no será exigible cuando, en todas y cada una de las sociedades que participen en la fusión, lo acuerden todos los socios con derecho de voto y, en su caso, de quienes de acuerdo con la ley o los estatutos pudieran ejercer legítimamente ese derecho (art. 39.3 de la LME).

La publicación de la convocatoria de la junta o la comunicación individual de ese anuncio a los socios, habrá de realizarse con un mes de antelación, como mínimo, a la fecha prevista para la celebración de la junta; deberán incluir las menciones mínimas del proyecto de fusión legalmente exigidas; y harán constar la fecha de inserción de los documentos indicados en el artículo 39 de la LME en la página web de la sociedad o, si esta no tuviera página web, el derecho que corresponde a todos los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y representantes de los trabajadores a examinar en el domicilio social copia de esos documentos, así como a obtener la entrega o el envío gratuitos de los mismos (art. 40.2 de la LME)⁵²¹.

⁵²¹ Respecto de la convocatoria, en materia de sociedades anónimas y de sociedades de responsabilidad limitada, debemos tener en cuenta la redacción dada al art. 173 de la LSC por la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, a cuyo tenor “1. La junta general será convocada mediante anuncio publicado en la página web de la sociedad si ésta hubiera sido creada, inscrita y publicada en los términos previstos en el artículo 11 bis. Cuando la sociedad no hubiere acordado la creación de su página web o todavía no estuviera ésta debidamente inscrita y publicada, la convocatoria se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia en que esté situado el domicilio social.

2. En sustitución de la forma de convocatoria prevista en el párrafo anterior, los estatutos podrán establecer que la convocatoria se realice por cualquier procedimiento de comunicación individual y escrita, que asegure la recepción del anuncio por todos los socios en el domicilio designado al efecto o en el que conste en la documentación de la sociedad. En el caso de

Cumplidos los requisitos formales de la convocatoria, la fusión habrá de ser acordada necesariamente por la junta de socios de cada una de las sociedades que participen en ella, ajustándose estrictamente al proyecto común de fusión, con los requisitos y formalidades establecidos en el régimen de las sociedades que se fusionan⁵²² (art. 40.1 de la LME).

De acuerdo con el art. 228 del RRM el acuerdo de fusión habrá de expresar necesariamente las circunstancias siguientes:

- (i) La identidad de las sociedades participantes.
- (ii) Los estatutos que hayan de regir el funcionamiento de la nueva sociedad, así como la identidad de las personas que hayan de encargarse inicialmente de la administración y representación de la sociedad y, en su caso, de los auditores de cuentas. En caso de fusión por absorción, se expresarán las modificaciones estatutarias que procedan.

En este mismo sentido, el art. 40.3 de la LME señala que cuando la fusión se realice mediante la creación de una nueva sociedad, el

socios que residan en el extranjero, los estatutos podrán prever que solo serán individualmente convocados si hubieran designado un lugar del territorio nacional para notificaciones.

3. Los estatutos podrán establecer mecanismos adicionales de publicidad a los previstos en la ley e imponer a la sociedad la gestión telemática de un sistema de alerta a los socios de los anuncios de convocatoria insertados en la web de la sociedad”.

En caso de que se celebraran juntas universales, no sería necesaria la convocatoria, y los tiempos se verían claramente reducidos.

⁵²² Para la constitución de la junta, será necesario cumplir con la mayoría fijada en el art. 199 de la LSC si es una sociedad de responsabilidad limitada y con el quórum y las mayorías previstas en los arts. 194 y 201 de la LSC, si es una sociedad anónima.

Así, tratándose de sociedades de responsabilidad limitada el acuerdo de fusión requerirá el voto favorable de, al menos, dos tercios de los votos correspondientes a las participaciones en que se divida el capital social (art. 199 b) de la LSC).

Si nos encontramos ante sociedades anónimas, el acuerdo se adoptará por mayoría siempre que en primera convocatoria esté presente o representado, al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto (arts. 194 y 201.1 de la LSC). En segunda convocatoria, será suficiente la concurrencia del veinticinco por ciento del capital (art. 194.2 de la LSC). Ahora bien, será necesario el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento (art. 201.2 de la LSC).

acuerdo de fusión deberá incluir las menciones legalmente exigidas para la constitución de aquella.

- (iii) El tipo de canje de las acciones o participaciones y, en su caso, la compensación complementaria en dinero que se prevea.
- (iv) El procedimiento por el que serán canjeadas las acciones o participaciones de las sociedades que se extinguen, así como la fecha a partir de la cual las nuevas acciones o participaciones darán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.
- (v) La fecha a partir de la cual las operaciones de las sociedades que se extinguen se considerarán realizadas a efectos contables por cuenta de la sociedad a la que traspasan su patrimonio.
- (vi) Los derechos que hayan de otorgarse en la sociedad absorbente o en la nueva sociedad a los titulares de acciones de clases especiales, a los titulares de participaciones privilegiadas y a quienes tengan derechos especiales distintos de las acciones o de las participaciones en las sociedades que se extingan o, en su caso, las opciones que se les ofrezcan.
- (vii) Las ventajas de cualquier clase que hayan de atribuirse en la sociedad absorbente o en la nueva sociedad a los expertos independientes que hayan intervenido en el proyecto de fusión, así como a los administradores de las sociedades que, en su caso, hayan intervenido en el proyecto de fusión.

Es más, el art. 41 de la LME incluye una serie de exigencias especiales para determinados supuestos, a saber:

- (i) El acuerdo de fusión exigirá, además, el consentimiento de todos los socios que, por virtud de la fusión, pasen a responder ilimitadamente de las deudas sociales, así como el de los socios de las sociedades que se extingan que hayan de asumir obligaciones personales en la sociedad resultante de la fusión.

- (ii) También será necesario el consentimiento individual de los titulares de derechos especiales distintos de las acciones o participaciones cuando no disfruten, en la sociedad resultante de la fusión, de derechos equivalentes a los que les correspondían en la sociedad extinguida, a no ser que la modificación de tales derechos hubiera sido aprobada, en su caso, por la asamblea de esos titulares.

Además, en el acuerdo se indicará que la operación se va a acoger al régimen de neutralidad fiscal previsto en la LIS.

Asimismo, es bastante frecuente que el acuerdo de fusión incluya también una delegación a favor de los administradores para que otorguen la escritura de fusión y consigan la inscripción de la misma en el Registro Mercantil.

Finalmente, de lo que no se deben olvidar los participantes de la operación es de que cualquier acuerdo de una sociedad que modifique el proyecto de fusión equivaldrá al rechazo de la propuesta (art. 40.1 *in fine* de la LME).

6.4. Publicación del acuerdo de fusión.

El acuerdo de fusión, una vez adoptado, se publicará en el BORME y en uno de los diarios de gran circulación en las provincias en las que cada una de las sociedades tenga su domicilio. En el anuncio se hará constar el derecho que asiste a los socios y acreedores de obtener el texto íntegro del acuerdo adoptado y del balance de la fusión, así como el derecho de oposición que corresponde a los acreedores (art. 43.1 de la LME).

No será necesaria la publicación cuando el acuerdo se comunique individualmente por escrito a todos los socios y acreedores, por un procedimiento que asegure la recepción de aquel en el domicilio que figure en la documentación de la sociedad (art. 43.2 de la LME).

6.5. Derecho de oposición de los acreedores.

Al igual que ocurre en la LSC para la reducción de capital (art. 333 de la LSC para la sociedad de responsabilidad limitada y art. 334 de la LSC para la sociedad anónima), la LME en su art. 44 ha previsto un derecho de oposición

que, en síntesis, consiste en que los acreedores pueden oponerse a la operación en tanto en cuanto su crédito no sea afianzado solidariamente por una entidad de crédito.

En efecto, la ejecución de la fusión no podrá ser realizada antes de que transcurra un mes, contado desde la fecha de publicación del último anuncio del acuerdo por el que se aprueba la fusión o, en caso de comunicación por escrito a todos los socios y acreedores, del envío de la comunicación al último de ellos (art. 44.1 de la LME).

Dentro de ese plazo, los acreedores de cada una de las sociedades que se fusionan cuyo crédito hubiera nacido antes de la fecha de inserción del proyecto de fusión en la página web de la sociedad o de depósito de ese proyecto en el Registro Mercantil y no estuviera vencido en ese momento, podrán oponerse a la fusión hasta que se les garanticen tales créditos. Si el proyecto de fusión no se hubiera insertado en la página web de la sociedad ni depositado en el Registro Mercantil competente, la fecha de nacimiento del crédito deberá haber sido anterior a la fecha de publicación del acuerdo de fusión o de la comunicación individual de ese acuerdo al acreedor.

Por su parte, los obligacionistas podrán ejercer el derecho de oposición en los mismos términos que los restantes acreedores, salvo que la fusión hubiere sido aprobada por la asamblea de obligacionistas.

Ahora bien, los acreedores cuyos créditos se encuentren ya suficientemente garantizados no tendrán derecho de oposición (art. 44.2 de la LME).

En los casos en los que los acreedores tengan derecho a oponerse a la fusión, esta no podrá llevarse a efecto hasta que la sociedad presente garantía a satisfacción del acreedor o, en otro caso, hasta que notifique a dicho acreedor la prestación de fianza solidaria en favor de la sociedad por una entidad de crédito debidamente habilitada para prestarla, por la cuantía del crédito de que fuera titular el acreedor, y hasta tanto no prescriba la acción para exigir su cumplimiento (art. 44.3 de la LME).

Finalmente, si la fusión se hubiera llevado a efecto a pesar del ejercicio, en tiempo y forma, del derecho de oposición por acreedor legítimo, sin observancia de lo establecido en el art. 44.3 de la LME, el acreedor que se hubiera opuesto podrá solicitar del Registro Mercantil en que se haya inscrito la fusión que, por nota al margen de la inscripción practicada, se haga constar el ejercicio del derecho de oposición.

El Registrador practicará la nota marginal si el solicitante acreditase haber ejercitado, en tiempo y forma, el derecho de oposición mediante comunicación fehaciente a la sociedad de la que fuera acreedor. La nota marginal se cancelará de oficio a los seis meses de su fecha, salvo que con anterioridad se haya hecho constar por anotación preventiva, la interposición de demanda ante el Juzgado de lo Mercantil contra la sociedad absorbente o contra la nueva sociedad en la que se solicite la prestación de garantía del pago del crédito conforme a lo establecido en la LME (art. 44.4 de la LME).

A la luz de lo anterior, podemos resaltar que la *ratio* del derecho de oposición de los acreedores es variada:

- (i) Por un lado, la fusión impone a los acreedores de las sociedades absorbidas un cambio de deudor pues la sociedad absorbida se extingue y la de nueva creación o la absorbente asumen por sucesión universal la deuda. Si atendemos a lo dispuesto por el art. 1205 del CC la novación subjetiva de deudor puede hacerse sin el conocimiento de este, pero no sin el consentimiento del acreedor. Ahora bien, este requisito haría imposible llevar a cabo una fusión. Por ende, la LME sustituye la novación subjetiva con consentimiento del acreedor por el derecho de oposición.
- (ii) Por otro lado, a los acreedores de la sociedad absorbente también les beneficia el derecho de oposición pues con la fusión entran por sucesión universal en la absorbente nuevas deudas frente a las que ha de responder su patrimonio y ello puede suponer en determinados supuestos un debilitamiento de su solvencia frente a terceros.

6.6. La formalización e inscripción de la fusión.

Concluido el plazo de oposición de los acreedores se puede proceder a otorgar la escritura pública de fusión por las sociedades que se fusionan.

El contenido de la escritura de fusión, que se encuentra regulado tanto en el art. 45 de la LME como en el art. 227 del RRM, incluye lo siguiente:

- (i) La manifestación de los otorgantes, bajo su responsabilidad, de que han cumplido fielmente sus deberes de información frente a los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales, así como a los acreedores y a los representantes de los trabajadores al publicar la convocatoria de la junta que va a decidir sobre la fusión (*vid.* arts. 39 y 43 de la LME).
- (ii) La declaración de los otorgantes respectivos sobre la inexistencia de oposición por parte de los acreedores y obligacionistas o, en su caso, la identidad de quienes se hubiesen opuesto, el importe de su crédito y las garantías que hubiere prestado la sociedad.
- (iii) La fecha de publicación en el BORME del depósito del proyecto de fusión.
- (iv) Las fechas de publicación del acuerdo de fusión en el BORME.
- (v) El balance de fusión de las sociedades participantes en la operación (o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido) y, en su caso, el informe de los auditores (art. 45.1 de la LME).
- (vi) El contenido íntegro del acuerdo de fusión.
- (vii) Si la fusión se realizara mediante la creación de una nueva sociedad, la escritura deberá contener, además, las menciones legalmente exigidas para la constitución de la misma en atención al tipo elegido.

Si se realizara por absorción, la escritura contendrá las modificaciones estatutarias (incluida, en su caso, la ampliación de capital) que se

hubieran acordado por la sociedad absorbente con motivo de la fusión y el número, clase y serie de las acciones o las participaciones o cuotas que hayan de ser atribuidas, en cada caso, a cada uno de los nuevos socios (art. 45.2 de la LME).

Por lo que se refiere a la inscripción de la fusión, el RRM señala lo siguiente:

- (i) La inscripción habrá de solicitarse dentro del mes siguiente al otorgamiento de los documentos necesarios para la práctica de la misma (art. 83 del RRM).
- (ii) El Registrador Mercantil dispone de un plazo de quince días naturales (extensible a treinta, si concurre justa causa) para calificar la escritura e inscribir la fusión (art. 39.1 del RRM).
- (iii) Finalmente, una vez practicada la inscripción, la fecha de presentación de la escritura será, con carácter general, la fecha de efectos de la fusión (art. 55 del RRM).

Y el art. 46 de la LME, por su parte, indica claramente que:

- (i) La inscripción en el Registro Mercantil tiene carácter constitutivo. De este modo, la eficacia de la fusión se producirá con la inscripción de la nueva sociedad o, en su caso, con la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil competente.

En este sentido, el art. 232 del RRM complementa lo anterior al señalar lo siguiente:

- a) Si la fusión diera lugar a la creación de una nueva sociedad, se abrirá a esta la correspondiente hoja registral, practicándose en ella una primera inscripción en la que se recogerán las menciones legalmente exigidas para la constitución de la nueva sociedad y demás circunstancias del acuerdo de fusión.
- b) Si la fusión se verificara por absorción se inscribirán en la hoja abierta a la sociedad absorbente las modificaciones estatutarias que,

en su caso, se hayan producido y demás circunstancias del acuerdo de fusión.

- (ii) Una vez inscrita la fusión se cancelarán los asientos registrales de las sociedades extinguidas.

6.7. La impugnación de la fusión.

La fusión puede ser impugnada por los socios disidentes mediante dos vías:

- (i) En primer lugar, puede impugnarse el balance de la fusión, si bien es cierto que dicha impugnación no podrá suspender por sí sola la ejecución de la fusión (art. 38 de la LME): en estos casos, a solicitud del socio que se considere perjudicado por la relación de canje establecida, podrá someterse al Registrador Mercantil del domicilio social la designación de experto independiente que fije la cuantía de la indemnización compensatoria, siempre que así se hubiera previsto en los estatutos o decidido expresamente por las juntas que acuerden la fusión.

La solicitud al Registrador Mercantil se efectuará en el plazo de un mes a contar desde la fecha de la publicación del acuerdo de fusión o escisión en el BORME y se sustanciará por las reglas establecidas en el RRM.

- (ii) En segundo lugar, puede impugnarse la fusión en sí misma. En este caso, se habrá de estar a lo previsto por el art. 47 de la LME cuyas principales características son las siguientes:
 - a) Ninguna fusión podrá ser impugnada tras su inscripción siempre que se haya realizado de conformidad con las previsiones de la LME⁵²³.
 - b) El plazo para el ejercicio de la acción de impugnación caduca a los tres meses, contados desde la fecha en que la fusión fuera oponible a quien invoca la nulidad.

⁵²³ Eso sí, a fin de proteger a los terceros de buena fe, quedan a salvo, los derechos de los socios y de los terceros al resarcimiento de los daños y perjuicios causados.

- c) La sentencia que declare la nulidad habrá de inscribirse en el Registro Mercantil, se publicará en el BORME y no afectará por sí sola a la validez de las obligaciones nacidas después de la inscripción de la fusión, a favor o a cargo de la sociedad absorbente o de la nueva sociedad surgida de la fusión.

De tales obligaciones, cuando sean a cargo de la sociedad absorbente o de la nueva sociedad, responderán solidariamente las sociedades que participaron en la fusión.

- d) Si la fusión lo fuere por el procedimiento de creación de una nueva sociedad se estará, además, al régimen de nulidad del tipo societario de que se trate⁵²⁴.
- e) Finalmente, entendemos que, al menos para las sociedades de capital, supletoriamente se deberá aplicar las normas sobre impugnación de acuerdos sociales contenidas en los arts. 204 y siguientes de la LSC.

7. Fusiones especiales.

7.1. La fusión de sociedades en liquidación.

De acuerdo con el art. 28 de la LME las sociedades que hayan acordado su disolución y se encuentren en fase de liquidación podrán fusionarse con otras siempre que no haya comenzado la distribución de su patrimonio entre los socios⁵²⁵.

Ahora bien, habrá de tenerse en cuenta que el proyecto de fusión será preparado y firmado, en este caso, por los liquidadores que se hayan nombrado al acordarse la disolución de la sociedad.

⁵²⁴ Para el caso de sociedades de capital tendremos que estar a lo dispuesto por los arts. 56 y 57 de la LSC.

⁵²⁵ Estas fusiones ya se permitían al amparo del art. 251 de la LSA y la Dirección General de los Registros y del Notariado ya ha resuelto algunas cuestiones sobre estas fusiones ciertamente interesantes. Por ejemplo, la RDGRN de 8 de noviembre de 1995 permite que una sociedad en liquidación, por expiración del plazo por el que se había constituido, pueda ser absorbida por otra sociedad. Eso sí, indica que una forma de salvaguardar los intereses de los minoritarios disidentes sería la aplicación analógica del derecho de separación.

