

CLAVES

Manual de fusiones y adquisiciones de empresas

Actualizado al RDL 5/2023, de 28 de junio

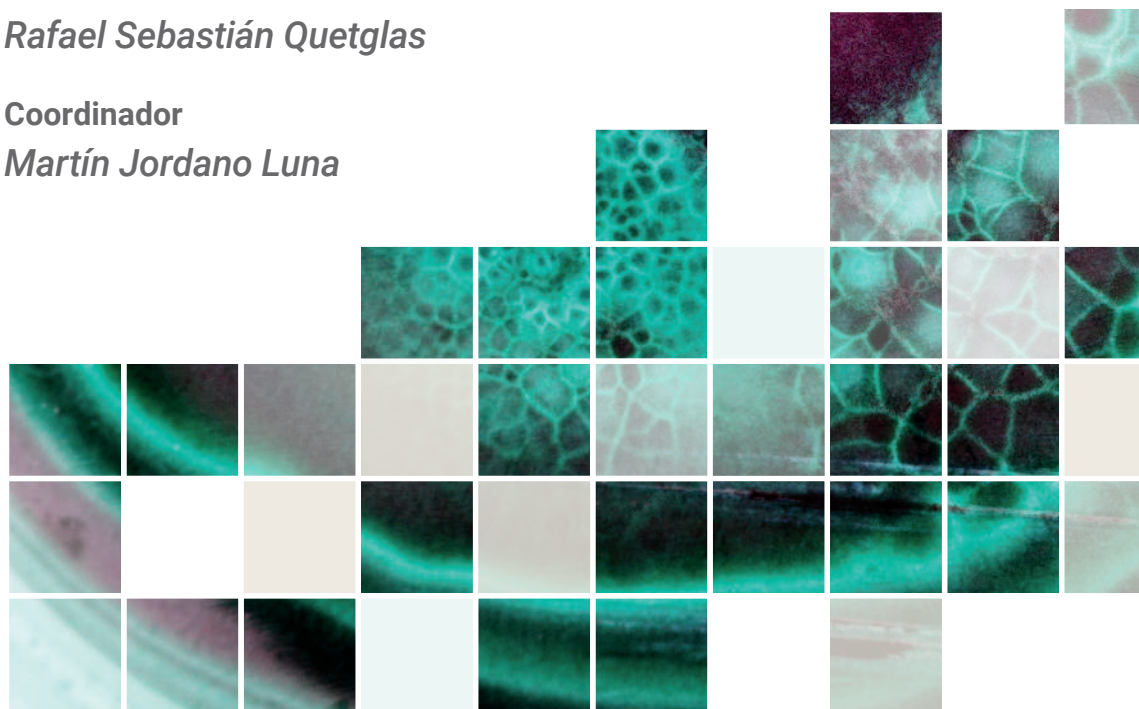
4.^a Edición

Director

Rafael Sebastián Quetglas

Coordinador

Martín Jordano Luna



© Autores, 2024
© LA LEY Soluciones Legales, S.A.

LA LEY Soluciones Legales, S.A.
C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
Tel: 91 602 01 82
e-mail: clienteslaley@aranzadilaley.es
<https://www.laley.es>

Cuarta edición: Enero 2024
Tercera edición: Octubre 2021
Segunda edición: Septiembre 2018
Primera edición: Mayo 2016

Depósito Legal: M-1734-2024
ISBN versión impresa: 978-84-19905-37-6
ISBN versión electrónica: 978-84-19905-38-3

Diseño, Preimpresión e Impresión: LA LEY Soluciones Legales, S.A.

Printed in Spain

© **LA LEY Soluciones Legales, S.A.** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, LA LEY Soluciones Legales, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación. Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Diríjase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, LA LEY SOLUCIONES LEGALES se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **LA LEY Soluciones Legales, S.A.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

ÍNDICE SISTEMÁTICO

PRÓLOGO A LA 1.^a EDICIÓN. Aurelio MENÉNDEZ MENÉNDEZ	7
---	---

I. ADQUISICIONES DE EMPRESAS

ASPECTOS GENERALES DE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS. Javier GARCÍA DE ENTERRÍA y LORENZO-VELÁZQUEZ	59
--	----

I. LA DIVERSIDAD Y VERSATILIDAD JURÍDICA DE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS.	63
II. LOS PROBLEMAS DE INFORMACIÓN E INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS.	65
1. La asimetría informativa	65
2. Las dificultades intrínsecas de valoración de la empresa	67
III. LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN COMO INSTRUMENTOS DE ASIGNACIÓN Y REPARTO DE RIESGOS	68
1. Riesgos derivados de deficiencias informativas.	68
2. Riesgos asociados a la atribución de valor	70
3. Riesgos de alteración del valor durante el proceso de adquisición	71
IV. LOS PROBLEMAS DE CUMPLIMIENTO Y EJECUCIÓN DE LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN.	73
V. LA ESPECIALIDAD DE LOS PROCESOS DE ADQUISICIÓN DE SOCIEDADES COTIZADAS	75
VI. BIBLIOGRAFÍA.	77

LA DUE DILIGENCE LEGAL PREVIA A LA ADQUISICIÓN DE EMPRESA. Tomás José ACOSTA ÁLVAREZ	79
I. INTRODUCCIÓN	83
II. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL	83
1. Origen y evolución histórica del concepto de <i>due diligence</i>	83
1.1. El (posible) origen histórico de la <i>due diligence</i> ..	83
1.2. La expansión a otras prácticas y el asalto al Derecho continental	84
2. Significado actual de la <i>due diligence</i>	86
3. Naturaleza jurídica y función económica	87
3.1. El debate sobre la naturaleza jurídica de la <i>due diligence</i>	87
3.2. La función económica	88
4. Clases de revisiones	88
III. LA PRÁCTICA DE LA <i>DUE DILIGENCE</i>	90
1. La actividad revisora	90
1.1. Preparación	90
1.1.1. Suscripción de cartas-mandato entre principales y asesores	90
1.1.2. Identificación de objetivos de la revisión	91
1.1.3. Fijación de umbrales de materialidad ..	92
1.1.4. Formalización de acuerdos de confidencialidad	92
1.1.5. Listado de documentación objeto de revisión	93
1.1.6. Organización y puesta a disposición de la información	93
1.1.7. Determinación de las reglas de acceso a la información y del proceso de revisión	95
1.1.8. La logística	95
1.2. Revisión	96

1.2.1.	Intercambio de preguntas y respuestas por escrito	96
1.2.2.	Entrevistas con asesores y con el equipo directivo.	96
1.2.3.	Visitas a las instalaciones	97
2.	El informe.	97
2.1.	Estructura del informe.	98
2.2.	Tipos de informes.	99
2.3.	Acceso al informe por terceros distintos de sus destinatarios	100
3.	El estándar de diligencia exigible	100
3.1.	Criterios para identificari la «diligencia debida» en cada caso.	101
3.2.	La «diligencia debida» del comprador y del vendedor	101
3.2.1.	La diligencia exigible al comprador	102
3.2.2.	La diligencia debida del vendedor	102
IV.	UTILIDADES DE LA <i>DUE DILIGENCE</i> EN EL PROCESO DE COMPRAVENTA DE EMPRESA	103
1.	Decisiones sobre la propia transacción.	104
2.	Negociación del contrato de compraventa.	104
2.1.	Valoración de la empresa e impacto en el precio de adquisición	105
2.2.	Manifestaciones y garantías	105
2.3.	Cláusulas indemnizatorias	106
2.4.	Obligaciones del período interino y condiciones suspensivas.	107
2.5.	Límites de responsabilidad	107
3.	Actuación diligente de los administradores (business judgement rule)	108
4.	Regularización post-adquisición.	109
V.	BIBLIOGRAFÍA.	109