Por otra parte, no podemos olvidar que la normativa concursal también contempla un fenómeno similar. En efecto, de acuerdo con el art. 100.3 de la LC (según la redacción dada por la reciente Ley 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la LC y que entró en vigor el pasado 1 de enero de 2012), en ningún caso la propuesta de convenio podrá consistir en la cesión de bienes y derechos a los acreedores en pago o para pago de sus créditos (con la excepción del supuesto previsto en el artículo 155.4 de la propia LC reformada), ni en cualquier forma de liquidación global del patrimonio del concursado para satisfacción de sus deudas, ni en la alteración de la clasificación de créditos establecida por la Ley, ni de la cuantía de los mismos fijada en el procedimiento, sin perjuicio de las quitas que pudieran acordarse y de la posibilidad de fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo de la persona jurídica concursada.

7.2. Fusión simplificada mediante acuerdo unánime de fusión.

El art. 42 de la LME recoge como novedad significativa en nuestro ordenamiento la posibilidad de realizar una fusión de carácter simplificado mediante acuerdo unánime de fusión.

De este modo, el acuerdo de fusión podrá adoptarse sin necesidad de publicar o depositar previamente los documentos exigidos por la Ley y sin informe de los administradores sobre el proyecto de fusión cuando se adopte, en cada una de las sociedades que participan en la fusión, en junta universal y por unanimidad de todos los socios con derecho de voto y, en su caso, de quienes de acuerdo con la Ley o los estatutos pudieran ejercer legítimamente ese derecho.

Eso sí, los derechos de información de los representantes de los trabajadores sobre la fusión, incluida la información sobre los efectos que pudiera tener sobre el empleo, no podrán ser restringidos por el hecho de que la fusión sea aprobada en junta universal.

7.3. La fusión por absorción de sociedad íntegramente participada.

Bajo la rúbrica de fusión por absorción de sociedad íntegramente participada el art. 49 de la LME regula el régimen de las fusiones impropias.

Así, según el art. 49.1 de la LME cuando la sociedad absorbente fuera titular de forma directa o indirecta de todas las acciones o participaciones sociales en que se divida el capital de la sociedad o sociedades absorbidas⁵²⁶, la operación se simplifica bastante pues podrá realizarse sin necesidad de que concurren los siguientes requisitos:

- (i) No será necesario incluir en el proyecto de fusión las siguientes menciones:
 - a) El tipo de canje, la compensación complementaria en dinero ni el procedimiento de canje.
 - b) La fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones, participaciones o cuotas tendrán derecho a participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho.
 - c) La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio de cada sociedad que se transmita a la sociedad resultante.
 - d) Las fechas de las cuentas de las sociedades que se fusionan utilizadas para establecer las condiciones en que se realiza la fusión.
- (ii) Tampoco serán preceptivos los informes de administradores y expertos sobre el proyecto de fusión.
- (iii) La sociedad absorbente no tendrá que aumentar su capital.
- (iv) No hará falta la aprobación de la fusión por las juntas generales de la sociedad o sociedades absorbidas.

⁵²⁶ Del tenor literal del art. 49 de la LME se deduce que el régimen previsto para este tipo de fusiones solo sería aplicable en aquellos casos en los que la sociedad absorbida es una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada.

Es más, a tenor de lo dispuesto en el art. 51 de la LME, cuando la sociedad absorbente fuera titular de la totalidad del capital social de la sociedad o de las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que vayan a ser objeto de absorción (fusión impropia de titularidad directa), no será necesaria la aprobación de la fusión por la junta de socios de la sociedad absorbente, siempre que con un mes de antelación como mínimo a la fecha prevista para la formalización de la absorción, se hubiera publicado el proyecto por cada una de las sociedades participantes en la operación con un anuncio, publicado en la página web de la sociedad o, caso de no existir, en el BORME o en uno de los diarios de gran circulación en la provincia en las que cada una de las sociedades tenga su domicilio, en el que se haga constar el derecho que corresponde a los socios de la sociedad absorbente y a los acreedores de las sociedades que participan en la fusión a examinar en el domicilio social:

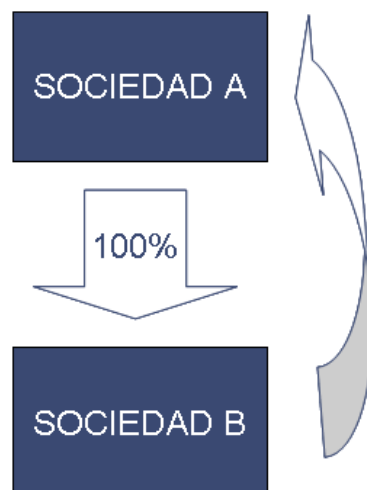
- (i) El proyecto común de fusión.
- (ii) Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como, cuando proceda, los correspondientes informes de los auditores.
- (iii) Y, en su caso:
 - a) Los informes de los administradores de las sociedades participantes en la fusión sobre el proyecto de fusión.
 - b) Los informes de los expertos independientes.
 - c) El balance de fusión de cada una de las sociedades acompañados, cuando proceda, del informe de auditoría (o en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido).

Asimismo, los socios de la sociedad absorbente y los acreedores de las sociedades que participan en la fusión tendrán derecho a obtener, cuando no se haya publicado en la página web, en los términos previstos en el art. 32 de la LME, la entrega o el envío gratuitos del texto íntegro de todos los anteriores documentos.

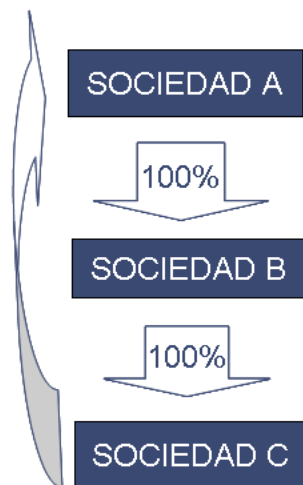
En el anuncio deberá mencionarse el derecho de los socios que representen, al menos, el uno por ciento del capital social a exigir la celebración de la junta de la sociedad absorbente para la aprobación de la absorción, así como el derecho de los acreedores de esa sociedad a oponerse a la fusión en el plazo de un mes desde la publicación del proyecto en los términos establecidos en la LME.

Ahora bien, los administradores de la sociedad absorbente estarán obligados a convocar la junta para que apruebe la absorción cuando, dentro de los quince días siguientes a la publicación del último de los anuncios a los que nos acabamos de referir, lo soliciten socios que representen, al menos, el uno por ciento del capital social. En este supuesto, la junta debe ser convocada para su celebración dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que se hubiera requerido notarialmente a los administradores para convocarla.

A efectos ilustrativos podemos representar la fusión impropia de titularidad directa de la siguiente manera:



Por otra parte, el apartado 2 del art. 49 de la LME recoge la fusión impropia de titularidad indirecta que gráficamente podría representarse así:



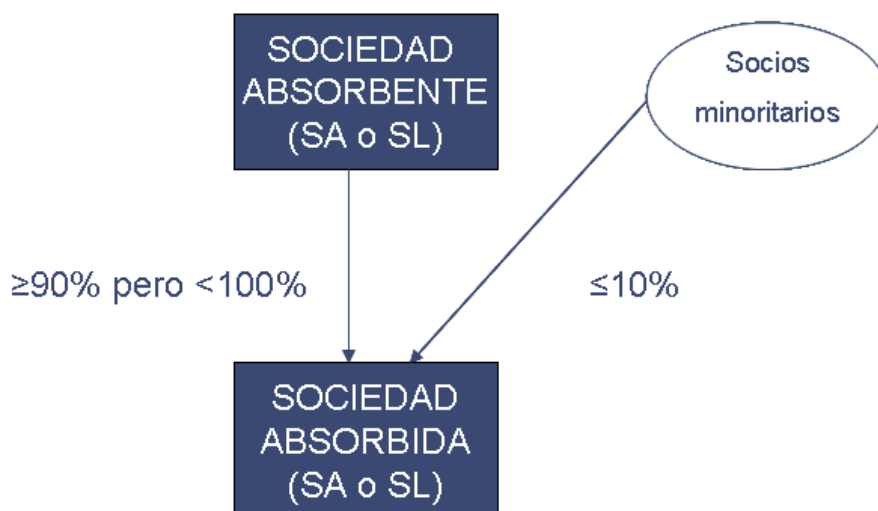
Así, cuando la sociedad absorbente fuese titular de forma indirecta de todas las acciones o participaciones sociales en que se divide el capital de la sociedad absorbida, además de tener en cuenta lo dispuesto en el apartado 1 del mismo art. 49 de la LME, será siempre necesario el informe de expertos independientes sobre el proyecto común de fusión y será exigible, en su caso, el aumento de capital de la sociedad absorbente.

Eso sí, cuando esta fusión provoque una disminución del patrimonio neto de sociedades que no intervienen en la fusión por la participación que tienen en la sociedad absorbida, la sociedad absorbente deberá compensar a estas últimas sociedades por el valor razonable de esa participación.

7.4. La fusión por absorción de sociedad participada al noventa por ciento.

En el art. 50 de la LME se recoge un régimen simplificado para aquellas fusiones por absorción en las que todas las sociedades participantes en la fusión son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada y en las que la sociedad absorbente es titular directa de al menos un noventa por ciento pero sin llegar al cien por cien del capital de la sociedad o sociedades absorbidas.

Gráficamente la estructura de la operación sería la siguiente:



En estos casos, no serán necesarios los informes de administradores y de expertos sobre el proyecto de fusión, siempre que en este se ofrezca por la sociedad absorbente a los socios de las sociedades absorbidas la adquisición de sus acciones o participaciones sociales, estimadas en su valor razonable, dentro de un plazo determinado que no podrá ser superior a un mes a contar desde la fecha de la inscripción de la absorción en el Registro Mercantil (art. 50.1 de la LME).

Por otra parte, en el proyecto de fusión deberá constar el valor establecido para la adquisición de las acciones o participaciones sociales. Los socios que manifiesten la voluntad de transmitir las acciones o participaciones sociales a la sociedad absorbente, pero que no estuvieran de acuerdo con el valor que para las mismas se hubiera hecho constar en el proyecto, podrán, a su elección y dentro del plazo de seis meses desde que notificaron su voluntad de enajenar sus acciones o participaciones, optar entre solicitar del Registro Mercantil correspondiente al domicilio de la sociedad absorbente la designación de un auditor de cuentas, distinto del de la sociedad, para que determine el valor razonable de sus acciones o participaciones, o bien ejercitar las acciones judiciales correspondientes para exigir que esta las adquiera por el valor razonable que se fije en el procedimiento (art. 50.2 de la LME).

Las acciones o participaciones de los socios de la sociedad absorbida que no fueran adquiridas deberán ser canjeadas por acciones o participaciones propias que la absorbente tuviera en cartera. En otro caso, y siempre que no tenga que celebrarse la junta a solicitud de la minoría, los administradores están autorizados, si así lo prevé el proyecto de fusión, a elevar el capital en la medida estrictamente necesaria para el canje.

Asimismo, al igual que ocurría con la fusión impropia de titularidad directa, a este tipo de fusiones se le ha de aplicar lo dispuesto en el art. 51 de la LME sobre la junta general de la sociedad absorbente.

Así, cuando la sociedad absorbente fuera titular directa del noventa por ciento o más (sin llegar a la totalidad) del capital social de la sociedad o de las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada que vayan a ser objeto de absorción, no será necesaria la aprobación de la fusión por la junta de socios de la sociedad absorbente, siempre que con un mes de antelación como mínimo a la fecha prevista para la celebración de la junta o juntas de las sociedades absorbidas que deban pronunciarse sobre el proyecto de fusión, se hubiera publicado el proyecto por cada una de las sociedades participantes en la operación con un anuncio, publicado en la página web de la sociedad o, caso de no existir, en el BORME o en uno de los diarios de gran circulación en la provincia en las que cada una de las sociedades tenga su domicilio, en el que se haga constar el derecho que corresponde a los socios de la sociedad absorbente y a los acreedores de las sociedades que participan en la fusión a examinar en el domicilio social:

- (i) El proyecto común de fusión.
- (ii) Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como, cuando proceda, los correspondientes informes de los auditores.
- (iii) Y, en su caso:
 - a) Los informes de los administradores de las sociedades participantes en la fusión sobre el proyecto de fusión.

- b) Los informes de los expertos independientes.
- c) El balance de fusión de cada una de las sociedades acompañados, cuando proceda, del informe de auditoría (o en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido).

Asimismo, los socios de la sociedad absorbente y los acreedores de las sociedades que participan en la fusión tendrán derecho a obtener, cuando no se haya publicado en la página web, en los términos previstos en el art. 32 de la LME, la entrega o el envío gratuitos del texto íntegro de todos los anteriores documentos.

En el anuncio deberá mencionarse el derecho de los socios que representen, al menos, el uno por ciento del capital social a exigir la celebración de la junta de la sociedad absorbente para la aprobación de la absorción, así como el derecho de los acreedores de esa sociedad a oponerse a la fusión en el plazo de un mes desde la publicación del proyecto en los términos establecidos en la LME.

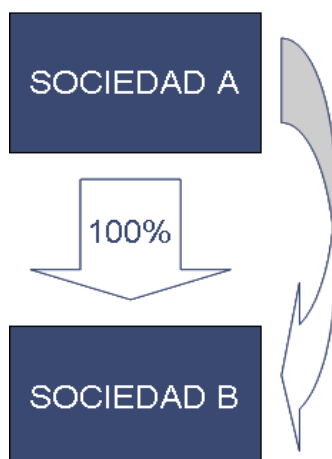
Ahora bien, los administradores de la sociedad absorbente estarán obligados a convocar la junta para que apruebe la absorción cuando, dentro de los quince días siguientes a la publicación del último de los anuncios a los que nos acabamos de referir, lo soliciten socios que representen, al menos, el uno por ciento del capital social. En este supuesto, la junta debe ser convocada para su celebración dentro de los dos meses siguientes a la fecha en que se hubiera requerido notarialmente a los administradores para convocarla.

7.5. Fusiones asimiladas a la fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas.

A. Fusión inversa (reverse merger).

Recogida en el art. 52 de la LME, la fusión inversa es aquella operación en la que la sociedad absorbida es titular del cien por cien del capital social de la sociedad absorbente.

Gráficamente puede representarse así:



Al igual que ocurre en la fusión impropia, de la literalidad del art. 52 parece inferirse que esta modalidad no es aplicable a todos los tipos societarios, sino que, por el contrario, es necesario que la sociedad absorbente sea una sociedad anónima o una sociedad de responsabilidad limitada.

El procedimiento de fusión abreviado en este caso es el mismo que el que vimos para la fusión impropia.

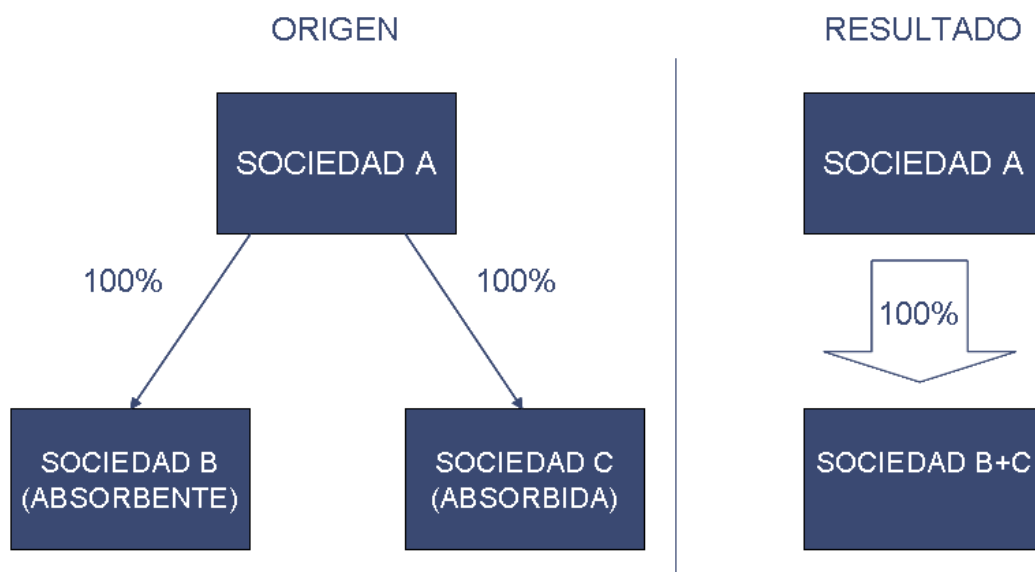
Ahora bien, en aquellos casos en los que la sociedad absorbida ostente indirectamente la titularidad del capital social de la sociedad absorbente, el procedimiento se complica un poco siendo obligatorio cumplir con los siguientes requisitos: (i) será necesario un informe de uno o varios expertos independientes; y (ii) en su caso, habrá que aumentar el capital.

Finalmente, cuando la fusión provoque una disminución del patrimonio neto de sociedades que no intervienen en la fusión por la participación que tienen en la sociedad absorbente o absorbida, la sociedad absorbente deberá compensar a dichas sociedades por el valor razonable de esa participación.

B. Fusión de sociedades gemelas.

Esta modalidad de fusión, recogida también en el art. 52 de la LME, es conocida en el mercado como la fusión de sociedades gemelas o de sociedades hermanas.

Gráficamente, la operación se estructuraría de la siguiente manera:

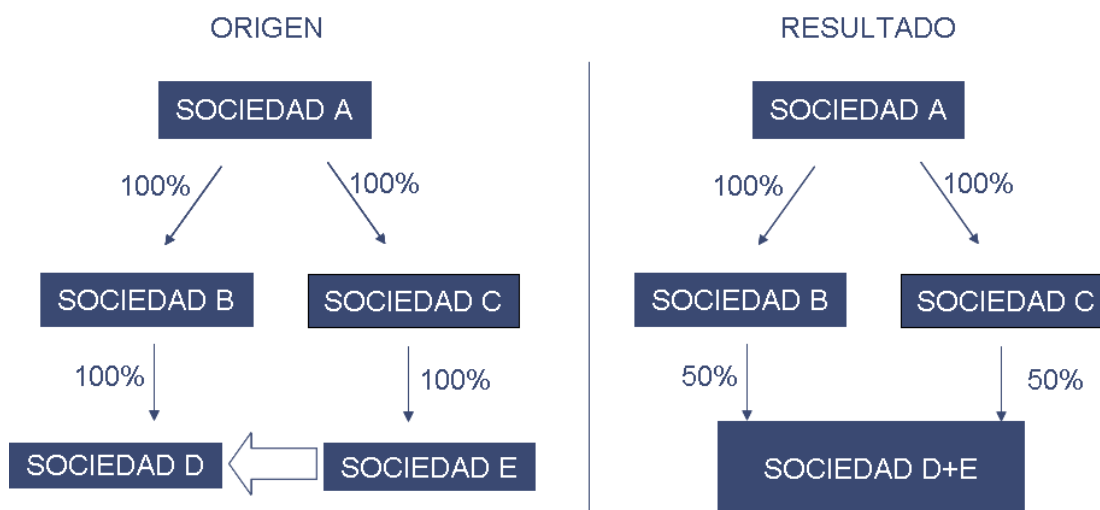


El procedimiento abreviado a seguir para esta modalidad de fusión será el mismo que hemos analizado para la fusión impropia, salvo cuando las sociedades absorbente y absorbida estén participadas indirectamente por el mismo socio. En este último supuesto, se deberá seguir el procedimiento abreviado previsto para la fusión inversa.

C. Fusión de sociedades primas.

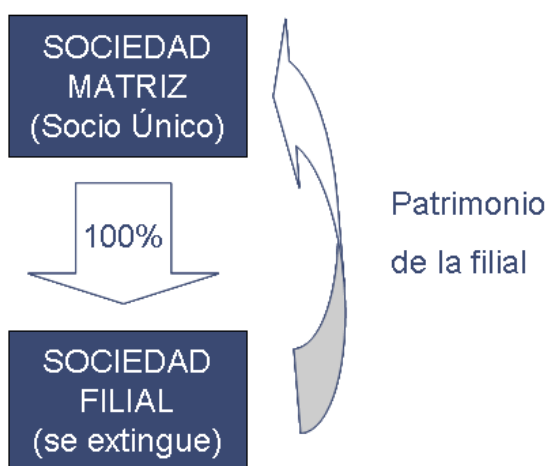
Una derivada de la fusión de sociedades gemelas, sería la fusión de sociedades primas y que no sería otra cosa que un supuesto de titularidad indirecta.

Un ejemplo gráfico sencillo de este fenómeno sería el siguiente:



7.6. Transmisión del patrimonio al socio único.

Por su parte, el art. 53 de la LME recoge como operación asimilada a la fusión el supuesto en el cual una sociedad se extingue transmitiendo en bloque su patrimonio a la sociedad que posee la totalidad de las acciones, participaciones o cuotas correspondientes a aquella.



7.7. La fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.

Finalmente, la LME regula en su art. 35 las fusiones apalancadas, o fusiones posteriores a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.

Esta modalidad de fusión ya ha sido analizada en detalle al explicar la problemática que plantea la prohibición de asistencia financiera en las operaciones de LBO. Ahora bien, por una razón de coherencia expositiva no podemos dejar de insistir en algunas cuestiones de especial importancia sobre esta figura⁵²⁷.

Como ya sabemos tras numerosas páginas de estudio, una adquisición apalancada o LBO se puede definir como aquella compraventa en la que el comprador adquiere una Sociedad *Target* o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de

⁵²⁷ Otro estudio interesante al respecto es el de RONCERO SÁNCHEZ, A., *op. cit.*, págs. 721 y siguientes.

compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia Sociedad *Target*.

La forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar) una *Newco* que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

La fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target* suele ser el último paso del LBO. En efecto, una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target*, bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco*.

De este modo, la confusión de patrimonios permite que el pago de la deuda se haga directamente con la tesorería generada por la Sociedad *Target*, sin tener que pasar por los requisitos y los costes fiscales del reparto de dividendos al comprador⁵²⁸.

Sin embargo, el problema que históricamente planteaba esta operación era la de si con esta estructura se estaba vulnerando mediante un fraude de ley la prohibición de asistencia financiera hoy recogida en los arts. 143.2 (para la sociedad de responsabilidad limitada) y 150 (para las sociedades anónimas) de la LSC.

Como ya vimos, con el art. 35 de la LME se ha intentado resolver la polémica al haber regulado novedosamente la fusión en el contexto de los LBOs.

Así, en caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:

⁵²⁸ ALVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., *op. cit.*

- (i) El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.
- (ii) El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.
- (iii) El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos párrafos anteriores, determinando además si existe asistencia financiera.

Asimismo, y como es lógico, en estos supuestos de fusión apalancada será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.

A la luz de lo anterior, parece lógico concluir con HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN que si bien la regulación contenida en el art. 35 de la LME no disipa las dudas en relación con la existencia de asistencia financiera prohibida en las fusiones apalancadas (sino que tal y como vimos en su momento, más bien, ha contribuido a reabrir el debate en torno a esta cuestión), lo cierto es que, en nuestra opinión, al regularse esta figura, estableciéndose requisitos y garantías adicionales para la realización de estas operaciones, se ha venido a admitir, sujeto al cumplimiento de aquellos, su licitud⁵²⁹.

⁵²⁹ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., *op. cit.*, pág. 218.

CONCLUSIONES.

Llegados a este momento, conviene realizar una exposición ordenada y sistematizada de las conclusiones alcanzadas.

Así, las principales propuestas o conclusiones de este trabajo de investigación podrían centrarse en los siguientes puntos:

Las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo. Análisis financiero, económico y jurídico.

1. El capital riesgo no es otra cosa que una actividad financiera que se concreta, con carácter general, en: (i) inversiones temporales en empresas de pequeña o mediana dimensión con el fin de potenciarlas y proceder posteriormente a su desinversión, a medio o largo plazo, con el objeto de materializar la plusvalía que, en su caso, hubiera podido generarse; y (ii) la concesión de préstamos participativos y otras formas de financiación y la prestación de servicios de asesoramiento relacionados con la actividad propia de las entidades de capital riesgo.

En definitiva, el capital riesgo se configura como una fuente de financiación ventajosa respecto a la financiación bancaria, puesto que las entidades de capital riesgo están dispuestas a participar financieramente en la empresa, mejorando su imagen y permitiendo la obtención de financiación adicional mediante endeudamiento.

2. El capital riesgo, entendido en sentido amplio, abarcaría tanto las operaciones de *venture capital* como las adquisiciones apalancadas de empresas en sus distintas modalidades (*buyouts*). En este sentido, creemos que el esquema terminológico más acertado sería el siguiente: debe distinguirse entre operaciones de capital riesgo en sentido estricto (*venture capital*), relativas a la inversión en las etapas iniciales de una actividad empresarial y proyectos de expansión, y operaciones de inversión en sociedades con un mayor grado de madurez (*buyouts*). Así las cosas, el término anglosajón que mejor reflejaría la realidad económica subyacente a

las actividades del capital riesgo sería el de *private equity*, término que englobaría tanto a las operaciones de *venture capital* como a los *buyouts*.

Sin embargo, conviene advertir que el término *private equity* como acepción identificadora de la industria del capital riesgo en su conjunto solo se emplea en Europa, utilizándose en Estados Unidos como sinónimo de las operaciones de *buyout*.

3. Aunque algunos han querido ver el nacimiento del capital riesgo en las Capitulaciones de Santa Fe firmadas entre Cristóbal Colón y la Reina Isabel de Castilla el 17 de abril 1492 a través de las cuales se sufragaba el viaje de Cristóbal Colón a las Indias y se fijaba un reparto anticipado entre Colón y los Reyes Católicos sobre los enormes beneficios que reportaría la conquista de América, lo cierto es que el capital riesgo tal y como se conoce hoy en día como actividad financiera profesionalizada no surgió hasta la Segunda Guerra Mundial en Estados Unidos.

A partir de ahí, la historia del *private equity*, así como el desarrollo del mismo, ha tenido lugar a lo largo de una serie de ciclos de auges y caídas desde mediados del siglo XX que han ido configurando una industria financiera con un altísimo nivel de profesionalización y sofisticación.

Por su parte, el arranque del capital riesgo en España, como industria profesionalizada, tiene lugar en España en 1972. Desde esa fecha hasta el año 2002, la industria se centró sobre todo en operaciones de *venture capital* no adentrándose de lleno en las adquisiciones apalancadas típicas del *private equity* hasta el año 2003.

4. La situación actual del *private equity* no es nada halagüeña. En efecto, desde agosto de 2007 nuestra economía (así como las economías de nuestro entorno) ha pasado de un periodo de extraordinaria salud a sufrir una fuerte desaceleración llegando hasta la recesión en algunos momentos, debido, entre otras causas, a la crisis crediticia o crisis de las hipotecas americanas *subprime*, así como al vaticinado “pinchazo de la burbuja inmobiliaria” y a la crisis de la deuda soberana.

Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que no solo han supuesto varios *crashes* bursátiles sino que además ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas apalancadas pues, aproximadamente el 75% de este tipo de operaciones se financian con deuda.

5. Por otra parte, el capital riesgo no está actualmente de moda. En efecto, no está bien visto y está siendo atacado tanto desde un punto de vista social y cultural como desde un punto de vista financiero por algunos de los excesos cometidos durante la bonanza económica.

Así, además de las críticas contra los depredadores corporativos y los tiburones financieros, recientemente se ha criticado el excesivo apalancamiento utilizado para los LBOs llevados a cabo en los últimos tiempos y es que muchas de las operaciones ejecutadas entre los años 2004 y 2007 se encuentran hoy en día en serias dificultades.

6. Sin embargo, creemos que no son justas las críticas tan feroces que está recibiendo actualmente el mundo de capital riesgo. Como en todo, somos de la opinión de que no se puede generalizar, ni se puede demonizar a un sector que en otro momento fue venerado como a un dios.

De este modo, creemos que gracias a las entidades de capital riesgo y a las adquisiciones apalancadas de sociedades que han llevado a cabo se fomenta una economía competitiva, innovadora y dinámica.

Y es que no debemos olvidar que:

- Las compras apalancadas fomentan la eficiencia de las compañías. Así, la presión que supone el endeudamiento, la concentración del accionariado en las manos de los directivos y la introducción de una activa supervisión por parte de los capitalistas de riesgo conducen a una mejoría de la actividad de la compañía adquirida.
- El capital riesgo impulsa el aumento de la productividad en el sistema económico y coadyuva a garantizar la sostenibilidad de la economía.

- Las entidades de capital riesgo son de vital importancia para la provisión de financiación a empresas involucradas con las actividades de I+D+i.
 - Ha tenido un ineludible éxito como activo financiero imprescindible en las carteras de cada vez más inversores. En efecto, el éxito del capital riesgo, que le ha permitido batir de forma consistente a lo largo de los últimos 25 años a los mercados de renta variable y otros activos alternativos con una rentabilidad anual media cercana al 15%, está en su peculiar forma de gestión.
7. En cualquier caso, confiamos en que con el cambio de gobierno producido entre los meses de noviembre y diciembre de 2011 y las nuevas medidas económicas y financieras adoptadas por el nuevo ejecutivo así como con el apoyo financiero de la Unión Europea, se cree el escenario económico adecuado para que, una vez más, el capital riesgo resurja de sus cenizas cual ave fénix y vuelva a ser utilizado en nuestro país como un medio de financiación e inversión alternativo que nos ayude a salir de esta crisis sin precedentes en la que nos encontramos.
 8. Cualquier inversor que desee participar o invertir en una entidad de capital riesgo ha de tener claras, entre otras cosas, las siguientes cuestiones: (i) se trata de inversiones poco líquidas; (ii) los activos en los que va a invertir la entidad de capital riesgo son, en muchas ocasiones, difíciles de valorar; y (iii) no se sabe *a priori* cuándo se producirán exactamente los desembolsos que requieran las inversiones.
 9. Los gestores de un fondo de capital riesgo van a cobrar una serie de comisiones variadas por gestionar el fondo de capital riesgo y las sociedades en las que este último invierta o participe. Así, las comisiones que normalmente cobran son las siguientes: (i) la comisión de gestión (*management fee*), (ii) la comisión de éxito (*carried interest/carry*) que es una comisión que se basa en la participación en los beneficios y (iii) comisiones que se cargan a las sociedades participadas (*transaction fees*), generalmente por servicios que les prestan (por ejemplo, de asesoramiento).

Con estas comisiones, se incentiva a los gestores para que el fondo genere mejores resultados dándoles una participación en las plusvalías resultantes.

10. A cambio de la falta de liquidez de la inversión, así como del elevado riesgo asumido, los inversores en un fondo de *private equity* confían en obtener unas rentabilidades que pueden oscilar entre dos mil y seiscientos puntos básicos por encima de las condiciones de mercado de otras inversiones menos arriesgadas. Así, un patrocinador financiero esperará generar un retorno de su inversión de entre un 15 y un 25%.

Para obtener las anteriores rentabilidades los gestores de los fondos suelen hacer uso de las siguientes técnicas: (i) aumentan el apalancamiento financiero de las empresas en las que se ha invertido; (ii) profesionalizan la gestión de las empresas en las que participan, buscando la mayor eficiencia posible; y (iii) mejoran la gestión de los activos fijos y circulantes de las sociedades que adquieren.

11. Las formas clásicas de desinversión de una casa de *private equity* son las siguientes: (i) la salida a bolsa de la Sociedad *Target*; (ii) la venta de la Sociedad *Target* a un tercero; y (iii) la liquidación de la Sociedad *Target*.

Ahora bien, estas vías de desinversión no son siempre posibles. En este sentido, en los últimos años se han desarrollado mecanismos alternativos para los casos en los que no son viables las técnicas clásicas de desinversión. Estas vías alternativas son básicamente dos: (i) la recapitalización de la empresa (*recap*) con la que se incorpora nueva deuda a la empresa que se emplea para retribuir a los inversores del fondo, mediante la distribución de dividendos o la reducción de capital con devolución de aportaciones; y (ii) el *secondary buyout* que consiste en vender la Sociedad *Target* a otra entidad de capital riesgo.

12. Por lo que se refiere a la adquisición apalancada de una empresa o *leveraged buyout*, esta se puede definir como aquella compraventa en la que el comprador adquiere una sociedad (la Sociedad *Target*) o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que

pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia Sociedad *Target*.

13. Los LBOs se enmarcan, sin duda alguna, dentro de la institución de la compraventa de empresas y, más concretamente, de la compraventa mercantil.

Las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de este tipo de adquisiciones son las siguientes: (i) es evidente el ánimo de lucro del comprador; (ii) el objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial; (iii) los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio; y (iv) al pretender la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el art. 325 del CCom.

14. Sean de naturaleza civil o mercantil, lo que está claro es que tanto la normativa recogida en los arts. 1445 y siguientes del CC como la recogida en los arts. 325 y siguientes del CCom, se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas.

En este sentido, y a la luz del art. 1255 del CC, sobre autonomía de la voluntad, se ha ido configurando una instrumentación jurídica estandarizada tan sofisticada (no solo en España sino también en el extranjero) que no es sino fruto de la ingeniería financiera y de la fantasía y la alquimia societaria.

15. Los LBOs son operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos. Así, además de comprador y vendedor, participan todas las entidades encargadas de financiar la operación y, en su caso, directivos o empleados bien de la Sociedad *Target* o bien ajenas a la misma. En consecuencia, y debido a su especial complejidad, intervendrán asimismo tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación.

16. Las principales razones para concertar operaciones de este tipo son fundamentalmente las siguientes: (i) situaciones de desinversión por parte

de grupos de sociedades que pretenden deshacerse de una rama de actividad o de una filial; (ii) la liquidación o escisión de una sociedad; y (iii) la más habitual, que es la venta de una sociedad de carácter familiar.

17. Una empresa que sea buena candidata a un LBO debe cumplir los siguientes requisitos: (i) generación estable y predecible de caja para hacer frente al servicio de la deuda; (ii) empresa estable o de lento crecimiento; (iii) equipo experimentado y estable; (iv) capacidad de endeudamiento infrutilizada; (v) posibilidad de reducir costes; (vi) existencia de activos no estratégicos que puedan ser objeto de venta; (vii) posibilidad de que los directivos sean socios de la empresa para incentivarlos en su trabajo; y (viii) existencia de pocas necesidades de capital de trabajo y programa de inversiones poco exigente.

18. Para que un LBO concluya con éxito se deben cumplir los siguientes requisitos: (i) equipo de directivos consistente, a poder ser con experiencia en este tipo de operaciones; (ii) grupo de accionistas-patrocinadores fuertes; (iii) selección de un sector industrial atractivo y fragmentado, listo para someterse a procesos de consolidación; (iv) estructura de capital simplificada, preferiblemente con un único grupo de accionistas dado que, posteriormente, será necesario complicar la estructura con nuevas emisiones, lo que implicará la necesidad de contentar a todas las partes; y (v) adecuado asesoramiento jurídico y financiero por los profesionales pertinentes.

19. Si bien es cierto que el presente trabajo tiene un enfoque claramente jurídico, no se puede desconocer que los LBOs tienen evidentes componentes tanto económicos como financieros que un jurista implicado en este tipo de transacciones debe conocer a fin de poder estructurar y preparar la documentación legal que dará forma a esos componentes económico-financieros.