LOS TRATOS PRELIMINARES, CARTAS DE INTENCIONES, OFERTAS VINCULANTES Y NO VINCULANTES. SU PROBLEMÁTICA CONTENCIOSA. Agustín CAPILLA CASCO	113
I. INTRODUCCIÓN	117
II. LOS TRATOS PRELIMINARES	119
1. Concepto	119
2. Trascendencia jurídica	119
2.1. Los tratos preliminares cumplen una función interpretativa del futuro contrato	120
2.2. Los tratos preliminares como fundamento de acciones procesales	121
3. La línea divisoria entre los tratos preliminares y la prestación del consentimiento contractual	122
4. Los acuerdos parciales y los contratos con términos abiertos: entre los tratos preliminares y la formación progresiva del contrato	123
III. CARTAS DE INTENCIONES	124
1. Concepto	124
2. Forma	125
3. Contenido	125
4. Funciones	127
5. Los posibles efectos vinculantes de las cartas de intenciones	127
6. Doctrina judicial sobre cartas de intenciones	129
6.1. Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo núm. 523/1991, de 4 de julio	129
6.2. Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo núm. 516/1998, de 3 de junio	129
6.3. Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo núm. 364/2011, de 7 de junio	130
6.4. Sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo núm. 330/2013 [sic], de 25 de junio de 2014	131
6.5. Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid núm. 573/2014, de 19 de diciembre	131

6.6.	Sentencia de la Audiencia Provincial de Baleares núm. 200/2014, de 24 de junio	132
6.7.	Sentencia de la Audiencia Provincial de Bilbao núm. 351/2013, de 13 de junio	132
IV.	DEBERES DE CONDUCTA EN LA FASE DE TRATOS PRELI- MINARES. EN PARTICULAR; LA RUPTURA DE LOS TRA- TOS PRELIMINARES.	133
1.	El deber genérico de conducirse con buena fe y sus manifestaciones	133
2.	Deber de información	133
3.	Deber de confidencialidad.	134
4.	Deber de conservación.	135
5.	Deber de no abandonar injustificadamente las negocia- ciones	135
5.1.	Libertad de las partes para apartarse de las nego- ciaciones	135
5.2.	El límite de la buena fe.	136
5.3.	Consecuencias de la ruptura injustificada de las negociaciones.	137
V.	LA OFERTA CONTRACTUAL.	139
1.	Concepto y requisitos.	139
2.	Las ofertas no vinculantes y las invitaciones a formular ofertas	140
3.	Extensión de los efectos de las ofertas vinculantes	141
3.1.	Caducidad de la oferta	142
3.2.	Revocación de la oferta	142
3.3.	La oferta irrevocable.	142
3.4.	Extinción de la oferta no aceptada pura y simple- mente. La contraoferta	143
VI.	BIBLIOGRAFÍA.	145

LA FINANCIACIÓN DE LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS. FINANCIACIÓN BANCARIA Y VÍA MERCADO DE CAPITALLES. Ángel PÉREZ LÓPEZ e Ignacio ÁLVAREZ COUSO	149
I. INTRODUCCIÓN	153
II. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA	154
1. Concepto y características principales	154
2. Tipos	155
III. ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES DE LBO.	156
1. Identificación de Target	156
1.1. Características financieras.	156
1.2. Características operativas	157
2. Constitución de la sociedad vehículo	157
3. Concesión de financiación a la sociedad adquirente y otorgamiento de garantías a favor de los financiadores. La prohibición de asistencia financiera.	158
3.1. Concepto de asistencia financiera.	159
3.2. Elementos esenciales	160
3.3. Consecuencias derivadas del incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera	160
4. Métodos de adquisición	161
5. Fusión de la sociedad vehículo y Target.	162
IV. FINANCIACIÓN BANCARIA	164
1. Acuerdos previos a la financiación de la adquisición . .	164
2. Financiación sénior	166
2.1. Condiciones suspensivas	167
2.2. Amortización anticipada voluntaria y obligatoria	168
2.3. Declaraciones y garantías.	169
2.4. Obligaciones de hacer	170
2.5. Obligaciones de no hacer.	171
2.6. Obligaciones de información y cumplimiento de ratios financieros	172
2.7. Resolución. Supuestos de vencimiento anticipado.	172

2.8.	Garantías	173
2.8.1.	Garantías personales	173
2.8.2.	Garantías reales	174
2.8.3.	Breve referencia a los acuerdos de garantía financiera	176
3.	Acuerdos de cobertura de tipos de interés	177
4.	Financiación <i>second lien</i>	178
5.	Financiación <i>mezzanine</i>	179
6.	Contrato entre acreedores.	180
7.	Breves consideraciones concursales	182
V.	FINANCIACIÓN VÍA MERCADO DE CAPITALES.	183
1.	Introducción a los bonos <i>high yield</i>	183
2.	Encaje de los bonos <i>high yield</i> en la estructura de financiación de la adquisición	184
2.1.	Bonos <i>high yield</i> como fuente de financiación júnior	184
2.2.	Bonos <i>high yield</i> como fuente de financiación sénior	186
3.	Breve referencia a la ley aplicable	187
4.	Documentos principales en una emisión de bonos <i>high yield</i>	188
4.1.	Contrato de compra o <i>purchase agreement</i>	189
4.2.	Contrato entre compradores iniciales o <i>agreement among initial purchasers</i>	189
4.3.	<i>Indenture</i> (en emisiones sujetas a ley de Nueva York) o <i>trust deed</i> (en emisiones sujetas a ley de Inglaterra y Gales).	190
4.4.	El folleto informativo u <i>offering memorandum</i>	190
4.5.	Préstamo puente.	191
4.6.	Contrato entre acreedores y garantías	191
5.	Términos y condiciones de los bonos <i>high yield</i>	192
5.1.	Plazo y reembolso	192
5.2.	Intereses	193
5.3.	<i>Covenants</i>	193

5.4.	Supuestos de incumplimiento	195
5.5.	Admisión a cotización	195
VI.	BIBLIOGRAFÍA	195
	LAS OPERACIONES SOBRE «ACTIVOS ESENCIALES»: ARTÍCULOS 160 F) Y 511 BIS DE LA LEY DE SOCIEDADES DE CAPITAL. Luis FERNÁNDEZ DEL POZO	199
I.	INTRODUCCIÓN. LA INEXISTENCIA DE UN CONSENSO SOBRE EL MODELO IDÓNEO DE ASIGNACIÓN COMPETENCIAL INTERORGÁNICA	203
II.	BREVE REFERENCIA AL PANORAMA COMPARADO SOBRE LAS REGLAS EXISTENTES EN MATERIA DE DECISIÓN CORPORATIVA SOBRE «ACTIVOS ESENCIALES»	207
III.	EL MARCO REGULATORIO ESPAÑOL. EL PRESUPUESTO DE HECHO DE LAS NORMAS SOBRE «ACTIVOS ESENCIALES»	212
IV.	UNA APROXIMACIÓN CUALITATIVA: LOS GRUPOS DE CASOS	226
1.	El <i>canon cualitativo</i> . Los casos típicos	226
2.	La «filialización» y la «subfilialización»	230
3.	Las operaciones cuyo efecto sea equivalente al de la liquidación de la sociedad	240
4.	La adquisición o enajenación de «activos esenciales» y la «modificación efectiva del objeto social»	250
5.	La existencia de casos no contemplados en los supuestos anteriores	259
V.	EL CRITERIO CUANTITATIVO Y EL CONTENIDO DE LA (DOBLE) REGLA DE PRESUNCIÓN	260
VI.	UN APUNTE SOBRE LOS REQUISITOS DE QUORUM Y MAYORÍA NECESARIOS PARA ADOPTAR EL ACUERDO POR LA JUNTA	266
VII.	MI TESIS SOBRE LA INEFICACIA MERAMENTE INTERNA DEL ACTO EXTRALIMITADO. DOCTRINA DE LA DGRN	269
VIII.	BIBLIOGRAFÍA	282