En efecto, una operación de adquisición de empresas cuyo nombre viene aderezado por el calificativo “apalancada” implica que tengamos que

conocer cuestiones como los métodos de valoración de empresas, la importancia del EBITDA o el funcionamiento del apalancamiento financiero.

20. En este sentido, conviene apuntar que el método que goza de mayor aceptación entre los expertos para valorar un LBO es el del cálculo del valor actual ajustado. Este método se basa en el descuento de flujos de caja, es decir, parte del cálculo de la capacidad de la empresa de generar caja. Igual que en el descuento de flujos de caja, las variables clave que hay que determinar son la evolución de los ingresos y de los márgenes, las inversiones necesarias y la política de amortizaciones.

Así, el flujo de caja libre indicará los recursos financieros que se pueden repartir los accionistas/socios y los acreedores. A partir del flujo de caja libre se halla el flujo de caja libre de deuda restando la devolución de la deuda de cada uno de los años. Si el flujo de caja libre de deuda es positivo, nos indica que la empresa puede soportar la estructura financiera planteada; si es negativo, deberá reducir el nivel de deuda.

21. Por otra parte, el uso apropiado del apalancamiento es una vía para mejorar y aumentar la rentabilidad sobre los recursos propios de la compañía y, por ende, para crear un valor adicional para los inversores o accionistas. Ahora bien, a fin de que este tipo de operación financiera sea exitosa, resulta vital gestionar con acierto la cantidad de deuda asumida, manteniendo una actitud proactiva que se base en el conocimiento del negocio y en las perspectivas sobre su evolución futura. Para ello, tanto los inversores como los directivos tendrán que no solo diferenciar claramente entre la especulación y la gestión empresarial sino además adoptar decisiones de aspectos tan relevantes como la naturaleza de la deuda (moneda nacional o divisa), jerarquía de la misma (si es subordinada o no), coste real de la deuda, naturaleza del tipo de interés (si es fijo o variable), las garantías exigidas en su caso, así como la actitud ante el riesgo.

22. La estructura financiera de un LBO típico en España consistiría en un 20-40% de capital (*equity*), un 30-70% de deuda bancaria preferente (*senior*) y un 10-30% de deuda subordinada (*mezzanine*). Eso sí, no podemos olvidar

que desde que comenzara la crisis económica y financiera en agosto de 2007 se ha generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos lo que en nuestro caso, ha supuesto que las entidades financieras a fin de no asumir riesgos innecesarios (i) ya no financian porcentajes tan elevados de la operación (ii) han aumentado sus márgenes para obtener mayores beneficios y (iii) se han vuelto más exigentes con el otorgamiento de las garantías sobre los activos de la Sociedad *Target*. Esto no hace sino (i) complicar las adquisiciones apalancadas pues el pago del precio de las mismas depende en gran medida de las cantidades que las entidades financiadoras estén dispuestas a aportar; y (ii) obligar a los patrocinadores financieros a aportar un mayor porcentaje de *equity*.

23. A la hora de abordar un LBO, habrá de elaborarse un plan de negocio detallado para la Sociedad *Target* en el que se describa su comportamiento financiero histórico reciente y se emplee dicho comportamiento como base para predicciones sobre el crecimiento futuro de la misma a lo largo de los próximos diez años más o menos. Dichas previsiones se basarán en premisas relativas a variables financieras futuras, incluyendo el crecimiento de las ventas, los ahorros en costes, la fiscalidad y los tipos de interés.

Los patrocinadores financieros, a la hora de tomar su decisión de aportar fondos propios en la adquisición de la Sociedad *Target*, normalmente modelizarán diversos escenarios de crecimiento cuyo éxito representará el "recorrido al alza de los fondos propios" en la empresa e igualmente su "riesgo de fondos propios" de que dichos escenarios no tengan lugar.

Por otra parte, el plan de negocio también es de gran importancia para las entidades financiadoras a la hora de decidir si se procede o no con la operación.

24. La compra de la Sociedad *Target* supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. A mayor abundamiento, más allá de la libertad de pactos concedida por el art. 1255 del CC, no

existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición apalancada de una empresa.

Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.

25. El procedimiento *one-to-one* consiste en que el comprador y el vendedor o vendedores negocian de forma directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad *Target*.

Por su parte, el procedimiento de subasta privada es aquel en virtud del cual los vendedores ponen a la venta la Sociedad *Target* a través de un procedimiento organizado por el cual invitan a potenciales compradores a presentar sus ofertas con el objeto de estimular la competencia entre los mismos para lograr las mejores condiciones de venta posibles.

26. Ya se utilice el procedimiento *one-to-one* o la subasta privada, en todo LBO es necesario llevar a cabo una *due diligence* de la Sociedad *Target* antes de proceder a adquirirla.

La *due diligence* es un proceso que fundamentalmente consiste en la revisión de la situación financiera y legal de la Sociedad *Target* (así como, en su caso, de sus filiales) para evaluar su grado de cumplimiento tanto del ordenamiento jurídico como de sus compromisos financieros en los ámbitos comprendidos por la revisión.

La *due diligence* ha de ser un instrumento útil para su destinatario, pues representa una de las principales herramientas de conocimiento de la Sociedad *Target* y debe ayudar en la toma de decisiones a la hora de llevar a cabo o no la operación.

27. Una de las cuestiones que mayores problemas plantea un LBO es la relativa a la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias.

Esta institución, que tiene su origen en el Derecho inglés, choca frontalmente con la lógica económico-financiera de las adquisiciones apalancadas.

En efecto, el hecho de que el repago de la financiación para adquirir la Sociedad *Target* se realice con cargo a los recursos generados por la propia Sociedad *Target*, y al mismo tiempo se utilice de una u otra forma el patrimonio de esta para garantizar la devolución de la deuda y sus intereses, nos conmina a analizar en cada caso la compatibilidad de la estructura de la operación con la prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias prevista en el art. 143.2 de la LSC para las sociedades de responsabilidad limitada y en el art. 150 de la LSC para las sociedades anónimas.

28. Si bien el debate no es nuevo y existen numerosos y muy buenos trabajos que discuten sobre la prohibición de la asistencia financiera, en general, y sobre cómo afectan a la validez y viabilidad de los LBOs, en particular, lo cierto es que en los últimos años el legislador tanto comunitario como nacional han reabierto y reavivado el mismo al aprobar, respectivamente: (i) la reforma de la Segunda Directiva llevada a cabo por la Directiva 2006/68/CE y que no tiene otro objetivo que flexibilizar en algunos supuestos la prohibición; y (ii) la LME cuyo art. 35 ha regulado novedosamente la fusión apalancada de empresas en clara referencia a las operaciones de LBO.

29. El objeto de la prohibición de asistencia financiera lo constituyen todos aquellos negocios jurídicos que, directa o indirectamente, conllevan la utilización de los recursos de la sociedad para facilitar la adquisición de sus propias acciones o participaciones sociales.

En efecto, la normativa sobre la asistencia financiera tiene un carácter prohibitivo e imperativo porque pretende prevenir una multiplicidad de riesgos, y proteger una serie de intereses jurídicos, a saber: (i) la protección del capital como garantía para los acreedores; (ii) el respeto al principio de paridad de trato entre accionistas o socios; (iii) la utilización abusiva por

parte de los administradores o del grupo dominante de los derechos políticos vinculados a las acciones o participaciones de la sociedad; (iv) la prevención de manipulación de las cotizaciones bursátiles; y (v) la protección de la propia Sociedad *Target* frente a un excesivo endeudamiento.

30. Los LBOs culminan generalmente con la fusión de la sociedad adquirente (*Newco*) y la Sociedad *Target*, consiguiéndose de esta manera, por un lado, que el patrimonio de la Sociedad *Target* quede vinculado de manera directa al repago de la deuda solicitada para la compra y, por otro lado, que sea la propia Sociedad *Target*, en tanto que sociedad generadora de los recursos necesarios para satisfacer dicha deuda, la que, como consecuencia de la sucesión universal operada por la fusión, quede obligada de modo directo a su devolución.

Ahora bien, el hecho de que el repago de la financiación para adquirir la Sociedad *Target* se realice con cargo a los recursos generados por la propia Sociedad *Target*, y al mismo tiempo se utilice de una u otra forma el patrimonio de esta para garantizar la devolución de la deuda y sus intereses, supone alcanzar en un momento posterior a la adquisición lo que el ordenamiento jurídico prohíbe, es decir, la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias.

31. A este respecto, si bien hasta la aprobación y entrada en vigor de la LME no existía una regulación específica de la fusión apalancada, lo cierto es que dichas operaciones de fusión se llevaban a cabo y, tanto la doctrina mayoritaria como los Tribunales las consideraban lícitas basándose fundamentalmente en el argumento de que el régimen legal de la fusión protegía adecuadamente los distintos intereses de socios y acreedores sociales.

32. La LME ha puesto fin a la ausencia de regulación específica de la figura de la fusión apalancada al preverla expresamente en su art. 35 bajo el título de “*fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente*”.

En este sentido, si bien la regulación contenida en el art. 35 de la LME no disipa las dudas en relación con la existencia de asistencia financiera prohibida en las fusiones apalancadas (sino que, más bien, ha contribuido a reabrir el debate en torno a esta cuestión), lo cierto es que, al regularse esta figura, estableciéndose requisitos y garantías adicionales para la realización de estas operaciones, se ha venido a admitir, sujeto al cumplimiento de aquellos, su licitud.

33. Y es que al legislador español, a semejanza de lo que le ocurrió al italiano, le preocupaba tanto el peligro de fusiones excesivamente apalancadas que ha establecido en el art. 35 de la LME un derecho de información reforzado tanto para los socios como para los acreedores sobre los efectos de la fusión, que permite orientar el voto de los primeros y/o favorecer el ejercicio del derecho de oposición de los segundos.

En efecto, la LME exige que tanto el proyecto de fusión como el informe de los administradores sobre el mismo describan con gran detalle y justifiquen la operación y su viabilidad, incluyendo determinadas informaciones que no se contienen en otros tipos de fusiones.

Pero es que además de las obligaciones impuestas a los administradores, se obliga a acompañar un informe de experto independiente que analice la operación y determine, asimismo, la existencia o no de asistencia financiera.

34. La aparición del art. 35 de la LME implica la asunción por el legislador español de la denominada *tesi sostancialista*, con origen en la doctrina italiana y con amplia difusión en la jurisprudencia norteamericana, en virtud de la cual se ha de diferenciar entre aquellas operaciones de LBO en las que el recurso al endeudamiento es equilibrado y viable, de aquellos LBOs en los que el alto nivel de apalancamiento, unido a la ausencia de un proyecto empresarial capaz de generar los recursos necesarios para atender el servicio de la deuda para adquirir la Sociedad *Target* sin acudir a la venta de sus activos, supone un elevado riesgo para la continuidad de la empresa.

El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas.

35. A pesar de que la efectiva conclusión de una operación de adquisición de empresa reposa sobre las bases de la autonomía de la voluntad, los ingentes gastos que suponen la documentación y seguimiento de las negociaciones para las sociedades, imponen cada vez mayor diligencia en la negociación y la previsión de eventuales interrupciones de la misma. La práctica de reglamentar previamente el transcurso de las negociaciones, importada del ámbito anglosajón, se va abriendo camino en la práctica jurídica continental a través de documentos tales como los protocolos, los memoranda, las cartas de intenciones o *letters of intent* y los acuerdos de intenciones.

Por ello, tanto en el procedimiento *one-to-one* como en el procedimiento de subasta privada o *beauty contest* es muy habitual hacer uso de las figuras de los tratos preliminares y los acuerdos precontractuales.

36. En efecto, al margen de las figuras precontractuales clásicas de nuestro ordenamiento tales como el precontrato, la promesa de vender o comprar y el contrato de opción, se han ido incorporando paulatinamente a nuestro ordenamiento y tráfico jurídico nuevas figuras precontractuales de origen anglosajón que son consecuencia de la globalización e internacionalización de los negocios y de su uso reiterado por los operadores económicos en las negociaciones previas al cierre de las operaciones de una cierta trascendencia económica, en general, y en las adquisiciones de empresas, en particular.

Se trata de las cartas de intenciones o *letters of intent*, los *memoranda of understanding* y los acuerdos de intenciones, figuras extrañas, atípicas y ajenas a nuestro sistema contractual de las que no existen definiciones unívocas ni doctrinal ni jurisprudencialmente y que, sin embargo, tienen cabida en el mismo sobre la base de la libertad contractual de las partes contenida en el art. 1255 del CC.

37. Así, la falta de regulación de las mismas ha provocado que parte de la doctrina equipare erróneamente las cartas de intenciones con los *memoranda of understanding* y los acuerdos de intenciones.

Es cierto que las líneas divisorias entre las distintas figuras son en múltiples ocasiones difusas, haciendo muy difícil identificar si el documento concreto se encuadra en una u otra categoría. Sin embargo, es labor del jurista intentar dar siquiera unas pautas que permitan distinguir las mismas. De este modo:

- Las cartas de intenciones en sentido estricto son invitaciones a negociar, es decir, se trata de declaraciones de voluntad unilaterales, plasmadas generalmente en forma epistolar, destinadas a que otros formulen ofertas o a iniciar negociaciones.
- Los *memoranda of understanding* son aquellos documentos bilaterales en los que se plasman documentalmente los acuerdos parciales sobre el contrato proyectado que se han ido alcanzando por las partes durante la negociación, y que tienen por finalidad acreditar el estado de las negociaciones de cara a un potencial conflicto o una posible reclamación, y permitir avanzar en la negociación partiendo de unos términos ya consensuados sobre los que en principio no se requiere más negociación.
- Los acuerdos de intenciones son los contratos destinados a normar la fase negociadora y a establecer los recíprocos derechos y deberes de las partes dentro de ella.

Ahora bien, al ser generalmente acuerdos bastante completos, puede ocurrir que si contienen todos los elementos esenciales del contrato definitivo, pueden llegar a ser considerados bien como un contrato de compraventa sometido a condición resolutoria de la realización de una *due diligence* y al resultado de la misma, o bien como un precontrato en el sentido apuntado por DE CASTRO, es decir, como si se tratara la primera fase del *iter* contractual.

38. Resulta ciertamente complicado que de las cartas de intenciones y de los *memoranda of understanding* pueda derivarse responsabilidad precontractual o *culpa in contrahendo*, dado que difícilmente concurrirían las condiciones que reclama la jurisprudencia, a saber: una legítima expectativa, una ruptura injustificada de las negociaciones, un daño efectivo y una relación de causalidad con la ruptura de las negociaciones.
39. Por el contrario, los acuerdos de intenciones al caracterizarse por tener una doble naturaleza, contractual (al regular los derechos y obligaciones a respetar en el proceso negociador) y precontractual (en tanto que no representan el contrato definitivo que las partes pretenden), pueden generar las correlativas responsabilidades contractual y precontractual.
40. El contrato de compraventa es, evidentemente, el contrato más importante de una operación de esta índole pues en virtud del mismo se adquirirá el control de la Sociedad *Target* y se consumará la transacción.

A estos efectos, debemos concebir a la empresa o negocio como el conjunto de bienes organizado por el empresario como medio para obtener su finalidad económica de producción e intercambio de bienes o servicios para el mercado, señalando las siguientes características: (i) se trata de un conjunto de bienes; (ii) estos bienes no se hallan simplemente yuxtapuestos, sino organizados; y (iii) la organización efectuada por el empresario se ha realizado con un determinado fin.

Por tanto, solo existirá el contrato de compraventa de empresa cuando lo que se transmita y adquiera sea un conjunto organizado de elementos en funcionamiento, en atención a la actividad económica con él realizada, cuya explotación se desea realizar por el comprador.

41. A pesar de existir múltiples posibilidades de configurar la adquisición, la forma jurídica a través de la que normalmente se instrumenta la transmisión de la titularidad del negocio a favor del comprador reviste la forma de un contrato de compraventa de las acciones o participaciones que representan el capital social de la sociedad que es titular del negocio jurídico.

En cualquier caso, el clausulado de este contrato depende de cada caso concreto. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, y a la luz del art. 1255 del CC, sobre la autonomía de la voluntad, atemperado con el principio de la buena fe ex art. 57 del CCom, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de adquisición.

42. Por otra parte, los compradores, tras haber adquirido la empresa, pueden verse perjudicados por actuaciones que hayan sido ejecutadas por los anteriores titulares de la Sociedad *Target*.

Tengamos en cuenta, además, que aunque lo que el vendedor compra de forma directa son las acciones o participaciones representativas del capital social, indirectamente está adquiriendo una sociedad que es titular de una empresa o de unos bienes. Por ello, contingencias tales como los vicios ocultos que puedan derivarse de los bienes mediatamente adquiridos tienen una gran relevancia, dado que el precio que se pagó por las acciones o participaciones del capital social se fijó en función del valor de los bienes adquiridos.

Pues bien, frente a estos riesgos debemos de conocer los mecanismos de los que puede hacer uso el comprador para verse resarcido en el caso de que se materialicen las potenciales contingencias.

43. Así, en defecto de previsión contractual, nuestro ordenamiento jurídico ofrece soluciones tan importantes como el saneamiento por vicios ocultos, los vicios en el consentimiento (como el error o el dolo) y la resolución por incumplimiento de los arts. 1101 y 1124 del CC.

44. Sin embargo, debido a los intereses económicos en juego en las operaciones de esta índole, lo más habitual es evitar este tipo de riesgos mediante su regulación en el contrato de compraventa.

Así, a efectos de evitar estos riesgos, y gracias a las contingencias detectadas durante la *due diligence* llevada a cabo por el comprador, en el contrato de compraventa (i) quedan recogidas aquellas manifestaciones

(*representations*) que efectúan los vendedores respecto a la situación tanto contable, como jurídica, laboral, fiscal, administrativa y medioambiental de la Sociedad *Target* y (ii) se fijan una serie de garantías (*warranties*) en virtud de las cuales por las actuaciones ejecutadas por los vendedores con anterioridad a la compraventa responderán estos últimos, no pudiendo perjudicar a los compradores.

45. Por otra parte, es práctica común que el contrato de adquisición se desarrolle en dos fases: en primer lugar, se formaliza un contrato privado (*signing*) y, en un momento posterior, el día de cierre, se le dará ejecución mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública (*closing*).

Y es que, en numerosas ocasiones, se hace depender el cierre del LBO y, por tanto, la ejecución de la compraventa de determinadas condiciones suspensivas (*conditions precedent*).

En efecto, en este tipo de operaciones las condiciones suspensivas que se suelen fijar en la firma del contrato privado consisten, bien en la obtención de las correspondientes autorizaciones a la operación de determinados organismos públicos (las autoridades de defensa de la competencia españolas o europeas, la Comisión Nacional de la Energía o la Comisión Nacional del Mercado de las Telecomunicaciones, entre otras), bien en conseguir determinadas cesiones contractuales, o bien en las dos anteriores a la vez.

En cualquier caso, una vez cumplidas dichas condiciones suspensivas, el contrato devendrá eficaz, procediéndose entonces a ejecutar el mismo.

46. Como consecuencia de lo anterior, resulta lógico y habitual que se pacte en el contrato de compraventa la regulación de cómo debe llevarse a cabo la gestión interina del negocio entre la fecha de firma del contrato privado y la fecha de cierre y ejecución de la compraventa.

En este sentido, la solución más frecuente consiste en permitir que el transmitente gestione el curso ordinario de los negocios, el día a día de la compañía, con unos criterios coincidentes con lo que tradicionalmente se ha

venido haciendo en la empresa. Las decisiones extraordinarias necesitarán de algún tipo de intervención del adquirente. El nivel de esta intervención puede variar desde la simple comunicación, hasta la necesidad de autorización para llevar a cabo una determinada decisión.

47. Las compraventas apalancadas de sociedades cotizadas son conocidas como operaciones *public to private* o P2P y al estar sometidas a ciertas reglas específicas (de transparencia y Derecho regulatorio de mercado de valores, en general, y a la normativa sobre OPAs, en particular) suponen una mayor complejidad que un LBO ordinario. En efecto, con ellas un fondo de capital riesgo u otro inversor realiza una oferta pública de adquisición de acciones sobre una sociedad cotizada con el objetivo de excluirla de bolsa.

48. Cabe plantearse qué aporta la exclusión de cotización (o dicho de otra manera: ¿qué inconvenientes plantea para una sociedad el hecho de que sus acciones estén cotizadas en un mercado oficial?). Al respecto pueden apuntarse, entre otros, los siguientes aspectos: mayores costes derivados del cumplimiento de requisitos formales y administrativos (convocatoria y celebración de juntas, etc.); obligaciones reforzadas en materia de publicidad y transparencia (suministro de información pública periódica, comunicación de hechos relevantes, etc.); cumplimiento con la normativa de abuso de mercado; y cumplimiento con las normas y recomendaciones en materia de gobierno corporativo (composición del consejo de administración y consejeros independientes, necesidad de contar con una comisión de auditoría, etc.); y naturaleza abierta del capital, susceptible de ser objeto de una OPA no deseada.

49. La normativa anterior de OPAs partía de un concepto de OPA "*a priori*", es decir, que la adquisición de la participación determinante de la obligación de formular la OPA había de hacerse precisamente en el seno de la misma, no siendo posible superar determinados umbrales de participación sin la previa formulación de una OPA.

Sin embargo, tras la entrada en vigor de la actual normativa, que parte de un concepto de OPA "*a posteriori*", ha surgido una nueva posibilidad,

consistente en que el oferente adquiriera en primer lugar la participación del accionista significativo y, como consecuencia de dicha adquisición, supere el umbral de participación correspondiente (normalmente el 30%), deviniendo obligado a formular una OPA dirigida al resto de los titulares de valores de la sociedad.

Por lo tanto, en esta opción el oferente solo lanzaría la OPA una vez adquirida la participación de control (es decir, tras haberse convertido ya en accionista de control de la Sociedad *Target*), y dicha OPA tendría naturaleza obligatoria.

50. La decisión u obligación de formular una OPA debe ser anunciada por el oferente. El momento de dicho anuncio dependerá de que se trate de una OPA de naturaleza voluntaria u obligatoria.

Así, quien se encuentre en alguno de los supuestos determinantes de la obligación de formular OPA obligatoria deberá hacerlo público y difundirlo por la vía de la comunicación como hecho relevante (incluyendo bien su intención de formular una OPA o bien, en su caso, de solicitar una dispensa).

Por el contrario, en relación con las OPAs voluntarias, el oferente deberá hacer pública y difundir como hecho relevante la decisión de formular una OPA, tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una OPA y siempre que se haya asegurado que se puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier tipo de contraprestación.

51. Ahora bien, en caso de filtrarse con anterioridad al anuncio del oferente su intención de formular la OPA, existen obligaciones específicas de información cuya finalidad es garantizar la transparencia del mercado.

Así, en el supuesto de que se produzca una evolución anormal en la negociación de un valor (ya afecte a los volúmenes o a los precios) y existan indicios racionales de que tal evolución es consecuencia de una

difusión prematura, parcial o distorsionada de la operación, el emisor deberá difundir de inmediato un hecho relevante que informe, de forma clara y precisa, del estado en que se encuentra la operación en curso o que contenga un avance de la información a suministrar.

52. En la fase previa o de preparación de la OPA es bastante frecuente que el oferente suscriba determinados acuerdos con uno o varios accionistas significativos de la Sociedad *Target* y, en su caso, también con la propia Sociedad *Target*.

De entre todos estos acuerdos, el más destacable, debido a su objetivo de garantizar el éxito de la OPA, es la suscripción de un Compromiso Irrevocable, en virtud del cual uno o varios accionistas significativos de una sociedad cotizada asumen de forma irrevocable frente al oferente el compromiso de vender sus títulos en el contexto de una OPA formulada por este en unos términos preacordados.

53. Cabe la posibilidad de que, con carácter previo a la formulación de la OPA, el oferente tenga ocasión de llevar a cabo una *due diligence* de la Sociedad *Target*. La existencia o no de una revisión de este tipo dependerá en gran medida de distintos factores: de que se trate de una OPA “amistosa” u “hostil” (en este último caso, difícilmente la Sociedad *Target* facilitará información al oferente); del nivel de información relativa a la Sociedad *Target* de la que dispusiera el oferente con anterioridad a la formulación de la OPA (por ejemplo, el oferente podría ser ya un accionista de referencia de la Sociedad *Target* o, por el contrario, ser un tercero completamente ajeno a esta); etc.

En cualquier caso, todo proceso de revisión necesariamente deberá cumplir con determinadas limitaciones y requisitos, con objeto de garantizar el respeto al interés social. Ni la inexistencia de una regulación exhaustiva, ni el establecimiento taxativo de un principio de igualdad de trato deben interpretarse como derogación del principio de respeto al interés social que ha de guiar la actuación de los administradores de toda sociedad de capital.

54. Las operaciones de P2P tienen como finalidad la exclusión de cotización de los valores de la Sociedad *Target*. Dicha exclusión *a priori* puede lograrse a través de diversas vías tales como la OPA de exclusión, la venta forzosa u otras alternativas como el *soft delisting*, si bien la aplicabilidad de una u otra alternativa dependerá en última instancia de las circunstancias concretas del caso.
55. Una operación de financiación sindicada no se diferencia de cualquier otra operación de financiación por su naturaleza jurídica ni por su finalidad sino, principalmente, por las partes intervinientes en la misma y, en particular, por lo que respecta a la parte financiadora. Así, mientras en una financiación bilateral existe una única parte financiadora, una financiación sindicada se caracteriza, precisamente, por la existencia de una pluralidad de partes financiadoras. Y ello es una consecuencia, con carácter general, del importe de la financiación: normalmente, las empresas acudirán a la financiación sindicada cuando sus necesidades de financiación alcancen un importe lo suficientemente significativo como para no poder ser cubiertas mediante financiaciones bilaterales (bien porque ello supondría para la entidad financiadora una excesiva concentración de riesgo con la empresa o por cualquier otra razón). La empresa deberá, entonces, acudir a un grupo de entidades financiadoras las cuales, conjuntamente, sí tengan la capacidad de ofrecer a aquella una financiación por un importe suficiente. Serán estas entidades las que, actuando conjuntamente, otorguen a la empresa una financiación por el importe total deseado, y en la que cada entidad participará aportando el importe individual que le corresponda.
56. Por otra parte, una financiación sindicada en numerosas ocasiones responde a una necesidad específica o singular de financiación de la empresa. La finalidad es, por tanto, un elemento muy relevante y que, en la mayoría de los casos, resultará determinante a la hora de definir la estructura de la financiación (plazo, estructura de garantías, etc.). Así, en toda financiación sindicada debe siempre definirse claramente la finalidad de la misma, de modo que la prestataria o acreditada no podrá destinar los fondos a ninguna finalidad distinta.

Ahora bien, en el caso de los LBOs es frecuente que en una misma operación convivan diversas finalidades en cuyo caso lo más habitual es que la financiación se estructure en tantos tramos como finalidades. Así, en la financiación de una adquisición es habitual que existan, al menos, dos tramos: uno cuya finalidad sea financiar el precio de adquisición y otro cuya finalidad sea refinanciar la deuda de la Sociedad *Target*.

57. En un LBO conviven distintos instrumentos de financiación, en particular, deuda *senior*, deuda *mezzanine*, en su caso, deuda *second lien*, y fondos propios o *equity*. En estos casos, es frecuente que entre los distintos instrumentos se establezca una jerarquía u orden de prioridad, principalmente en términos de cobro y en términos de garantías.

Esta jerarquía se formalizará mediante la firma de un contrato entre acreedores en el que se regulará el orden de cobro y el proceso para la ejecución de las garantías.

Ahora bien, es importante tener en cuenta que este orden jerárquico tiene carácter exclusivamente contractual y, por tanto, (i) únicamente vincula a los acreedores que son parte del contrato entre acreedores y (ii) no afecta a la calificación de los créditos como ordinarios, privilegiados (con privilegio general o especial) o subordinados en un contexto concursal, calificación que se realizará de acuerdo con la legislación concursal (si bien, en el contrato entre acreedores se pactarán unas reglas de reparto posterior de los fondos obtenidos en el concurso a fin de que se respete el orden jerárquico establecido contractualmente).

58. El proceso de una financiación sindicada asegurada consta de las siguientes fases:

- Fase de análisis: en esta primera fase, las entidades aseguradoras realizarán un análisis de la operación a financiar basándose en la información disponible. Así, al tratarse de una adquisición apalancada el paquete de información será muy amplio y exhaustivo y requerirá la realización de un proceso de revisión o *due diligence* legal, fiscal, financiero, etc. por parte de asesores independientes.

- Mandato de las entidades aseguradoras: sobre la base del análisis realizado, las entidades aseguradoras y la compañía definirán la estructura de la financiación y negociarán sus términos principales así como las condiciones del aseguramiento. Todo ello se formalizará en una carta de mandato (*mandate letter*) que recogerá el compromiso de aseguramiento de la financiación asumido por las entidades aseguradoras. Esta carta de mandato adjuntará asimismo el documento de términos y condiciones o *term sheet* que recogerá los términos esenciales de la financiación objeto de aseguramiento.
- Negociación y firma de la documentación legal: sobre la base de los términos y condiciones acordados en la fase anterior, se procederá a la elaboración, negociación y firma de toda la documentación legal con la que formalizará la financiación, incluyendo el contrato de financiación, los documentos de garantía, etc.
- Fase de sindicación: finalmente, una vez formalizada la financiación, las entidades aseguradoras iniciarán la fase de sindicación cuyo propósito es dar entrada en la financiación a otras entidades financieras mediante la cesión parcial, por parte de las entidades aseguradoras, de su posición contractual bajo la misma, sus garantías y demás documentación accesoria.

59. El contrato de financiación es el documento principal que regulará la mayor parte de los aspectos de la financiación y que regirá la relación de las entidades financiadoras con la acreditada o prestataria así como la relación de las entidades financiadoras entre sí.

Debido a la cantidad de aspectos que debe regular, el contrato de una financiación sindicada es un documento muy extenso y que incluirá desde los términos esenciales y definitorios de la financiación (importe, plazo, margen, etc.) hasta los aspectos jurídicos y comerciales (obligaciones, declaraciones, supuestos de vencimiento anticipado, etc.) pasando por los aspectos operativos y administrativos de funcionamiento de la financiación (disposiciones, notificaciones, pagos, etc.) y del sindicato de entidades

financiadoras (agencia, mancomunidad, proporcionalidad de pagos, régimen de tomas de decisiones, etc.).

60. Las relaciones entre los socios, ya propietarios de la Sociedad *Target* y las relaciones de estos con la propia sociedad se articularán, principalmente, a través de dos instrumentos: uno de naturaleza interna (el contrato de socios) y otro de naturaleza externa (los estatutos sociales).

Así, se ha de tener presente que el contrato de socios posibilita a estos pactar cuestiones al margen de los estatutos sociales, bien porque los pactos no sean inscribibles en el Registro Mercantil, bien por otros motivos tales como (i) que dichos pactos solo vinculen a parte de los socios y no a todos o (ii) por motivos de seguridad y confidencialidad.

En estos supuestos, es necesario que el contrato de socios delimite y regule su relación con el texto de los estatutos sociales, siendo lo más común que en el contrato de socios se incluyan (i) la obligación para los firmantes de modificar los estatutos adecuándolos a las previsiones del contrato de socios siempre dentro de los límites legales y (ii) una cláusula de interpretación e integración entre el contrato y los estatutos en el sentido de que en el caso de que surja alguna discrepancia entre las partes prevalecerá el contrato de socios frente a los estatutos sociales.

61. Los acuerdos de socios, son contratos que encuentran su base jurídica en el Derecho de las obligaciones y no en el Derecho societario.

De este modo, se caracterizan, de una parte, por su autonomía formal y estructural frente a la escritura de constitución de la sociedad y sus estatutos y, de otra, por su dependencia o identidad respecto de ellos.

62. Existen múltiples y variadas clasificaciones de los contratos de socios. Esto es lógico por dos motivos fundamentales, a saber: (i) el abanico de posibilidades a la hora de fijar pactos dentro del contrato, hace muy difícil ceñir el mismo a una clase concreta de pacto parasocial (es decir, lo más probable es que un pacto pueda ser incluido en más de alguna de las clasificaciones doctrinales existentes); y (ii) muy relacionado con lo anterior,

lo más normal es no encontrar un contrato de socios igual a otro toda vez que los mismos constituyen auténticos trajes a medida para los socios y sociedades implicadas.

63. Ahora bien, influenciados por la práctica anglosajona, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de socios y que, en síntesis, giran sobre los siguientes ejes: (i) los compromisos de inversión y aportación de fondos; (ii) el gobierno y la administración de la sociedad; (iii) las limitaciones a la transmisibilidad de las acciones o participaciones de la sociedad; (iv) las retribuciones; (v) la desinversión; (vi) la extinción del contrato y (vi) otras cláusulas variadas.

64. Los principales problemas que pueden plantear los contratos de socios son los de su validez y eficacia.

Por lo que refiere a su validez, el problema fundamental que se presenta es el de determinar si los pactos de un contrato de socios pueden ser válidos aun siendo claramente contrarios a los criterios y principios inspiradores del tipo social al que el contrato se refiere. Al respecto, consideramos que los pactos parasociales no serán inválidos por contravenir normas de Derecho societario salvo si atentaran contra valores sustantivos del ordenamiento jurídico.

Y por lo que refiere a la eficacia de los pactos parasociales tenemos que distinguir dos tipos de eficacia, a saber:

- La eficacia *inter partes*: a pesar del anacrónico art. 119 del CCom se ha de reconocer la eficacia *inter partes* de los pactos parasociales sobre la base de la autonomía privada del art. 1255 del CC y del art. 1091 del mismo cuerpo legal en virtud del cual las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse al tenor de los mismos.
- La eficacia frente a terceros: resulta muy difícil de justificar que un pacto parasocial firmado únicamente por una parte de los socios pueda ser

oponible frente a los restantes socios así como frente a la sociedad sobre la base del principio de relatividad de los contratos recogido en el art. 1257 del CC.

65. La obligación de publicar determinados pactos parasociales en sede de sociedades cotizadas (básicamente, aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones) tiene por objeto dar a conocer aquellos pactos que puedan incidir por su contenido en la estructura de control de las sociedades cotizadas o en la liquidez de los valores.

Por el contrario, por lo que respecta a sociedades no cotizadas, se ha de partir de la idea de que no existe obligación alguna de publicar los acuerdos de socios. Ahora bien, de acuerdo con el art. 29 de la LSC los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad.

66. Uno de los factores vitales para el éxito de un LBO consiste en la retención de un equipo directivo motivado y capaz que promueva un eficaz crecimiento y desarrollo del negocio de la Sociedad *Target*.

En este sentido, no se puede olvidar que una operación de esta índole se construye sobre la base de la existencia de un equipo directivo con gran cualificación y prestigio que, generalmente, tomará una participación en *Newco* (o en la Sociedad *Target*), y al que se le va a encargar el cometido de gestionar la inversión con gran eficiencia de tal manera que el inversor de *private equity* pueda desinvertir en los plazos que tiene previstos y consiguiendo las rentabilidades y plusvalías previstas por este al preparar la operación.

67. La mayoría de las veces, los *private equities* no quieren entrar en la gestión de la empresa ni hacer cambios en el equipo directivo. Esto tiene su lógica, pues si el equipo directivo existente no les satisface, probablemente les resulte más rentable no materializar la inversión que reestructurar todo el equipo directivo.