LA ACTUACIÓN DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN EN LA COMPRA Y VENTA DE LA SOCIEDAD: LOS CONFLICTOS DE INTERÉS.	
Cándido PAZ-ARES RODRÍGUEZ y Rafael NÚÑEZ-LAGOS DE MIGUEL	285
I. INTRODUCCIÓN	289
II. ACTUACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES Y CONFLICTO «VERTICAL» EN LA COMPRA Y VENTA DE EMPRESAS. . . .	292
1. El caso general del conflicto transaccional: remisión . .	292
2. Especial referencia a los supuestos de adquisición por un socio significativo o de control y al deber de abstención de los administradores en la opa.	294
2.1. Adquisición por un socio significativo o de control	294
2.1.1. Premisa: existencia de un conflicto de interés transaccional.	294
2.1.2. Tratamiento del conflicto de interés: socio no de control	296
2.1.3. Tratamiento del conflicto de interés: socio de control y operaciones intragrupo .	296
2.1.4. Tratamiento del conflicto de interés: socio de control en ausencia de grupo. . . .	304
2.2. Deber de abstención de los administradores de la sociedad objeto de opa.	306
III. ACTUACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES Y CONFLICTO «HORIZONTAL» EN LA COMPRA Y VENTA DE EMPRESAS	309
1. Planteamiento	309
2. Especial referencia a las operaciones de autocartera y al suministro de información en el marco de un proceso de venta.	309
2.1. Operaciones de autocartera en sociedades cotizadas	309
2.1.1. Planteamiento	309
2.1.2. Lesividad o inocuidad de la operación para los restantes accionistas	310

2.1.3.	Derogabilidad del principio de paridad de trato en consideración del interés social.	312
2.2.	Suministro de información en el marco de un proceso de venta	313
2.2.1.	Planteamiento	313
2.2.2.	El principio de paridad no supone un imperativo absoluto de igualdad de trato	314
2.2.3.	El interés propio de la sociedad en el suministro de información	318
IV.	CONCLUSIÓN.	318
V.	BIBLIOGRAFÍA.	319
	ASISTENCIA FINANCIERA Y COMPRA DE EMPRESA. Antonio PERDICES HUETOS.	327
I.	INTRODUCCIÓN	331
II.	ELEMENTOS DEL SUPUESTO LEGAL.	332
1.	La asistencia financiera.	332
1.1.	Asistencia informativa.	333
1.2.	Negocios ordinarios no financieros a precio de mercado y planes de <i>stock options</i>	334
1.3.	Asistencia derivada de operaciones societarias.	336
2.	La sociedad asistente y el tercero asistido.	337
2.1.	Sociedad asistente: toda sociedad de capital.	337
2.2.	Tercero financiado: autoasistencia financiera y autocartera	337
3.	Adquisición de acciones y participaciones (de un tercero)	339
3.1.	Necesidad de una adquisición consumada.	340
3.2.	Objeto de la adquisición	341
3.2.1.	Acciones del mismo grupo que la asistente.	341
3.2.2.	Derechos distintos de acciones o participaciones.	344
3.2.3.	Copropiedad y derechos limitados.	345

4.	Nexo causal entre la asistencia financiera y la adquisición de acciones	346
4.1.	La asistencia como motivo común y determinante de la adquisición. El dolo eventual	346
4.2.	La prueba del nexo causal: el elemento temporal y la asistencia posterior a la adquisición.	346
4.3.	Innecesaridad de riesgo efectivo: la prohibición como regla	348
III.	SUPUESTOS ESPECIALES.	349
1.	Asistencia para la asunción o suscripción originaria de capital	349
2.	Asistencia para la adquisición derivativa de acciones propias.	350
3.	Asistencia como parte o consecuencia de una operación más compleja.	352
IV.	LAS COMPRAS APALANCADAS	353
V.	NATURALEZA ABSOLUTA DE LA PROHIBICIÓN Y LA SANCIÓN DE NULIDAD.	356
1.	Nulidad de la operación de financiación	356
VI.	EXCEPCIONES LEGALES A LA PROHIBICIÓN GENERAL.	358
1.	Asistencia financiera al personal de la empresa	358
2.	Operaciones bancarias ordinarias.	360
VII.	BIBLIOGRAFÍA.	360
EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACCIONES. Javier TORTUERO ORTIZ.		363
I.	INTRODUCCIÓN	367
1.	Preliminar	367
2.	La preparación del contrato de compraventa	368
II.	LOS ELEMENTOS ESENCIALES DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA	369
1.	Introducción.	369
2.	Consentimiento. Las partes del contrato de compraventa de acciones	369
2.1.	El comprador y el vendedor	369

2.2.	Pluralidad de partes compradoras o vendedoras .	370
2.3.	Otras partes	371
3.	Objeto: la compraventa de acciones	372
4.	Causa	372
5.	Breve referencia a la forma como elemento accesorio del contrato de compraventa	373
III.	PRECIO	373
1.	El precio: ¿compraventa, permuta, donación o negocio mixto?	373
2.	Precio fijo, variable, provisional o definitivo. La determinación del precio por un tercero. Mecanismos de determinación del precio y ajustes al precio (remisión)	374
3.	Precio aplazado. Garantías. Especial referencia a los <i>vendor loans</i>	377
4.	Medios de pago	379
IV.	LA CONSUMACIÓN DE LA COMPRAVENTA	380
1.	Consumación simultánea	380
2.	Consumación diferida	380
2.1.	Condiciones	381
2.2.	El período interino: gestión del negocio de la sociedad objetivo hasta la consumación de la compraventa	382
2.3.	Actuaciones relativas a la consumación de la compraventa.	384
2.4.	Actuaciones posteriores a la consumación de la compraventa.	385
V.	ASIGNACIÓN Y DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS	386
1.	Manifestaciones y garantías (remisión)	386
2.	Régimen de responsabilidad del vendedor	387
2.1.	Limitaciones a la responsabilidad del vendedor y responsabilidades específicas	387
2.2.	Límites cuantitativos	389
2.3.	Límites temporales	389
2.4.	Responsabilidad adicional por evicción	389

2.5.	Procedimiento de reclamación y pago de indemnizaciones	390
2.6.	Especial referencia a las reclamaciones de terceros	391
2.7.	Mecanismos de garantía de la obligación de indemnizar asumida por el vendedor.	391
2.8.	Mecanismos alternativos: los seguros de M&A	392
VI.	OBLIGACIONES ACCESORIAS. EN PARTICULAR: LOS CONTRATOS DE DEPÓSITO EN GARANTÍA, LOS CONTRATOS DE PRESTACIÓN DE SERVICIOS TRANSITORIOS, LAS OBLIGACIONES DE NO COMPETENCIA, LOS PACTOS PARASOCIALES Y LOS ACUERDOS COMPLEMENTARIOS	394
1.	Los contratos de depósito en garantía.	394
2.	Los contratos de prestación de servicios transitorios	395
3.	Las obligaciones de no competencia	396
4.	Los pactos parasociales	396
5.	Los acuerdos complementarios (<i>side letters</i>)	398
VII.	LA RESOLUCIÓN DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA	398
1.	Resolución	398
2.	Efectos	399
3.	Cláusulas penales.	400
VIII.	CLÁUSULAS DE CIERRE Y ANEXOS	400
1.	Confidencialidad	401
2.	Notificaciones	402
3.	Legislación aplicable y sistemas de resolución de conflictos	402
3.1.	Ley aplicable	402
3.2.	Los sistemas de resolución de conflictos.	403
4.	Anexos.	403
IX.	BIBLIOGRAFÍA.	404

EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACTIVOS. Antonio HERRERA MARTÍNEZ	409
I. INTRODUCCIÓN	413
1. Precisiones terminológicas	413
2. Adquisiciones directas e indirectas	415
3. Adquisiciones en el marco de un procedimiento concursal	415
II. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA COMPRAVENTA DE ACCIONES Y LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS	415
1. Principio general de especialidad y excepciones	415
1.1. Obligaciones laborales y de la Seguridad Social	416
1.2. Obligaciones tributarias	416
1.3. Obligaciones medioambientales	417
2. Régimen de responsabilidad	417
3. Grado de simplificación contractual y de consumación de la transmisión	418
4. Pluralidad de vendedores	419
5. Aspectos societarios	419
6. Tributación y aspectos contables	420
7. Normativa de control de concentraciones	421
8. Régimen de inversiones exteriores	421
9. Consideraciones finales	422
III. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS	422
IV. LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS COMO NEGOCIO COMPLEJO	424
1. La asunción de deuda	424
1.1. El consentimiento del acreedor	425
1.2. Las excepciones oponibles entre el nuevo deudor y el acreedor	426
1.3. Las obligaciones accesorias	427
2. La cesión de la posición contractual	427
2.1. Ámbito de la cesión de la posición contractual	427
2.2. El contrato de cesión de la posición contractual	428

2.3.	Los efectos de la cesión de la posición contractual.....	428
V.	LOS ELEMENTOS ESENCIALES DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACTIVOS.....	429
1.	El objeto del contrato de compraventa de activos.....	430
1.1.	La entrega del objeto del contrato de compraventa de activos.....	430
1.2.	La correcta identificación del objeto del contrato de compraventa de activos.....	431
2.	La causa del contrato de compraventa de activos.....	432
3.	Breve referencia a la forma como elemento del contrato de compraventa.....	433
VI.	EL PRECIO.....	433
1.	La determinación del precio.....	433
2.	La distribución del precio.....	434
VII.	LA EFICACIA DE LA COMPRAVENTA.....	434
VIII.	DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS.....	434
IX.	BIBLIOGRAFÍA.....	435

LAS MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS EN LOS CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE EMPRESAS.

Fernando GÓMEZ POMAR y Marian GILI SALDAÑA..... 439

I.	INTRODUCCIÓN.....	443
II.	CONCEPTO Y CONTENIDO CARACTERÍSTICO DE LAS CLÁUSULAS DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS.....	445
III.	FUNCIONES DE LAS MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS..	455
1.	Funciones de carácter general.....	456
1.1.	Completar la información obtenida en el procedimiento de <i>due diligence</i>	456
1.2.	Mitigar la asimetría informativa entre las partes contratantes.....	458
1.3.	Adaptar el contrato a las preferencias de las partes.....	458

1.4.	Alterar y extender la asignación legal de riesgos y responsabilidades mediante la asignación contractual de riesgos.	459
2.	Funciones específicas en Derecho español.	466
2.1.	Evitar la aplicación del régimen de la anulabilidad por dolo omisivo o reticencia dolosa.	466
2.2.	Evitar las consecuencias de la exigencia de esencialidad en el error.	468
2.3.	Evitar inconvenientes derivados de ciertos extremos del régimen del saneamiento por vicios o defectos ocultos.	471
2.4.	Evitar el riesgo de las consideraciones basadas en la imprevisibilidad.	472
2.5.	Evitar la aplicación de la responsabilidad solo por la totalidad de la compañía o regla de la globalidad.	472
IV.	TIPOLOGÍA DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS, Y REMEDIOS FRENTE A SU INCUMPLIMIENTO.	473
1.	Promesas de conducta futura del vendedor o garantía de ciertos hechos, resultados o contingencias futuras.	477
2.	Declaraciones sobre hechos o circunstancias pasadas o presentes.	478
3.	Declaraciones de ciencia y creencia.	482
4.	Metamanifestaciones.	483
V.	LA RELEVANCIA DEL DEBER CONTRACTUAL DE COMUNICAR LAS RECLAMACIONES DE TERCEROS EN LOS CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE EMPRESAS.	483
VI.	CONCLUSIONES.	492
VII.	BIBLIOGRAFÍA.	493
	EL SEGURO DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS: CUESTIONES PRÁCTICAS DE INTERÉS. Guillermo SAN PEDRO MARTÍNEZ y Guillermo DEL RÍO CIRIZA.	499
I.	INTRODUCCIÓN.	503
II.	PRINCIPALES NOTAS DEFINITORIAS Y UTILIDAD DE LOS SEGUROS DE MANIFESTACIONES Y GARANTÍAS.	504

1.	Las manifestaciones y garantías como mecanismo de cobertura «contractual» y su sustitución por un mecanismo de cobertura «aseguradora»	504
2.	Presupuestos básicos para la cobertura «aseguradora» del incumplimiento de las manifestaciones y garantías.	505
3.	Pólizas «de vendedor»	507
4.	Pólizas «de comprador»	508
5.	Utilidad del seguro para comprador y para vendedor.	510
III.	LA COBERTURA	512
1.	Límite de indemnización bajo la póliza y principales exclusiones de la cobertura	512
1.1.	Límite de indemnización	512
1.2.	Principales exclusiones de la cobertura	514
2.	Retención (<i>de minimis</i> y franquicia)	515
3.	Límites temporales de la póliza	517
4.	Mejoras (<i>enhancements</i> y <i>add ons</i>) en la cobertura de la póliza: separación del régimen pactado en el contrato de compraventa	517
4.1.	Eliminación de exclusiones relativas a la información facilitada en el proceso de <i>due diligence</i> o identificadas en los informes de <i>due diligence</i>	518
4.2.	Eliminación de determinadas cualificaciones a las manifestaciones y garantías (<i>knowledge scrape</i> y <i>materiality scrape</i>).	519
4.3.	Ampliación de la definición de daño indemnizable	519
4.4.	Eliminación de <i>minimis</i> o franquicia en caso de incumplimientos de manifestaciones y garantías «fundamentales».	520
5.	Pólizas «sintéticas».	520
IV.	EL PROCESO DE CONTRATACIÓN DE LA PÓLIZA.	521
1.	Selección y contratación del corredor de seguros.	521
2.	Aproximación a las aseguradoras por parte del corredor de seguros	522
3.	Selección de la aseguradora y evaluación del riesgo por la aseguradora: acceso a los materiales de <i>due diligence</i> y <i>underwriting call</i>	523

4.	Negociación y firma de la póliza. Entrega de la declaración de no conocimiento de siniestros (<i>no claims declaration</i>)	524
5.	Modalidad <i>stapling</i>	525
5.1.	<i>Hard staple</i>	525
5.2.	<i>Soft staple</i>	526
V.	LA RECLAMACIÓN DE INDEMNIZACIÓN A LA ASEGURADORA	526
1.	Datos estadísticos sobre reclamaciones de indemnización	526
2.	La cuantificación y prueba del daño.	527
3.	Relevancia de la identificación de la manifestación y garantía incumplida	528
VI.	BIBLIOGRAFÍA.	529
	LOS AJUSTES DE PRECIO EN LOS CONTRATOS DE COMPRA DE EMPRESAS. Pedro RAVINA MARTÍN	531
I.	INTRODUCCIÓN	535
II.	CONSIDERACIONES JURÍDICAS A PROPÓSITO DE LOS AJUSTES DE PRECIO	537
1.	Limitaciones de orden objetivo: la exigencia de precio cierto	537
2.	Limitaciones de orden subjetivo: prohibición de determinación unilateral de precio, y señalamiento de precio por tercero	538
3.	El contrato de compraventa en la fase de pendencia	539
III.	LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS COMO PUNTO DE PARTIDA DE LOS AJUSTES DE PRECIO	540
1.	Una breve referencia a los métodos tradicionales de valoración	541
1.1.	Métodos basados en la información contable.	541
1.2.	Métodos basados en la generación futura de rentas.	541
1.3.	Métodos comparativos: los múltiplos	543
2.	El resultado de la valoración: <i>enterprise value</i> vs. <i>equity value</i>	544