Por el contrario, los patrocinadores financieros sí querrán tener representación en el órgano de administración (generalmente, articulado como consejo de administración). Así, los consejeros que les representarán habitualmente serán los propios directivos del *private equity*, acompañados, en algunas ocasiones de consejeros independientes que puedan aportar sus conocimientos o contactos en el sector.

68. Los regulaciones de la relación de los directivos con la sociedad, debido a la doble condición de socios y de prestadores de servicios que ostentarán en la mayoría de los casos, se verá en ocasiones duplicada. En efecto, lo más probable es que muchos de sus derechos y obligaciones (por ejemplo, los pactos de no competencia) se reflejen paralelamente y se entrelacen en el contrato de socios y en el contrato de prestación de servicios que firmen con la sociedad. Ahora bien, y a fin de evitar confusiones, se habrá de tener siempre en cuenta que, aunque algunos de esos pactos puedan ser coincidentes, cada contrato tiene su propia razón de ser y sus propios objetivos, pues es claro que el directivo firmará el pacto parasocial en tanto que socio de la sociedad y el contrato de prestación de servicios (laboral o mercantil) en tanto que miembro del equipo directivo que va a llevar el timón y el día a día de la empresa.

69. Dentro de la genérica denominación de directivos o de personal directivo, podemos distinguir tres categorías diferenciadas, a saber: (i) los directivos de régimen laboral común; los altos directivos con un régimen laboral especial; y (iii) el personal “supra dirección”, constituido por los miembros de órganos de administración de sociedades y cuya relación es puramente mercantil.

Como se puede comprender fácilmente, las consecuencias prácticas de una u otra ubicación son importantes, afectando entre otros aspectos a la estabilidad en el empleo, el régimen de Seguridad Social, el orden jurisdiccional competente en caso de conflicto o la consolidación de derechos profesionales.

70. A fin de involucrar al máximo a los directivos en el proyecto, el patrocinador financiero va a exigirles, además de su trabajo o industria, que arriesguen parte de su patrimonio personal participando en el capital de la Sociedad *Target* (o en su caso, en el capital de *Newco*). De esta manera, se persigue que no sean unos meros empleados, sino que se conviertan en auténticos accionistas o socios directivos que van a compartir con el *private equity* el riesgo y ventura de la operación.

Ahora bien, a fin de que puedan entrar en el capital de la sociedad sin ver asfixiada su capacidad financiera, se suele incentivar a los directivos bien en el contrato de socios, bien en su contrato de prestación de servicios con la sociedad, con fórmulas de suscripción de acciones o asunción de participaciones conocidas como *sweet equity* o capital con un *envy ratio*, esto es, que los directivos adquieren su participación en el capital de *Newco* (o según los casos, de la Sociedad *Target*) en condiciones más favorables (generalmente, a menor precio) que el operador de *private equity*.

71. La fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target* suele ser el paso final de un LBO. Así, una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*).

De este modo, se alcanza el resultado anhelado, a saber, se consigue situar la deuda en la sociedad operativa (la Sociedad *Target*), a fin de que los flujos que genera sirvan para atender a la deuda contraída.

72. La fusión es una de las operaciones jurídicas más complejas, ya que aúna aspectos contractuales (en definitiva, dos o más sociedades acuerdan la forma en la que van a unir sus patrimonios y cómo van a integrarse sus respectivos socios) y aspectos societarios (pues con la fusión, al menos una de las sociedades se extingue mediante disolución pero sin liquidación y se ha de ampliar el capital de la sociedad beneficiaria de la fusión para que pueda absorber a las demás o bien crear una nueva sociedad resultante de la fusión).

73. En este sentido, la fusión de sociedades mercantiles es una viva y rotunda expresión de la capacidad del contrato de sociedad para adaptar las relaciones jurídicas de los socios a las cambiantes circunstancias de la empresa, y dado que esta adaptación se pone en manos de la mayoría, notoria es igualmente la necesidad de proteger a la minoría, lo que el ordenamiento jurídico verifica mediante el establecimiento de ciertos requisitos, formales unos, materiales otros, para salvaguardar los derechos de los socios y de los terceros.

74. El legislador, a fin de facilitar los procesos de fusión, escisión, aportaciones de activos y canje de valores ha regulado en el Capítulo VIII del Título VII de la LIS un régimen fiscal especial que se basa fundamentalmente en:

- Neutralidad fiscal, para lo que, ni se estimulan ni se obstaculizan las operaciones de fusión desde la perspectiva tributaria.
- La simplificación de los trámites administrativos, para lo cual basta comunicar la opción por aplicar el citado régimen al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, si bien deberá alegarse la existencia de un motivo económico válido para realizar la reestructuración empresarial, y este no podrá ser el ahorro fiscal.

Así, dicho régimen especial no será de aplicación cuando la operación planteada tenga como principal objetivo el fraude o evasión fiscal. En particular, no se aplicará cuando la operación no se efectúe por motivos económicos válidos, tales como la reestructuración o la racionalización de las actividades de las entidades que participan en la operación, sino con la mera finalidad de conseguir una ventaja fiscal.

- El aplazamiento del pago de los impuestos que de otro modo se habría producido.

75. Asegurar la liquidez necesaria para el pago de un préstamo previamente concertado por las entidades participantes en la fusión, concentrando la financiación en la entidad resultante de la fusión, de tal manera que se establezca una razonable estructura de financiación, con mejores

condiciones económicas, mejorando el tipo de interés aplicable a la financiación, optimizando financiera y económicamente el uso de la tesorería para el pago de la deuda, coordinando y gestionando óptimamente la financiación de las actividades del grupo y asegurando la estabilidad financiera ha de considerarse un motivo económico válido para llevar a cabo una fusión.

Esto será de gran utilidad para ejecutar una operación de LBO, pues dicho motivo cuadra plenamente con la filosofía de este tipo de operaciones. En este sentido, no es infrecuente que los contratos de financiación suscritos para la obtención de los fondos necesarios para la adquisición establezcan la obligación de proceder a la fusión de ambas sociedades en un determinado periodo de tiempo desde aquella, o que, sin establecer expresamente esta obligación, exijan el cumplimiento de determinados *ratios* financieros a la prestataria que hagan imposible su cumplimiento sin mediar la referida fusión.

76. Finalmente, y a la luz de todo lo anterior, resulta evidente que las operaciones de LBO supondrán, en la mayoría de los casos, un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. En este sentido, siempre que se desee culminar con éxito una operación de este calado, es altamente recomendable contratar a los mejores especialistas tanto jurídicos como financieros en esta materia.

BIBLIOGRAFÍA.

- AGUAYO ESCALONA, J., RODRÍGUEZ JIMÉNEZ, J.L. y FERNÁNDEZ-RAÑADA LÓPEZ-DÓRIGA, C., “Consideraciones en torno a las operaciones de Public to private”, en el libro *La nueva normativa de OPAs en España. Balance del Real Decreto 1066/2007 desde su entrada en vigor*, dirigido por J. L. GARCÍA DELGADO, Civitas, Madrid, 2010.
- AGUAYO, J., *Las manifestaciones y garantías en el Derecho de contratos español*, Civitas, Madrid, 2011.
- ALEMANY EGUIDAZU, J., *Auditoría legal. Due diligence y opiniones legales en los negocios mercantiles*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008.
- ALGUER, J., “Para la crítica del concepto de precontrato”, *Revista de Derecho Privado*, años 1935 y 1936.
- ALLEN, T., “Developments in the International Syndicated Loan Market in the 1980s”, *Quarterly Bulletin. Bank of England*, Londres, febrero 1990.
- ALMOND, S., "European LBOs: Breakin' away", *TheDeal.com*, 24 de enero de 2002. <http://pipeline.thedeal.com/tdd/ViewArticle.dl?id=1011110631623>
- ALONSO LEDESMA, C.,
 - “Propuesta de modificación de la Segunda Directiva de sociedades relativa a la constitución de la sociedad anónima y al mantenimiento y modificación de su capital”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 24, 2005.
 - “Pactos parasociales”, *Diccionario de Derecho de Sociedades*, Iustel, Madrid, 2006.

- ALONSO PÉREZ, M., “La responsabilidad precontractual”, *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1971.
- ALONSO UREBA, A. y RONCERO SÁNCHEZ, A., “Sistemas de elección de los consejeros: Comité de nombramiento”, *El gobierno de las sociedades cotizadas*, coordinado por G. ESTEBAN VELASCO, Marcial Pons, Madrid, 1999.
- ALONSO UREBA, A.,
 - “Incidencia en el régimen sobre Ofertas Públicas de Adquisición del Derecho comunitario sobre control de operaciones de concentración”, en *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Ediciones Deusto, Bilbao, 1992.
 - “Presupuestos de la responsabilidad social de los administradores de una sociedad anónima”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 198, Madrid, 1992.
 - “Edición, puesta a disposición, efectos y utilización del Folleto”, en *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, dirigido por F. SÁNCHEZ CALERO, Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1995.
 - “La cesión global de activo y pasivo: elementos de caracterización, clases y régimen” en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, coordinado por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2009.
 - “Hacia un modelo monista revisado de administración de la SA cotizada como opción al modelo dualista”, *La modernización del Derecho de sociedades de capital en España. Cuestiones pendientes de reforma*, Tomo I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011.
- ALTMAN, E.I., "The high yield bond market: a decade of assessment, comparing 1990 with 2000," *NYU Stern School of Business*, 2000.
<http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/report.pdf>.

- ÁLVAREZ ARJONA, J.M., “La adquisición de empresas como objeto de negociación” en la obra colectiva *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2004.
- ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., “Fusión apalancada y asistencia financiera: el artículo 35 de la Ley de Modificaciones estructurales”, *El Notario del Siglo XXI*, número 30, marzo-abril de 2010. http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2206&seccion_ver=0
- AMESTI MENDIZÁBAL, C., “El contrato de crédito sindicado y el crédito subasta”, *Contratos bancarios*. Civitas: Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio, en colaboración con el Departamento de Derecho mercantil de la Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 1992.
- ANDERSON, J.,
 - "Where Private Equity Goes, Hedge Funds May Follow", *New York Times*, 23 de junio de 2006. <http://www.nytimes.com/2006/06/23/business/23insider.html>
 - "Sharply Divided Reactions to Report on U.S. Markets", *New York Times*, 1 de diciembre de 2006. http://www.nytimes.com/2006/12/01/business/01regs.html?_r=1
 - "Blackstone Founders Prepare to Count Their Billions", *New York Times*, 12 de junio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/06/12/business/12blackstone.html>
- ANDERSON, J. y DE LA MERCED, M.J., "Kohlberg Kravis Plans to Go Public", *New York Times*, 4 de julio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/07/04/business/04kkkr.html>
- ANDREU MARTÍ, M^a.M., *La nulidad de la fusión de sociedades*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002.

- ANTILLA, S., "Wall Street; A Scion of the L.B.O. Reflects", *New York Times*, 24 de abril de 1994. <http://www.nytimes.com/1994/04/24/business/wall-street-a-scion-of-the-lbo-reflects.html>.
- AÑOVEROS TRÍAS DE BES, X., "El préstamo bancario. Modalidades", en *Las entidades de crédito y sus operaciones, Volumen 2, Las operaciones bancarias de activo*, Marcial Pons, Madrid, 2007.
- AREITIO BASAGOITI, A., "Régimen laboral/Planes de opciones sobre acciones", en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010.
- ARRANZ PUMAR, G.,
 - "Salida a Bolsa de una sociedad de capital riesgo", en *Derecho de los Negocios*, Madrid, 1997.
 - "Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial", en *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, coordinado por F. URÍA, La Ley, Madrid, 2007.
- ASCRI, CLIFFORD CHANCE y GARRIGUES, *El nuevo régimen jurídico del capital riesgo en España*, 5 de abril de 2006.
- ASÚA GONZÁLEZ, C., *La culpa in contrahendo*, Universidad del País Vasco. Servicio Editorial, Bilbao, 1989.

- ATLAS, R.D.,
 - "Even the Smartest Money Can Slip Up", *New York Times*, 30 de diciembre de 2001. <http://www.nytimes.com/2001/12/30/business/even-the-smartest-money-can-slip-up.html>
 - "Will He Star Again In a Buyout Revival", *New York Times*, 26 de enero de 2003. <http://www.nytimes.com/2003/01/26/business/will-he-star-again-in-a-buyout-revival.html>
- AURIOLES MARTÍN, A.J., "Los leveraged buy-out's y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas", *Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont*, Vol. 1, 1995.
- BACHES, S., *La Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia. Balance de su aplicación*, La Ley, Madrid, 2010.
- BAENA TOVAR, N., "Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital riesgo", Monografía número 12 de la CNMV, junio 2006.
- BARTLETT, J.W., "What is Venture Capital?" en la página web http://vcexperts.com/vce/library/encyclopedia/documents_view.asp?document_id=15.
- BARTLETT, S., "Kohlberg In Dispute Over Firm", *New York Times*, 30 de agosto de 1989. <http://www.nytimes.com/1989/08/30/business/kohlberg-in-dispute-over-firm.html>
- BAUZÁ MORÉ, F.J., "Sociedades de Capital Riesgo y Fondos de Capital Riesgo", en la obra colectiva *Derecho del mercado financiero*, dirigida por A. ALONSO UREBA y J. MARTÍNEZ-SIMANCAS, Civitas, Madrid, 1994.
- BAYONA GIMÉNEZ, R., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Monografía número 19 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002.

- BELLAMY & CHILD, *European Community Law of Competition*, 6ª edic., Oxford University Press, 2008.
- BELLAMY FOSTER, J. y MAGDOFF, F., *The Great Financial Crisis. Causes and Consequences*, Monthly Review Press, Nueva York, 2009.
- BERENQUER, L. GINER, C. y MARTÍN-LABORDA, A., *La nueva legislación española ante la evolución del Derecho de la Competencia*, Marcial Pons, Madrid, 2010.
- BERENSON, A., "Markets & Investing; Junk Bonds Still Have Fans Despite a Dismal Showing in 2001", *New York Times*, 2 de enero de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/01/02/news/markets-investing-junk-bonds-still-have-fans-despite-a-dismal-showing-in-2001.html>
- BERRY, K., "Converging Forces Have Kept Junk Bonds in a Slump", *New York Times*, 9 de julio de 2000. <http://www.nytimes.com/2000/07/09/business/mutual-funds-report-converging-forces-have-kept-junk-bonds-in-a-slump.html>
- BERTREL, J.P. y JEANTIN, M., *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*, Litec, París, 1991.
- BLOOMFIELD, S., *Venture capital funding. A practical guide to raising finance*, Kogan Page, London, 2008.
- BREALEY, R., MYERS, S. y ALLEN, F.,
 - “Es importante la política de endeudamiento”, en la obra *Principios de finanzas corporativas*, 8ª edic. McGraw Hill, Madrid, 2006.
 - “Fusiones”, en la obra *Principios de finanzas corporativas*, 8ª edic. McGraw Hill, Madrid, 2006.
- BROSETA PONT, M.,
 - “Régimen de los Préstamos Participativos”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 14, abril-junio 1984.

- *Manual de Derecho Mercantil*, 11ª edic., Tecnos, Madrid, 2002.
- BRUCK, C., *The Predators' Ball: The Inside Story of Drexel Burnham and the Rise of the Junk Bond Raiders*, Simon and Schuster, Nueva York, 1988.
- BURROUGH, B. y HELYAR, J., *Barbarians at the Gate. The Fall of RJR Nabisco*, Harper Paperbacks, 27 de mayo de 2003.
- BUSTOS CONTELL, E., “Préstamo Participativo Instrumento de Financiación de las Pymes”, *Aeca*, Madrid, 2002.
- CANDELARIO, MACÍAS, I. y LEYVA SAAVEDRA, J. en “El lease-back y el leveraged buy-out: modernas técnicas financieras”, en *Estudios Financieros*, Madrid, 2000.
- CARRASCO PERERA, Á. y RENTERÍA TAZO, A., “Los tratos preliminares. Documentos precontractuales. Las cartas de intenciones. Los procesos de subasta”, en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y coordinada por I. ERLAIZ COTELO, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006.
- CARRASCO PERERA, A., “Manifestaciones y garantías y responsabilidad por incumplimiento”, en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010.
- CARRASCO PERERA, A., ERLAIZ COTELO, I. y RENTERÍA TAZO, A., “La adquisición con asistencia financiera”, en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010.
- CARRERA HINOJAL, E., “Derecho de la competencia en las fusiones y las adquisiciones”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J.

- SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- CASTÁN TOBEÑAS, J., *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo IV, Instituto Editorial Reus, Centro de Enseñanza y Publicaciones, S.A., Madrid, 1961.
 - CAVANILLAS MÚGICA, S., “Sentencia de 10 de abril de 2000: Acuerdo de intenciones y opción de compra. Eficacia frente a terceros de la opción de compra. Acción reivindicatoria sobre derechos de explotación de la propiedad intelectual”, en *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, número 54, octubre/diciembre 2004.
 - CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., “El contrato de *Swap* o permuta financiera”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
 - CENDROWSKI, H., MARTIN, J.P., PETRO, L.W. y WADECKI, A.A., “The history of private equity”, *Private equity. History, governance and operations*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2008.
 - CENTRO DE ESTUDIOS GARRIGUES, *Libro de Estilo Garrigues*, Editorial Aranzadi, 2005.
 - CERDÁ ALBERO, F., “Leveraged buy-out y situaciones concursales: implicaciones para la entidad de capital riesgo” en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.
 - CHAMORRO DOMÍNGUEZ, M.C., *Las ofertas públicas de adquisición competidoras*, Editorial La Ley, Madrid, 2011.
 - CNMV, *Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles*, Madrid, 1999.