IV.	AJUSTE MEDIANTE CUENTAS DE CIERRE.	545
1.	El cierre como el momento de traslación del riesgo del negocio	545
2.	Definición contractual del ajuste de precio al cierre.	546
2.1.	Magnitudes del ajuste.	546
2.2.	Efectos del ajuste	548
2.3.	Momento y mecánica del ajuste.	550
2.4.	Preparación de las cuentas de cierre.	551
2.4.1.	Quién prepara las cuentas	551
2.4.2.	Metodología general	552
2.4.3.	Aspectos prácticos en la definición de los componentes de los ajustes.	553
2.5.	En particular, las definiciones de deuda neta y capital circulante	554
2.6.	El proceso de determinación del ajuste y precio definitivo	555
2.7.	El riesgo de doble cuenta	557
V.	<i>LOCKED BOX</i>	557
1.	Concepto y filosofía subyacente	557
2.	Impacto del mecanismo de <i>locked box</i> en operaciones de compraventa	559
2.1.	Fase de valoración	559
2.2.	Contrato de compraventa	560
2.2.1.	<i>Leakages</i>	560
2.2.2.	Interés sobre el precio	562
2.2.3.	Otras	562
VI.	BIBLIOGRAFÍA.	563
	OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES (I). Carlos PAREDES GALEGO, Jaime PEREDA ESPESO y Javier REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO	565
I.	INTRODUCCIÓN	569
1.	Planteamiento	569
1.1.	Regulación	569

1.2.	Tipología y características básicas del sistema español de opas.	569
1.3.	El fundamento de la normativa de opas	570
1.4.	Tipos de opa.	575
1.5.	Ámbito de aplicación de la normativa española de opas.	575
II.	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN CUANDO SE ALCANZA EL CONTROL	578
1.	Supuestos determinantes de la adquisición de control	578
1.1.	La definición de la participación de control	578
1.2.	La opa por adquisición de una participación igual o superior al 30% del capital	579
1.3.	El control derivado de la designación de la mayoría de los miembros del consejo de administración	581
1.4.	El control derivado de pactos parasociales: la acción concertada	584
1.4.1.	El concierto en la Directiva de Opas y su reflejo en la normativa española.	585
1.4.2.	El concierto como supuesto de opa obligatoria	586
1.4.3.	El concierto como sistema de cómputo o atribución de derechos de voto	589
1.4.4.	El concepto de concierto a efectos de opas.	591
2.	Tomas de control indirectas o sobrevenidas	599
2.1.	Toma de control indirecta.	599
2.2.	Tomas de control sobrevenidas.	601
3.	Dispensa de la obligación de lanzar una opa obligatoria cuando se alcanza el control.	602
4.	Supuestos excluidos de opa obligatoria cuando se alcanza el control	603
5.	Régimen aplicable a las opas obligatorias cuando se alcanza el control	607
5.1.	El obligado a lanzar la OPA	607

	5.2. Destinatarios de la oferta pública de adquisición	608
	5.3. La contraprestación de la OPA: el precio equitativo.	608
III.	LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN	615
	1. Introducción.	615
	2. Supuesto de hecho.	616
	3. Fundamento de la opa de exclusión	618
	4. La aprobación de la opa de exclusión por la sociedad .	619
	5. El precio de la opa de exclusión.	621
	6. Características de la opa de exclusión	624
	6.1. Entidad oferente	624
	6.2. Destinatarios de la opa	625
	6.3. Modalidad de contraprestación	625
	6.4. Tratamiento de la autocartera	625
	7. Excepciones a la opa de exclusión	626
IV.	LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN POR REDUCCIÓN DE CAPITAL MEDIANTE LA ADQUISICIÓN DE ACCIONES PROPIAS	630
	1. Supuesto de hecho.	630
	2. Fundamento de la opa de reducción de capital	630
	3. Características de la opa de reducción de capital	631
	3.1. Destinatarios de la opa de reducción de capital .	631
	3.2. Precio.	631
	3.3. Modalidades de contraprestación	633
	3.4. Régimen de prorrateo y de defecto de demanda .	633
	3.5. Plazo de aceptación	635
	4. Excepciones a la obligación de formular una opa de reducción de capital	635
V.	LA OFERTA VOLUNTARIA	636
VI.	BIBLIOGRAFÍA.	640

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES (II). Carlos PAREDES GALEGO, Jaime PEREDA ESPESO y Javier REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO	641
I. CONTRAPRESTACIÓN Y GARANTÍAS DE LA OFERTA	645
1. La contraprestación	645
2. Garantías de la oferta	647
II. INICIACIÓN, TRAMITACIÓN, ACEPTACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LA OPA	648
1. Anuncio previo de la oferta	648
2. Presentación y admisión a trámite de la oferta	651
2.1. La solicitud de autorización	651
2.2. El folleto explicativo	651
2.3. Restantes documentos del expediente de autorización	655
2.4. Admisión a trámite de la opa	656
3. Autorización y publicación de la oferta	657
3.1. Autorización de la opa	657
3.2. Publicación de la opa	657
4. Aceptación y liquidación	659
4.1. Aceptación de la opa	659
4.2. Liquidación de la opa	661
III. EL INFORME DEL ÓRGANO DE ADMINISTRACIÓN Y EL DEBER DE PASIVIDAD DE LA SOCIEDAD AFECTADA	661
1. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada	661
1.1. Fundamento y significado	661
1.2. Contenido	663
1.3. Plazo y forma de publicación	665
2. El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada	665
2.1. Origen y significado	665
2.2. Ámbito temporal	666
2.3. Ámbito subjetivo	667

2.4.	Ámbito objetivo y excepciones.	667
2.4.1.	Ámbito objetivo	667
2.4.2.	Excepciones	668
2.5.	Pasividad y principio de reciprocidad.	670
IV.	LIMITACIONES A LA ACTUACIÓN DEL OFERENTE	672
1.	Alcance del art. 32 del RD 1066/2007	672
2.	Actuaciones prohibidas	672
2.1.	La difusión de información no recogida en el anuncio de la oferta	672
2.2.	El ejercicio de derechos políticos	673
2.3.	La transmisión de acciones de la sociedad afectada y de los valores ofrecidos en canje	674
3.	Actuaciones que determinan la modificación sobrevenida de la oferta	674
3.1.	La adquisición por el oferente de valores de la sociedad afectada al margen de la oferta en las opas condicionadas a aceptación mínima	674
3.2.	La adquisición por el oferente de valores de la sociedad afectada a un precio superior al previsto en el folleto	675
3.3.	La adquisición por el oferente de valores de la sociedad afectada en las opas de canje.	675
V.	IRREVOCABILIDAD, MODIFICACIÓN Y CESACIÓN DE LOS EFECTOS DE LA OFERTA	677
1.	Planteamiento de la cuestión: irrevocabilidad y no modificación de las opas.	677
2.	Condiciones a que puede sujetarse la eficacia de una opa.	678
2.1.	Condiciones admisibles en las opas obligatorias y voluntarias.	678
2.1.1.	Ofertas que impliquen una concentración económica	679
2.1.2.	Ofertas que requieran de la autorización de organismos regulatorios sectoriales	681
2.2.	Condiciones solo admisibles en las opas voluntarias	682

3.	Modificación de las características de la oferta.	683
4.	Desistimiento y cese de efectos de la oferta	684
4.1.	Planteamiento de la cuestión	684
4.2.	Supuestos comunes a las ofertas obligatorias y voluntarias	684
4.3.	Supuestos únicamente aplicables a las ofertas obligatorias.	685
4.4.	Supuestos únicamente aplicables a las ofertas voluntarias	686
4.5.	Publicidad y efectos del desistimiento	688
VI.	LAS OFERTAS COMPETIDORAS	688
1.	Introducción.	688
2.	Concepto y requisitos de la oferta competidora	690
2.1.	El presupuesto necesario: la existencia de una oferta precedente	690
2.2.	Requisitos de las ofertas competidoras	691
2.3.	Sujeción a condición de la ofertas competidoras	695
3.	Particularidades de las ofertas competidoras en cuanto a su autorización, aceptación y desarrollo	695
3.1.	Planteamiento.	695
3.2.	Autorización de las ofertas competidoras	696
3.3.	Plazo de aceptación de las ofertas competidoras	696
3.4.	Declaraciones de aceptación múltiples.	697
3.5.	Desistimiento de las oferta inicial y previas	697
3.6.	Modificación de las ofertas competidoras.	698
3.6.1.	Condiciones de la modificación y plazo para llevarla a cabo	698
3.6.2.	Autorización, extensión del período de aceptación e informe de administradores	699
3.6.3.	Asociación o concierto con terceros para la mejora	699
3.7.	El proceso de subasta en sobre cerrado.	700
3.7.1.	Condiciones y plazo para la presentación del sobre cerrado	700

3.7.2.	Autorización, extensión del período de aceptación e informe de administradores	701
3.7.3.	La ventaja del oferente inicial.	702
VII.	LAS COMPRAVENTAS FORZOSAS	702
1.	Introducción.	702
2.	Régimen de las compraventas forzosas.	704
2.1.	Presupuestos de ejercicio de derecho de venta forzosa y del derecho de compra forzosa	704
2.2.	Contenido y contraprestación.	705
2.3.	Procedimiento y efectos de las compraventas forzosas	706
VIII.	RÉGIMEN SANCIONADOR DE LAS OPAS Y SUSPENSIÓN DE DERECHOS POLÍTICOS	707
1.	Régimen sancionador de la opas	707
2.	Suspensión de derechos políticos.	708
IX.	BIBLIOGRAFÍA.	709
	LA UTILIZACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS EN LAS TOMAS DE CONTROL DE EMPRESAS. Emilio DíAZ RUIZ	711
I.	INTRODUCCIÓN: LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS	715
1.	Delimitación del concepto.	715
2.	Los instrumentos financieros derivados relevantes para la toma de control	717
II.	OPCIONES, FUTUROS Y SWAPS	718
1.	La posibilidad de toma de control	718
2.	Las opciones financieras.	719
3.	Los futuros financieros	720
4.	Los swaps o permutas financieras.	721
5.	Los préstamos de valores	722
6.	Toma de control.	722
III.	CONTROL DE LA UTILIZACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS PARA ESTA FINALIDAD	726

1.	Ofertas públicas de adquisición de valores.	727
2.	Información sobre participaciones significativas.	728
3.	Límites a las posiciones cortas	730
IV.	EL PROBLEMA DEL VOTO VACÍO	731
1.	Supuestos principales y significación	731
2.	La separación del derecho de voto	732
3.	¿Prohibición del voto vacío?.	735
V.	BIBLIOGRAFÍA.	737

LA VENTA DE LA EMPRESA EN EL CONCURSO DE ACREEDORES. Rafael SEBASTIÁN QUETGLAS. 741

I.	INTRODUCCIÓN	745
II.	LAS ALTERNATIVAS PARA LA VENTA DE UNA UNIDAD PRODUCTIVA EN LA LEY CONCURSAL	746
III.	LA ENAJENACIÓN DE LA UNIDAD PRODUCTIVA AL AMPARO DEL ARTÍCULO 205 DE LA LEY CONCURSAL	749
1.	Régimen general.	749
2.	El procedimiento	751
3.	La aplicación a la venta en fase común de las reglas previstas en el artículo 215 y siguientes de la Ley Concursal	752
3.1.	Los efectos sobre los contratos afectos a la continuidad de la actividad empresarial	753
3.2.	Deudas de las que responde el adquirente	755
3.3.	La problemática de las deudas laborales y de Seguridad Social.	756
3.4.	Régimen de las licencias, autorizaciones y contratos administrativos	759
3.5.	Deudas tributarias.	760
3.6.	Ventas de bienes con privilegio especial.	761
4.	El procedimiento de venta. Reglas del artículo 215 y siguientes de la Ley Concursal	761
4.1.	Ventas en pública subasta versus ventas directas	762
4.2.	El procedimiento de venta	764

IV. CONCLUSIONES	765
V. BIBLIOGRAFÍA	767

LAS CLÁUSULAS DE RESOLUCIÓN DE DISPUTAS EN LOS CONTRATOS DE COMPRAVENTA DE EMPRESAS. Álvaro LÓPEZ DE ARGUMEDO	771
--	------------

I. INTRODUCCIÓN	775
II. LAS CLÁUSULAS DE SUMISIÓN A LA JURISDICCIÓN	777
1. Ventajas e inconvenientes de su utilización	777
2. La redacción de la cláusula de sumisión a jurisdicción.	778
2.1. En contratos de compraventa de ámbito interna- cional	779
2.2. En contratos de ámbito puramente doméstico. . .	783
III. LAS CLÁUSULAS DE SUMISIÓN A ARBITRAJE	784
1. Arbitraje institucional o arbitraje <i>ad hoc</i>	786
2. Comprobaciones que deben realizarse con carácter previo a la redacción de la cláusula arbitral	787
3. Aspectos a tener en cuenta en la redacción de una cláusula arbitral	789
3.1. Controversias sujetas a arbitraje	789
3.2. Arbitraje institucional: la importancia de la co- rrecta denominación de la institución arbitral. . .	790
3.3. Número de árbitros: uno o tres	791
3.4. Determinación de la sede del arbitraje	792
3.5. La previsión de arbitrajes multiparte	793
3.6. Idioma del arbitraje	794
3.7. Confidencialidad	794
3.8. La limitación del document production request .	795
3.9. La renuncia al recurso de anulación	795
IV. LAS CLÁUSULAS ESCALONADAS O MULTI-TIER	796
1. Introducción.	796
2. Caracterización de las cláusulas escalonadas	797
3. La redacción de la cláusula escalonada	799

4.	Ejecutabilidad de las cláusulas escalonadas	799
5.	Expert determination	800
V.	CLÁUSULAS HÍBRIDAS	801
VI.	CONCLUSIÓN	802
VII.	BIBLIOGRAFÍA	803

II. FUSIONES Y OTRAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES.

LA FUSIÓN DE SOCIEDADES.	Fernando VIVES RUIZ	809
---------------------------------	-------------------------------	-----

I.	LA FUSIÓN COMO UNA DE LAS MODIFICACIONES ESTRUCTURALES DE LAS SOCIEDADES MERCANTILES	813
II.	EL REAL DECRETO-LEY 5/2023	815
III.	CONCEPTO DE FUSIÓN	816
IV.	ÁMBITO SUBJETIVO DE APLICACIÓN DE LA NORMA	817
V.	CLASES DE FUSIÓN	818
1.	Fusión por absorción y por creación de nueva entidad	818
2.	Por el procedimiento que ha de seguirse	818
3.	Por el tipo social de las sociedades participantes	821
4.	Operación legalmente asimilada a la fusión	821
VI.	EFFECTOS DE LA FUSIÓN SOBRE LOS SOCIOS Y LOS TERCEROS	821
1.	Efectos sobre los socios de las sociedades intervinientes en una fusión	821
1.1.	Continuidad en la participación y tipo de canje	821
1.1.1.	Determinación del tipo de canje	822
1.1.2.	Protección de los socios en la relación de canje	823
1.2.	Derecho a enajenar sus acciones, participaciones o cuotas por parte de los socios disconformes	826
1.3.	Responsabilidad por las deudas sociales anteriores a la fusión	828
1.4.	Reglas especiales aplicables a los socios industriales	828

2.	Efectos sobre los titulares de derechos especiales	829
3.	Efectos sobre los titulares de obligaciones	829
4.	Efectos sobre los acreedores	830
4.1.	Mención específica en el proyecto de fusión	831
4.2.	Declaración sobre la situación financiera	831
4.3.	Protección de los acreedores	832
4.3.1.	Condiciones para que los acreedores puedan solicitar garantías.	832
4.3.2.	Procedimiento para la solicitud de garantías	834
VII.	EL PROCEDIMIENTO PARA LA FUSIÓN DE SOCIEDADES	836
1.	Fase de preparación	836
1.1.	El proyecto común de fusión	838
1.1.1.	Contenido legal del proyecto de fusión	839
1.1.2.	Contenido del proyecto de fusión en las fusiones especiales.	847
1.1.3.	Contenido voluntario del proyecto de fusión	849
1.1.4.	Publicación del proyecto de fusión	849
1.1.5.	Obligaciones de los administradores en relación con el proyecto de fusión, desde su suscripción	851
1.1.6.	Vigencia del proyecto de fusión	851
1.2.	El balance de fusión	851
1.2.1.	Requisitos del balance de fusión	851
1.2.2.	La verificación del balance de fusión por el auditor de cuentas	853
1.2.3.	Aprobación del balance de fusión	854
1.2.4.	Impugnación del balance de fusión	854
1.3.	El informe del órgano de administración sobre el proyecto de fusión	855
1.3.1.	Destinatarios y puesta a disposición	856
1.3.2.	Contenido	857
1.3.3.	Supuestos en los que el informe de los administradores no resulta exigible	859