- COLEMAN, E., “Cross-default confusion”, *International Financial Law Review*, Euromoney Institutional Investor PLC (a Pearson Law Company), abril de 1997.
- COOPER, G., *The origin of financial crises. Central banks, credit bubbles and the efficient market fallacy*, Vintage Books, Nueva York, 2008.
- CORTÉS, L.J., “Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo”, en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- CORTESE, A., "Business; Private Traders See Gold in Venture Capital Ruins", *New York Times*, 15 de abril de 2001.
<http://www.nytimes.com/2001/04/15/business/business-private-traders-see-gold-in-venture-capital-ruins.html>
- CROISSIER BATISTA, L.C., “La promoción de nuevas empresas en el marco de la reconversión industrial”, en VV.AA., *La financiación capital riesgo (venture capital) y el desarrollo de nuevas empresas*, Instituto de Empresa, Madrid, 1984.
- D’APICE, P., *Manual de procesos tipo para fondos de capital privado*, Banco Interamericano de Desarrollo, junio de 2009.
- DAVIS, C., *Due Diligence Law and Practice*, 2ª edición, 1999.
- DE CARLOS BERTRÁN, L., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, Civitas, Madrid, 1998.
- DE CASTRO, F., “La promesa de contrato (algunas notas para su estudio)”, en *ADC*, 1950.
- DE FEYDEAU, H., “LBO : fusion du holding avec la cible”, *Banque et Droit*, 1989.

- DE GISBERT PASTOR, M.T., *Los créditos sindicados, su integración en el sistema jurídico español*, Bosch, Barcelona, 1982.
- DE LA MERCED, M.J., "Apollo Struggles to Keep Debt From Sinking Linens 'n Things", *New York Times*, 14 de abril de 2008. <http://www.nytimes.com/2008/04/14/business/14apollo.html>
- DE MUNS YNZENGA, A., "Préstamos y créditos sindicados", en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- DE UÑA REPETTO, J., "Motivos económicos válidos en la reestructuración empresarial", *Noticias Jurídicas*, octubre 2006.
- DELGADO, R. en "Elementos comunes de las adquisiciones", en *Contratación mercantil*, Centro de Estudios Garrigues, Madrid, 2004-2005.
- DENNIS, S. y MULLINEAUX, D., "Syndicated Loans", *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 9, octubre de 2000.
- DÍEZ-PICAZO, L. y GULLÓN, A.,
 - *Instituciones de Derecho Civil*, Tomo I, Tecnos, Madrid, 1973.
 - *Sistema de Derecho Civil*, Volumen II, Tecnos, Madrid, 2003.
- DÍEZ-PICAZO, L., *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*, Volumen I, Civitas, 5ª edición, Madrid, 1996.
- Discurso del *General Counsel U.S. Securities and Exchange Commission*, CARTWRIGHT, B.G., "The Future of Securities Regulation", *University of Pennsylvania Law School Institute for Law and Economics Philadelphia*, Pennsylvania, 24 de octubre de 2007.
- DOLMETTA, A., "Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.", *Corriere Giuridico*, número 2, 2002.

- DUQUE DOMÍNGUEZ, J.F., “Escritura, estatutos y límites a la libertad estatutaria en la fundación de sociedades anónimas” *Derecho de sociedades anónimas, Vol. 1, La fundación*, coordinado por A. ALONSO UREBA, J.F. DUQUE DOMÍNGUEZ, G. ESTEBAN VELASCO, R. GARCÍA VILLAVERDE y F. SÁNCHEZ CALERO, Civitas, Madrid, 1991.
- ECHENAGUSIA LÓPEZ, I. “OPVs y OPS”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones de Leveraged Buy Out (LBO)”, en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y coordinada por I. ERLAIZ COTELO, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra) 2006.
- ESPIAU ESPIAU, S., VAQUER ALOY, A., VIGURI PEREA, A., *Bases de un Derecho Contractual Europeo. Bases of a European Contract Law*, extraído de www.tirantonline.com/action/tol?tplt=init.
- ESTEBAN RAMOS, L.M., “Los acreedores sociales en la amortización de acciones rescatables”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 109, 2008.
- FARNSWORTH, A., “Precontractual liability and preliminary negotiations: Fair dealing and failed negotiations”, 87 *Colum. Law Review*, 217, 1987.
- FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Pactos parasociales”, *Enciclopedia Jurídica Básica Civitas*, vol. III, Civitas, Madrid, 1996.
- FERNÁNDEZ DEL POZO, L.,
 - “Revisión crítica de la prohibición de asistencia financiera (artículo 81 LSA)”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 3, 1994.

- “El *enforcement* societario y registral de los pactos parasociales. La oponibilidad de lo pactado en protocolo familiar publicado”, *Revista de Sociedades*, número 29, 2008.
- FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M^a.C., *La asistencia financiera para la adquisición de acciones/participaciones propias*, Editorial Comares, Granada, 2001.
- FERNÁNDEZ LÓPEZ, J.M. y PEDRAZ CALVO, M., *Diez años de jurisprudencia de la Audiencia Nacional en materia de Derecho de la Competencia*, tomos 1, 2 y 3, Marcial Pons, Madrid, 2009.
- FERRÉ MOLTÓ, M., “Operaciones bancarias sindicadas” en la obra colectiva *Contratos Bancarios y Parabancarios* coordinada por U. NIETO CAROL, Lex Nova, Valladolid, 1998.
- FLORES DOÑA, M^a.S., “Adquisición de acciones financiada por la sociedad”, *Cuadernos Mercantiles*, 2000.
- FRASQUET GARCÍA, A., “Pactos parasociales” en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- GALEOTE MUÑOZ, M.P., *Sindicatos de voto. El control de una sociedad conjunta*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.
- GARAYALDE NIÑO, M.L., “El impacto de las adquisiciones apalancadas en la eficiencia de las compañías: el caso español”, *Documento de Trabajo de las Universidades Complutense y Autónoma de Madrid*, 2007.
- GARCÍA MANDALONIZ, M., “Participación y/o subordinación en los instrumentos de financiación”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 247, 2003.

- GARCÍA MONTALVO, J., *De la quimera inmobiliaria al colapso financiero. Crónica de un desenlace anunciado*, Antoni Bosch, Barcelona, 2008.
- GARCÍA VILLAVERDE, R., “Créditos Participativos”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 9, 1997.
- GARRIDO GARCÍA, J.M^a., “El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 20, 2003.
- GIORGI, J., *Teoría de las obligaciones en el Derecho Moderno*, 2^a ed. española, Tomo II, Editorial Reus, S.A., Madrid, 1928.
- GÓMEZ-JORDANA, Í., MARTÍN DE NICOLÁS, G. y SAAVEDRA ORTIZ, J.J., “Tipología de ofertas públicas de adquisición”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, número 7, Editorial La Ley, 2010.
- GONZÁLEZ-GALLARZA GRANIZO, R., “La financiación de adquisiciones y otras formas de apalancamiento financiero”, en la obra colectiva *Estudios jurídicos sobre operaciones de reestructuración societaria*, coordinada por M.M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008.
- GONZÁLEZ-MENESES, M., “La cesión global de activo y pasivo como ilusión jurídica colectiva, o de cómo el Título IV de la Ley 3/2009 vulnera la Tercera Directiva”, *El Notario del Siglo XXI*, número 28, noviembre-diciembre de 2009. http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2043&seccion_ver=0).
- GRANT, E., “TWA - Death of a Legend”, *St Louis Magazine*, octubre de 2005. <http://www.stlmag.com/media/St-Louis-Magazine/October-2005/TWA-Death-Of-A-Legend/>
- GREAVES, R. y HANNIGAN, B. “Gratuitous Transfer and financial assistance after Brady”, *Company Lawyer*, número 135, 1989.

- GREENWALD, J., “High Times for T. Boone Pickens”, *Time magazine*, 4 de marzo de 1985. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,961946,00.html>.
- GUERRA MARTÍN, G., “Comentarios al Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La transposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAS”, en *Revista de Derecho de Sociedades*, número 27, 2006.
- HAGEDOM, A., "Possible Revlon Buyout May Be Sign Of a Bigger Perelman Move in Works", *Wall Street Journal*, 9 de marzo de 1987.
- HALLET CHARRO, R., “Due diligence”, en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J.M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010.
- HEATH, T. "Ambushing Private Equity: As SEIU Harries New Absentee Owners, Buyout Firms Dispute the Union's Agenda", *The Washington Post*, 18 de abril de 2008. <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/04/17/AR2008041704239.html>
- HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “Leveraged buy outs”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- HERNÁNDEZ BENGOA, A., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.

- HERNANZ, C., “España pone a prueba durante 2012 la solvencia de su industria del capital riesgo”, *El Confidencial*, 19 de febrero de 2012. <http://www.elconfidencial.com/economia/2012/02/19/espana-pone-a-prueba-durante-2012-la-solvencia-de-su-industria-del-capital-riesgo-92862/>
- HOEDL, C. y PAZ VALBUENA, J., “La nueva regulación del <<squeeze-out>> en España: oportunidades para los P2P”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, 2007.
- HÖLTERS, W., *Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs*, 4. Auf., Otto Schmidt, Köln, 1996.
- HYLTON, R.D., “Corporate Bond Defaults Up Sharply in '89”, *New York Times*, 11 de enero de 1990. <http://www.nytimes.com/1990/01/11/business/corporate-bond-defaults-up-sharply-in-89.html>
- IGLESIAS, J.L. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J., “Las sociedades de capital. Aspectos básicos” en *Lecciones de Derecho Mercantil*, dirigido por A. MENÉNDEZ y Á. ROJO y coordinado por M.L. APARICIO, Volumen I, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2011.
- JENSEN, M., “Eclipse of the Public Corporation”, *Harvard Business Review*, Vol. 76, 1989.
- JIN, L. y WANG, F., “Leveraged Buyouts: Inception, Evolution, and Future Trends”, *Perspectives*, Vol. 3, número 6, Overseas Young Chinese Forum, 2002. http://www.oycf.org/oycfold/httpdocs/Perspectives/18_093002/Leveraged_Buyouts.htm;
- KAPNER, S. y SORKIN, A.R., “Market Place; Vivendi Is Said To Be Near Sale Of Houghton”, *New York Times*, 31 de octubre de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/10/31/business/market-place-vivendi-is-said-to-be-near-sale-of-houghton.html>
- KIRSNER, S., “Venture capital's grandfather”, *The Boston Globe*, 6 de abril de 2008.

- KIVIAT, B., “10 Questions for Carl Icahn”, *Time magazine*, 15 de febrero de 2007. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1590446,00.html>.
- KOLB, A.,
 - “Implicaciones Jurídicas derivadas del deber de lealtad sobre la actuación de los miembros del consejo de administración en un supuesto de fusión de una sociedad con su accionista mayoritario”, en la obra *2010 Anuario Mercantil para Abogados*, La Ley, Madrid, 2010.
 - “Las operaciones de public-to-private”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- KOLB, A. y SERRANO ACITORES, A.,
 - “La nueva regulación del régimen de OPAs”, *Partida Doble*, número 190, 2007.
 - “La exclusión de negociación bursátil mediante las operaciones de public-to-private”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, número 10, Editorial La Ley, 2012.
- KRANTZ, M., “Private equity firms spin off cash”, *USA Today*, 16 de marzo de 2006. http://www.usatoday.com/money/companies/2006-03-16-private-equity-usat_x.htm
- KURTZMAN, J., “Prospects; Venture Capital”, *New York Times*, 27 de marzo de 1988. <http://www.nytimes.com/1988/03/27/business/prospects-venture-capital.html>.
- LACRUZ BERDEJO, J.L., *Elementos de Derecho Civil*, Volumen II-1, Dykinson, Madrid, 2000.

- LAMO CÁRCAMO, J.M., “Operaciones de titulización”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- LANGLE RUBIO, E., *El contrato de compraventa mercantil*, Bosch, Barcelona, 1958.
- LASARTE ÁLVAREZ, C., *Principios de Derecho Civil*, Volumen 3, Trivium, Madrid, 1999.
- LAU, D., “Forbes Faces: Thomas O. Hicks”, *Forbes*, 23 de abril de 2001. <http://www.forbes.com/2001/04/23/0423faceshicks.html>
- LEÓN SANZ, F.J., “La publicación de los pactos parasociales por las sociedades cotizadas” en la obra colectiva *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, dirigido por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, A. ALONSO UREBA, L. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. VELASCO SAN PEDRO, J. QUIJANO GONZÁLEZ y G. ESTEBAN VELASCO, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006.
- LEVINSON, M., “The Box. How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger”, *Princeton University Press*, 2006.
- LLODRÀ GRIMALT, F., “Letter of intent, cartas de intenciones, precontrato”, en *Derecho de los negocios*, número 151, abril 2003.
- LLUESMA, P., y GONZÁLEZ, B., *Requisitos y procedimientos de autorización y constitución de una Sociedad Gestora de Capital Riesgo*, Linklaters, abril de 2009.
- LLUESMA, P. y VIÑUELAS, R., *Características y procedimientos de constitución de Entidades de Capital Riesgo: Fondo y Sociedad*, Linklaters, abril de 2009.

- LOBATO DE BLAS, J., “Consideraciones sobre el concepto de tratos preliminares”, *Revista General de Legislación y Jurisprudencia*, número 6, diciembre de 1976.
- LÓPEZ LUBIÁN, F.J.,
 - “El apalancamiento financiero”, *Diario ABC*, 25 de enero de 1998.
 - “Algunas claves sobre capital privado (<<private equity>>”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 1, 2007.
- LÓPEZ MARTÍNEZ, M., “Compraventas Forzosas”, Capítulo X del libro *La Regulación de las OPAs, Comentario Sistemático del RD 1066/2007*, de 27 de julio, dirigido por J. GARCÍA DE ENTERRÍA y J. ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, Civitas, Madrid 2009.
- LÓPEZ MATEO, M.A.,
 - “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (I)”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 272, 2009.
 - “Asistencia financiera: análisis y crítica del Derecho vigente. Ley 3/2009. (II)”, *Revista de Derecho Mercantil*, número 273, 2009.
- LUECK, T.J., "High Tech`s glamour fades for some venture capitalists", *New York Times*, 6 de febrero de 1987. <http://www.nytimes.com/1987/02/06/business/high-tech-s-glamour-fades-for-some-venture-capitalists.html>.
- LUTTER, M. y DRYGALA, T., “§ 71 AktG”, *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, §67 a 75, Bücher Carl Heymanns Verlag, Munich, 2009.
- MADRID PARRA, A., “Régimen societario del capital riesgo (Ley 1/1999)”, en *Derecho de sociedades. Libro homenaje a Fernando Sánchez Calero*, volumen 4, McGraw-Hill, Madrid, 2002.
- MAMBRILLA RIVERA, V., “Caracterización jurídica de los convenios de voto entre accionistas”, *RDM*, número 181-182, 1986.

- MANCHADO, V., *Fondos de Private Equity: algunos aspectos fundamentales*, Memorandum interno de Linklaters, febrero de 2009.
- MANZANO FRÍAS, M.C., “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad financiera*, número 13, 2007.
- MARÍN NARROS, H.D., “Concepción y eficacia de las letters of intent, los memoranda of understanding y los acuerdos de intenciones”, en la página web www.juridicas.com, febrero de 2009.
- MARTÍ MOYA, V., “La configuración de los tratos preliminares y la responsabilidad precontractual en los procedimientos de fusión de sociedades”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 3 de 2007.
- MARTÍ PELLÓN, J.,
 - “Buyouts en España en 2008”, *Deloitte*, mayo 2009.
 - “Buyouts en España en 2009”, *Deloitte*, junio 2010.
 - “Buyouts en España en 2010”, *Deloitte*, junio 2011.
- MARTÍNEZ SANCHIZ, J.A., “Préstamos y créditos participativos y subordinados”, *Anales de la Academia Matritense del Notariado*, Tomo XXVIII, enero 1989.
- MASCAREÑAS, J.,
 - *Innovación Financiera. Aplicaciones para la gestión empresarial*, McGraw Hill, Madrid, 1999.
 - “La compra de empresas mediante apalancamiento financiero”, en la obra *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005.

- “Razones económicas de las fusiones y adquisiciones de empresas”, en la obra *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005.
- *Fusiones y adquisiciones de empresas*, 4ª edic., McGraw Hill, Madrid, 2005, o a BREALEY, R., MYERS, S. y ALLEN, F., *Principios de finanzas corporativas*, 8ª edic. McGraw Hill, Madrid, 2006.
- MENÉNDEZ MENÉNDEZ, A., “Los pactos de sindicación para el órgano administrativo de la sociedad anónima”, en *Estudios en homenaje a Rodrigo Uría*, Madrid, 1978.
- METRICK, A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2007.
- MEZQUITA, J.L., “El pacto de opción”, en *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, 1951.
- MOLERO MANGLANO, C., *Manual de Derecho del Trabajo*, McGraw Hill, Madrid, 2000.
- MORAL BELLO, C., *Los Mercados Financieros*, International Technical & Financial Institute, Madrid, 2002.
- MORENO SERRANO, E., “Adaptación al Derecho italiano de la Directiva 2006/68/CE”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 32, septiembre de 2009.
- MORENO UTRILLA, D., LÓPEZ MARIANO, C. y COLLADO MORENO, L., “Adquisiciones de empresas no cotizadas”, en la obra colectiva *Estudios Jurídicos sobre Operaciones de Reestructuración Societaria*, coordinada por M.M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008.
- MOUSSERON, P., “Conduite des négociations contractuelles et responsabilité civile délictuelle”, *RTDComm*. 1998.