1.3.4.	Opinión de los representantes de los trabajadores sobre el informe de los administradores	860
1.4.	El informe de expertos sobre el proyecto de fusión	861
1.4.1.	Exigibilidad del informe de experto independiente	862
1.4.2.	El nombramiento del experto independiente	862
1.4.3.	Contenido general del informe de experto independiente	863
1.4.4.	Excepciones a la exigencia de informe de experto independiente o a alguna de las dos partes principales en que se divide	865
1.4.5.	Obligaciones de las sociedades intervinientes en relación con el informe de experto independiente	867
1.4.6.	Vigencia del informe	867
1.4.7.	Publicación del informe	867
2.	Fase de decisión	867
2.1.	Órgano competente para la adopción del acuerdo de fusión	867
2.2.	Sobre el acuerdo de fusión	869
2.2.1.	Convocatoria de la junta general	870
2.2.2.	Costes de la publicidad registral	872
2.2.3.	Adopción del acuerdo de fusión	872
2.2.4.	Especialidades de la adopción del acuerdo en operaciones intragrupo y vinculadas	876
2.3.	Acuerdo unánime de fusión	877
2.4.	Publicación del acuerdo de fusión	878
3.	Fase de ejecución	878
3.1.	Formalización e inscripción de la fusión	878
3.2.	Impugnación de la fusión	880

VIII.	APLICACIÓN DE LA NUEVA NORMA A LAS FUSIONES INICIADAS CON ANTERIORIDAD A SU ENTRADA EN VIGOR	881
IX.	BIBLIOGRAFÍA.....	881
LAS FUSIONES APALANCADAS (ART. 42 DEL REAL DECRETO-LEY 5/2023). Fernando VIVES RUIZ y Álvaro LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ .		885
I.	INTRODUCCIÓN	889
II.	ANTECEDENTES. RELACIÓN CON LA PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA	890
	1. Fusión apalancada y prohibición de asistencia financiera.....	890
	2. Tratamiento legal con anterioridad al art. 35 de la Ley 3/2009	892
	3. El antecedente italiano: el art. 2501 bis del <i>Codice Civile</i>	894
	4. Antecedentes directos y tramitación parlamentaria del art. 35 de la Ley 3/2009	895
	5. Efectos de la norma sobre fusiones apalancadas.....	898
III.	ÁMBITO DE APLICACIÓN DEL ART. 42 DEL REAL DECRETO-LEY 5/2023	899
	1. El endeudamiento	900
	2. Finalidad del endeudamiento contraído.....	901
	2.1. Adquisición del control de otra sociedad participante	901
	2.2. Adquisición de activos esenciales o de importancia	904
	3. El elemento temporal	906
IV.	ESPECIALIDADES DE LAS FUSIONES APALANCADAS	908
	1. Menciones adicionales en el proyecto de fusión.....	909
	2. Menciones adicionales en el informe de los administradores	910
	3. Especialidades del informe de los expertos independientes	912
	3.1. El contenido especial del informe de los expertos	912

3.1.1.	Sobre la razonabilidad de las indicaciones del proyecto de fusión y del informe de los administradores	912
3.1.2.	Sobre la supresión de la opinión del experto sobre «si existe asistencia financiera»	913
3.2.	La necesidad del informe de los expertos en todo caso	916
3.3.	Sobre las consecuencias de un informe desfavorable de los expertos.	917
V.	BIBLIOGRAFÍA.	918
FUSIONES DE SOCIEDADES COTIZADAS. Martín JORDANO LUNA .		923
I.	INTRODUCCIÓN	927
II.	EL CONCURSO DE NORMAS DE DERECHO PÚBLICO CON NORMAS DE DERECHO PRIVADO EN LA REGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS.	928
III.	LA FUSIÓN COMO ALTERNATIVA A LA OPA DE CANJE. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE UNA Y OTRA ALTERNATIVA	929
IV.	LA FASE PREPARATORIA.	932
1.	Estudio de la operación. Intercambio de información y salvaguarda	933
2.	La cuestión de las prospecciones de mercado	937
3.	Acuerdos preliminares: contratos o protocolos de fusión	938
3.1.	Compromisos irrevocables	938
3.2.	Compromisos de exclusividad	939
3.3.	Break-up fees	940
3.4.	¿Manifestaciones y garantías en el Contrato de Fusión?	941
4.	Implicaciones americanas en fusiones de sociedades cotizadas españolas	943
5.	Anuncio de la operación al mercado (IP u OIRs)	945
V.	FASE PRELIMINAR	946

1.	Tipo de canje. Métodos de determinación en fusiones de sociedades cotizadas	946
2.	La irrelevancia desde el punto de vista societario de la prima de emisión	949
3.	La compensación complementaria en dinero y el procedimiento del canje y la adquisición de picos	951
4.	Folleto exigible a estos efectos, documento de exención e información financiera pro-forma	953
5.	Fecha de efectos contables de la fusión	959
6.	Breve referencia a operaciones de fusión intragrupo entre sociedades cotizadas.	961
7.	El período de solicitud de garantías por los acreedores como parte de la fase preliminar	962
VI.	FASE DECISORIA	962
1.	Balance de fusión e información financiera semestral.	963
2.	Cambios en el gobierno corporativo en la sociedad absorbente y decisión por la sociedad absorbida	964
VII.	FASE DE PENDENCIA	964
1.	Exención de opa obligatoria en casos de fusión	965
1.1.	Introducción.	965
1.2.	Requisitos que deben cumplirse en abstracto para el otorgamiento de la Exención.	966
1.3.	Procedimiento para la obtención de la Exención: iniciativa en la formulación de compromisos y condiciones	969
1.4.	Carácter discrecional de la Exención	970
2.	El derecho de separación de los socios.	970
VIII.	FASE DE EJECUCIÓN	973
1.	El anuncio del canje.	973
2.	La mecánica del canje de la fusión.	974
IX.	BIBLIOGRAFÍA.	975
	FUSIÓN TRANSFRONTERIZA INTRAEUROPEA. Martín JORDANO LUNA.	981
I.	INTRODUCCIÓN	985

II.	CONCEPTO DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA	987
III.	PRINCIPIOS RECTORES DEL PROCEDIMIENTO	990
IV.	FASES DEL PROCEDIMIENTO DE FUSIÓN TRANSFRONTE- RIZA.	992
	1. Fase preparatoria	993
	2. Fase preliminar.	994
	2.1. El proyecto común de fusión	994
	2.1.1. Competencia	994
	2.1.2. El requisito de la firma del proyecto	995
	2.1.3. Contenido	995
	2.1.4. Idioma	1001
	2.1.5. Forma.	1001
	2.1.6. Publicidad	1002
	2.2. Los informes de cada uno de los órganos de ad- ministración o dirección.	1002
	2.2.1. Introducción. Uno o varios informes	1002
	2.2.2. Puesta a disposición del informe	1003
	2.2.3. Autor y contenido	1004
	2.2.4. Idioma	1005
	2.3. Informe(s) de los perito(s)	1005
	2.3.1. Diferencias con respecto al régimen ge- neral.	1006
	2.3.2. Nombramiento. Posibilidad de un exper- to e informe conjuntos	1006
	2.3.3. Ley aplicable al contenido del informe.	1007
	2.3.4. Publicidad y puesta a disposición de los informes.	1008
	2.4. Balances de fusión	1008
	2.5. Publicidad previa	1008
	2.6. Información y consulta de los representantes de los trabajadores. Régimen de participación e im- plicación	1011
	2.7. Derechos de los acreedores a solicitar garantías adecuadas	1014