- NEW STREET CAPITAL INC., “Company Profile, Information, Business Description, History, Background Information on New Street Capital Inc”.
<http://www.referenceforbusiness.com/history2/5/New-Street-Capital-Inc.html>.
- NORRIS, F., "Market Place; Buyout of Prime Computer Limps Toward Completion", *New York Times*, 12 de agosto de 1992.
<http://www.nytimes.com/1992/08/12/business/market-place-buyout-of-prime-computer-limps-toward-completion.html>.
- O'CONNELL, P., “An LBO Giant Goes <<Back to Basics>>”, *Business Week*, 13 de noviembre de 2002. http://www.businessweek.com/bwdaily/dnflash/nov2002/nf20021113_4262.htm
- OPLER, T. y TITMAN, S., "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs", *Journal of Finance*, 1993.
- OPPO, G., *I Contratti Parasociali*, Milán 1942.
- PALÁ LAGUNA, E., “Algunas cuestiones en torno a la figura del préstamo participativo y su nuevo régimen jurídico”, *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, número 70, abril-junio 1998.
- PALÁ LAGUNA, R., “La desinversión de las entidades de capital riesgo en relación con las ofertas públicas de valores y las salidas a Bolsa”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 4, 2007.
- PAREDES GALEGO, C., “Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAs”, en *Homenaje al profesor D. Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento*, número extraordinario 2006, disponible en la página web www.uria.com.
- PASTOR VITA, F.J., *Venta de empresa y de otros conjuntos de bienes y derechos*, Editorial Comares, Granada, 2007.

- PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F.J., “El sistema contractual” en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, Madrid, 2006.
- PAZ-ARES, C.,
 - “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, número 5, 2003.
 - “Los negocios sobre las propias acciones (artículos 74 a 89 de la Ley de Sociedades Anónimas)” en la obra colectiva *Comentario al Régimen de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Volumen 2ºB, coordinada por R. URÍA, A. MENÉNDEZ y M. OLIVENCIA, Civitas, Madrid, 2003.
 - “Fundamento de la prohibición de los pactos de voto para el consejo”, *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, octubre de 2010.
- PENN, J.D., “Why LBOs Are <<Large Bankruptcy Opportunities>>”, *Financier Worldwide*, 30 de marzo de 2009. <http://www.financierworldwide.com/article.php?id=3713>
- PÉREZ MILLÁN, D., “Sobre los pactos parasociales”, *Revista de Sociedades*, número 31, 2008.
- PÉREZ RENOVALES, J., “Las ofertas públicas de adquisición de valores”, en la obra colectiva *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva*, coordinada por F. URÍA, Editorial La Ley, Madrid, 2006.
- PINSON, L., *Anatomy of a business plan. A step-by-step guide to building a business and securing your company's future*, Dearborn Trade Publishing, 2001.
- POLLACK, A., “Venture Capital Loses Its Vigor”, *New York Times*, 8 de octubre de 1989. <http://www.nytimes.com/1989/10/08/business/venture-capital-loses-its-vigor.html>.

- POMPA ROBLES, J., *Práctica y normalización del sistema y los medios de pago*, Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, Madrid, 2002.
- PUIG BRUTAU, J., *Compendio de Derecho Civil*, V, II, Bosch, Barcelona, 1997.
- RAMÓN PINTADO, T. y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D., “La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos”, *Revista de Economía Industrial*, número 362, Madrid, 2006.
- RAPPAPORT, A., *La creación de valor para el accionista*, Deusto, Bilbao, 1998.
- REQUEIJO GONZÁLEZ J., “Créditos a interés variable”, *Papeles de Economía Española*, número 2, Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, Madrid, 1980.
- RHOADES, T., *Syndicated Lending: Practice and Documentation*, Euromoney Institutional Investors, Londres, 2000.
- ROCA SASTRE, R.M.,
 - “Contrato de promesa”, en *Estudios de Derecho Privado*, Tomo I, Madrid, 1948.
 - “El contrato de opción”, en *Estudios de Derecho Privado*, Tomo I, Madrid, 1948.
- RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., ALONSO UREBA, A., FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., VELASCO SAN PEDRO, L., QUIJANO GONZÁLEZ, J. y ESTEBAN VELASCO, G., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2006.
- ROLL, R., “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business* 59, número 2, abril 1986.

- ROMERO, S., "Technology & Media; Telecommunications Industry too devastated even for vultures", *New York Times*, 17 de diciembre de 2001. <http://www.nytimes.com/2001/12/17/business/technology-media-telecommunications-industry-too-devastated-even-for-vultures.html>

- RONCERO SÁNCHEZ, A., "Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente", en *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, coordinado por F. RODRÍGUEZ ARTIGAS, tomo I, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2009.

- ROSENBAUM, J. y PEARL, J., *Investment Banking. Valuation, leveraged buyouts and mergers & acquisitions*, Wiley Finance, Nueva Jersey, 2009.

- ROSS, S. A., WESTERFIELD, R.W. y JORDAN, B.D., "Apalancamiento financiero y política de estructura de capital", *Fundamentos de finanzas corporativas* de los autores, McGraw Hill, Madrid, 2006.

- ROSSA, J. y WHITE, C., *Dow Jones Private Equity Analyst Guide to the Secondary Market*, Dow Jones company, 2007.

- ROZÈS, L., "Les avant-contrats. Projets et accords de principe", *RTDComm*, 1998.

- SAAVEDRA ORTIZ, J.J., "¿Cómo redactar el contrato de confidencialidad en un proceso de venta de empresa a través de subasta?", *Capital & Corporate Magazine*, Revista número 3, marzo de 2008.

- SAMUELSON, R.J., "The Private Equity Boom", *The Washington Post*, 15 de marzo de 2007. <http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/article/2007/03/14/AR2007031402177.html>

- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.,
 - “El empresario y la empresa” en *Instituciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 33ª edic., Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010.
 - *Instituciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 33ª edic., Thomson-Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2010.
- SÁNCHEZ CALERO, F., *Los Administradores de las Sociedades de Capital*, Civitas, Madrid, 2005.
- SÁNCHEZ-ANDRÉS, A., “Acotaciones a una doctrina reciente en materia de pago y aplicación del dividendo”, *Revista General de Derecho*, número 584, 1993.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y FERNÁNDEZ TORRES, I. “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, abril de 2011.
- SARRÍA, I., “Se abre la caja negra del private equity”, *El Confidencial*, 26 de noviembre de 2011. http://www.cotizalia.com/cache/2007/11/26/13_negra_private_equity.html
- SAUNDERS, L., “How the Government Subsidizes Leveraged Takeovers”, *Forbes*, 28 de noviembre de 1988. http://www.forbes.com/forbes/1988/1128/192_print.html.
- SEGURA DE LASSALETTA, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.

- SENDER, H. y LANGLEY, M., "Buyout Mogul: How Blackstone's Chief Became \$7 Billion Man – Schwarzman Says He's Worth Every Penny; \$400 for Stone Crabs", *The Wall Street Journal*, 13 de junio de 2007. http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/WSJ070613_Blackstone.pdf
- SERRANO ACITORES, A.,
 - “La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo”, *Asocia*, enero de 2007.
 - “¿Cómo se financian los LBOs? El contrato de financiación senior”, *Directorio Financiero Contable de las revistas Estrategia Financiera y Partida Doble*, enero de 2009.
 - “Las compraventas apalancadas de empresas no cotizadas”, *Revista CEFLEGAL*, número 100, mayo de 2009.
 - “El principio de conservación de los contratos frente a las figuras de la nulidad y la anulabilidad”, *Noticias jurídicas*, junio de 2010.
 - “Modificaciones estructurales II: La fusión y la escisión”, en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- SIEIRA GIL, J. y TÁRRAGO MANZANEDO, C., “Modificaciones estructurales III: la cesión global de activos y pasivos y el traslado del domicilio al extranjero” en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J.J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch, Barcelona, diciembre de 2011.
- SILVESTRI, M. “The New Italian Law on Merger Leveraged Buy-Outs: a Law and Economics Perspective”, *European Business Organization Law Review*, Vol. 6, número 1, 2005.

- SIMÓ SEVILLA, D., *Instituciones de Derecho Privado*, Tomo III, Volumen 2º, Civitas, 1ª edición, Madrid, 2005.
- SIMÓN DEL BURGO, S., *Cómo tratar con el capital riesgo*, Closa Merger Acquisition Advisors, ESADE y Clifford Chance, 2005.
- SMITH, E.R., "Investing; Time to Jump Back into Junk Bonds?", *New York Times*, 1 de septiembre de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/09/01/business/investing-time-to-jump-back-into-junk-bonds.html>
- SORKIN, A.R.,
 - "Business; Will He Be K.O.'d by XO? Forstmann Enters the Ring, Again", *New York Times*, 24 de febrero de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/02/24/business/business-will-he-be-k-o-d-by-xo-forstmann-enters-the-ring-again.html>
 - "Defending a Colossal Flop, in His Own Way", *New York Times*, 6 de junio de 2004. <http://www.nytimes.com/2004/06/06/business/defending-a-colossal-flop-in-his-own-way.html>.
 - "Equity Firm Is Seen Ready to Sell a Stake to Investors", *New York Times*, 5 de abril de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/04/05/business/05deal.html>
 - "Sound and Fury Over Private Equity", *The New York Times*, 20 de mayo de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/05/20/business/yourmoney/20deal.html>
 - "Sorting Through the Buyout Freezeout", *New York Times*, 12 de agosto de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/08/12/business/yourmoney/12deal.html>
 - "California Pension Fund Expected to Take Big Stake in Silver Lake, at \$275 Million", *New York Times*, 9 de enero de 2008. <http://www.nytimes.com/2008/01/09/business/09deal.html>

- SORKIN, A.R. y DE LA MERCED, M.J.,
 - "News Analysis Behind the Veil at Blackstone? Probably Another Veil", *New York Times*, 19 de marzo de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/03/19/business/19blackstone.html>
 - "Private Equity Investors Hint at Cool Down", *New York Times*, 26 de junio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/06/26/business/26place.html>
 - "Buyout Firm Said to Seek a Private Market Offering", *New York Times*, 18 de julio de 2007. <http://www.nytimes.com/2007/07/18/business/18place.html>
- STERNGOLD, J., "Buyout Pioneer Quitting Fray", *New York Times*, 19 de junio de 1987. <http://www.nytimes.com/1987/06/19/business/buyout-pioneer-quitting-fray.html>
- STEVENSON, R., "Pantry Pride Control of Revlon Board Seen Near", *New York Times*, 5 de septiembre de 1985.
- STEWART, J.B., *Den of Thieves*, Simon & Schuster, Nueva York, 1991.
- STONE, D.G., *April Fools: An Insider's Account of the Rise and Collapse of Drexel Burnham*, Donald I. Fine, Nueva York, 1990.
- TAPIA HERMIDA, A.J., *Derecho del Mercado de Valores*, Ed. Cálamo, Barcelona, 2003.
- TAYLOR, A.L.,
 - "Boom Time in Venture Capital", *Time magazine*, 10 de agosto de 1981. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,954903-3,00.html>.
 - "Buyout Binge", *Time magazine*, 16 de julio de 1984. <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,951242,00.html>.

- TEJEDOR BARTOLOMÉ, C., “Los préstamos sindicados como alternativa a la financiación tradicional”, *Revista Estrategia Financiera*, número 218, junio de 2005.
- THOMSON FINANCIAL'S VENTUREXPERT DATABASE FOR COMMITMENTS. Búsqueda "All Private Equity Funds" (*Venture Capital, Buyout and Mezzanine*).
- TIMMONS, H.,
 - "Opening Private Equity's Door, at Least a Crack, to Public Investors", *New York Times*, 4 de mayo de 2006. <http://www.nytimes.com/2006/05/04/business/worldbusiness/04place.html>
 - "Private Equity Goes Public for \$5 Billion. Its Investors Ask, 'What's Next?'", *New York Times*, 10 de noviembre de 2006. <http://www.nytimes.com/2006/11/10/business/10private.html>.
- TORRERO MAÑAS, A., *La crisis financiera internacional y económica española*, Encuentro, Madrid, 2008.
- TORTUERO, J., “Las entidades de capital riesgo, sus operaciones típicas y la prohibición de asistencia financiera”, *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2, 2007.
- TREHAN, R., “The History of Leveraged Buyouts”, en http://www.4hotelie.rs.com/4hots_fshw.php?mwi=1757, 4 de diciembre de 2006.
- TRÍAS SAGNIER, M.,
 - “La importancia del capital riesgo para el desarrollo económico. Momento actual de la industria”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.
 - “La problemática de asistencia financiera”, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y*

operaciones, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons, Madrid, 2006.

- URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Marcial Pons, 24ª edic., Madrid, 1997.
- URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y GARCÍA DE ENTERRÍA, J.,
 - “La sociedad anónima: fundación”, *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006.
 - “La sociedad anónima: órganos sociales. Los administradores”, *Curso de Derecho Mercantil I*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2006.
- URÍA, R., MENÉNDEZ, A. y VÉRGEZ, M., “El contrato de compraventa mercantil: disciplina general”, en la obra colectiva *Curso de Derecho Mercantil II*, coordinada por R. URÍA y A. MENÉNDEZ, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007.
- VAQUERIZO ALONSO, A., *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Civitas, Madrid, 2003.
- VARGAS BENJUMEA, I., *La acción de reintegración concursal*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2008.
- VAUGHN, H. y BARRETT, R., "Secondary Private Equity Funds: The Perfect Storm: An Opportunity in Adversity", *Columbia Strategy*, 2003.
- VÁZQUEZ CUETO, J.C., *Régimen de la autocartera*, Marcial Pons, Madrid, 1995.
- VEGA VEGA, J.A., *El contrato de permuta financiera (SWAP)*, Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2002.

- VELASCO SAN PEDRO, L.A.,
 - “La reforma de la asistencia financiera en Europa”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil de la Universidad Complutense de Madrid*, diciembre de 2006.
 - “La adaptación del Derecho Español a la reforma de 2006 de la Segunda Directiva sobre la constitución y el capital de la sociedad anónima”, *Revista de Derecho de Sociedades*, número 31, 2008.

- VICENT CHULIÁ, F.,
 - “Ley de Modificaciones Estructurales. Opciones de la Ley”, *El Notario del Siglo XXI*, número 28, noviembre-diciembre de 2009. http://www.elnotario.com/egest/noticia.php?id=2039&seccion_ver=0
 - “Licitud, eficacia y organización de los sindicatos de voto”, en *Introducción al Derecho Mercantil*, vol. I, 22ª edic. ampliada, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010.

- VIVES RUIZ, F.,
 - *Las Operaciones de “Public to Private” en el Derecho de OPAs Español*, 1ª edic., Aranzadi, Cizur Menor (Navarra), 2008.
 - *La validez de los LBO en el Derecho español*, Madrid, 2009.

- VV.AA.,
 - “History of private equity and venture capital”, *Wikipedia*, http://en.wikipedia.org/wiki/History_of_private_equity_and_venture_capital
 - “Management buyouts: risks and rewards for management”, *Practical Law Company*. www.practicallaw.com/8-201-3129
 - http://es.wikipedia.org/wiki/Crisis_financiera_de_2008.

- <http://www.draperco.com/history.html>.
- <http://www.investментu.com/research/private-equity-history.html>.
- <http://www.kapitalprivado.com/2011/08/08/la-crisis-financiera-y-el-mercado-de-capital-privado/>
- www.webcapitalriesgo.com
- “Thomas H. Lee In Snapple Deal”, *The New York Times*, 3 de abril de 1992. <http://www.nytimes.com/1992/04/03/business/company-news-thomas-h-lee-in-snapple-deal.html>
- “Kingpin of the Big-Time Loan”, *New York Times*, 11 de agosto de 1995. <http://www.nytimes.com/1995/08/11/business/kingpin-of-the-big-time-loan.html>
- “Jimmy Lee's Global Chase”, *Business Week*, 14 de abril de 1997. <http://www.businessweek.com/archives/1997/b3522103.arc.htm>.
- “Game of Greed”, *Time magazine*, 5 de diciembre de 1988. <http://www.time.com/time/magazine/0,9263,7601881205,00.html>.
- "Connecticut Sues Forstmann Little Over Investments", *New York Times*, 26 de febrero de 2002. <http://www.nytimes.com/2002/02/26/business/connecticut-sues-forstmann-little-over-investments.html>
- "Company News; Vivendi Finishes Sale of Houghton Mifflin to Investors", *New York Times*, 1 de enero de 2003. <http://www.nytimes.com/2003/01/01/business/company-news-vivendi-finishes-sale-of-houghton-mifflin-to-investors.html>
- “The New Kings of Capitalism, Survey on the Private Equity industry”, *The Economist*, 25 de noviembre de 2004.
- *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Uría Menéndez, septiembre de 2007.

- “Protesting a Private Equity Firm (With Piles of Money)”, *The New York Times*, 10 de octubre de 2007. <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2007/10/10/protesting-private-equity-with-piles-of-money/>
 - *The Art of M&A. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*, McGraw-Hill, 2007.
 - “California's Stern Rebuke”, *The Wall Street Journal*, 21 de abril de 2008. http://online.wsj.com/article/SB120873771821130001.html?mod=opinion_main_review_and_outlooks
 - *Takeover bids in Spain. Legislation, summary and comments*, coordinada por ORTIZ, A. y KOLB, A., Linklaters, enero de 2008.
 - “El Venture Capital en España. Primer Semestre 2011”, *Webcapitalriesgo*, http://www.webcapitalriesgo.com/descargas/2927_09_11_1047155441.pdf
 - *Memento Práctico Francis Lefebvre. Social*, Ediciones Francis Lefebvre, Madrid, 2012.
- WALLACE, A.C., "Nabisco Refinance Plan Set", *The New York Times*, 16 de julio de 1990. <http://www.nytimes.com/1990/07/16/business/nabisco-refinance-plan-set.html>.
 - WILSON, J. *The New Ventures, Inside the High Stakes World of Venture Capital*, Addison-Wesley, octubre de 1986.
 - ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J.,
 - "Artículo 1.-Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa", en la obra colectiva *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*, dirigida por F. SÁNCHEZ CALERO, vol. I, Ed. Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993.

- "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores", en la obra colectiva *Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero*, Vol. III, McGraw Hill, Madrid, 2002.