3.	Fase decisoria.	1014
3.1.	Convocatoria de la Junta General.	1014
3.2.	Celebración de la Junta General. Acuerdo de fusión	1015
3.2.1.	Régimen general	1015
3.2.2.	La posible opción de una Junta posterior para ratificar los acuerdos de participación de los trabajadores en la sociedad resultante	1015
3.2.3.	Publicación del acuerdo de fusión	1016
4.	Fase de pendencia. Cumplimiento de condiciones suspensivas, y ejercicio de los derechos de enajenación de los socios.	1016
4.1.	El derecho de enajenación de los socios.	1016
4.1.1.	Condiciones y plazo del ejercicio del derecho de enajenación.	1017
4.1.2.	Valoración de las acciones o participaciones del socio que insta la enajenación	1018
4.1.3.	El pago y la posibilidad de adquisición, por la sociedad o por un tercero.	1019
4.1.4.	La impugnación de la compensación en efectivo	1021
4.2.	Derecho de separación por cambio sustancial del objeto social.	1021
5.	Fase de ejecución.	1022
5.1.	Oposición a la fusión por razones de interés público.	1022
5.2.	Otorgamiento de la escritura de fusión	1023
5.3.	Certificado previo a la fusión	1024
5.4.	Control de legalidad en caso de fraude.	1026
5.5.	Control de legalidad. Inscripción en el Registro	1027
5.6.	Fecha de efectos y efectos	1028
V.	BIBLIOGRAFÍA.	1029
	ESCISIÓN. ALGUNAS CONSIDERACIONES PRÁCTICAS. FRANCISCO SAN MIGUEL BARBÓN	1035

I.	INTRODUCCIÓN	1039
II.	SUCESIÓN UNIVERSAL NACIONAL Y CONTRATOS SUJETOS A DERECHO EXTRANJERO	1040
III.	CONSIDERACIONES SOBRE LA FECHA DE EFECTOS DE LA ESCISIÓN	1044
	1. La fecha de efectos contables	1044
	1.1. Fecha de efectos contables según haya o no combinación de negocios	1045
	1.2. La escisión o segregación para la venta: excepción a la contabilización de operaciones intra-grupo	1046
	1.3. Cierre de ejercicio previo a la inscripción: ¿cuál es la fecha de efectos contables?	1047
	2. Inscripción y fecha de eficacia de la escisión	1050
	2.1. La inscripción se entiende producida en la fecha del asiento de presentación	1050
	2.2. ¿Qué asiento de presentación? Sobre el registro competente para la inscripción de la escisión	1052
IV.	ESCISIONES SIMPLIFICADAS	1054
	1. Segregación sin aumento de capital y sin informe de experto	1055
	1.1. Posibilidad de aportaciones de los socios a reservas	1057
	1.2. Falta de necesidad del informe de experto en estos supuestos	1059
	2. Segregación sin junta general	1063
V.	BIBLIOGRAFÍA	1066
	LA CESIÓN GLOBAL DE ACTIVO Y PASIVO. Christian HOEDL EIGEL	1069
I.	INTRODUCCIÓN	1075
	1. Cesión global de activo y pasivo	1075
	2. Aspectos societarios: la cesión global como modificación estructural	1075

3.	Delimitación de la cesión global de otras modificaciones estructurales.	1076
4.	Aspectos negociales: la causa de la cesión global.	1078
5.	Breve referencia al derecho aplicable.	1078
II.	EVOLUCIÓN DE LA FIGURA Y DERECHO COMPARADO .	1079
1.	Evolución normativa de la cesión global: de la liquidación abreviada a la modificación estructural	1079
2.	La nueva regulación del Real Decreto-ley 5/2023	1080
3.	La cesión global en derecho comparado	1081
III.	FUNCIONES ECONÓMICAS DE LA CESIÓN GLOBAL	1082
1.	Introducción.	1082
2.	Cesión global desde la óptica de la sociedad cedente: liquidación abreviada o sustitución del objeto social	1083
3.	Cesión global como medio para la transmisión de una empresa	1084
4.	Cesión global como solución del concurso de acreedores	1085
IV.	VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA CESIÓN GLOBAL .	1085
1.	Sucesión universal como principal ventaja de la cesión global.	1085
2.	Desventajas de la cesión global	1086
V.	ELEMENTOS DE LA CESIÓN GLOBAL.	1087
1.	Elementos subjetivos: cedente	1087
2.	Elementos subjetivos: cesionario. Las cesiones plurales	1088
3.	Elemento objetivo: empresa y unidad económica.	1089
4.	Contraprestación: contenido y beneficiarios.	1090
VI.	PROTECCIÓN DE SOCIOS Y ACREEDORES	1091
1.	Protección de los socios de la cedente: derecho de información y mayoría reforzada. Derecho de separación	1091
2.	En particular: protección de los socios minoritarios en caso de cesión en favor del socio mayoritario	1092
3.	Protección de los socios de la cesionaria	1093
4.	Protección de los acreedores	1094
4.1.	Acreedores beneficiarios de la protección	1094

4.2.	Derecho de exigir garantías	1095
4.3.	Responsabilidad solidaria	1097
VII.	PROCEDIMIENTO DE CESIÓN GLOBAL	1101
1.	Fase preparatoria: proyecto de cesión global, informe de administradores e informe de experto independiente	1101
2.	Fase de aprobación: acuerdo de la junta general de la cedente, órgano competente de la cesionaria	1105
3.	Fase de ejecución: anuncio de cesión global, periodo de ejercicio de derechos por los acreedores, escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil	1105
4.	Fase de revisión: impugnación de la cesión global de activo y pasivo	1106
VIII.	CESIÓN GLOBAL TRANSFRONTERIZA	1107
1.	Definición y ámbito de aplicación	1107
2.	Particularidades de la cesión global transfronteriza	1108
IX.	CESIÓN GLOBAL Y TRANSMISIÓN DE EMPRESA	1109
1.	Proceso de transmisión de empresa	1109
2.	Implicaciones de la cesión global en el contrato de compraventa	1110
X.	RÉGIMEN FISCAL DE LA CESIÓN GLOBAL	1113
XI.	BIBLIOGRAFÍA	1114
 III. OTROS ASPECTOS ESENCIALES DE LAS OPERACIONES DE FUSIÓN Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS		 1119
 EL CONTROL DE LAS CONCENTRACIONES ECONÓMICAS POR LAS AUTORIDADES DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA. Alfonso GUTIÉRREZ HERNÁNDEZ y Tomás ARRANZ FERNÁNDEZ-BRAVO .		 1119
I.	INTRODUCCIÓN	1123
1.	Normativa básica aplicable	1124
II.	EL CONCEPTO DE CONCENTRACIÓN ECONÓMICA	1124
1.	Elementos del concepto de concentración económica	1124
2.	El concepto de control	1125

2.1.	Ámbito objetivo de aplicación del régimen de control de concentraciones.	1125
2.2.	Definición del concepto de control	1125
2.3.	Medios de control.	1126
2.4.	Control exclusivo	1127
2.5.	Control conjunto	1129
3.	Cambio en el control	1131
3.1.	Fusiones y adquisiciones de empresas	1131
3.2.	Creación de empresas en participación	1132
3.3.	Cambios en la naturaleza del control	1134
3.4.	Excepciones	1134
4.	Requisito temporal: Cambio duradero	1135
5.	Objeto de control.	1137
III.	LA OBLIGACIÓN DE NOTIFICAR	1138
1.	Introducción.	1138
2.	Empresas partícipes	1139
2.1.	Consideraciones generales	1139
2.2.	Supuestos de modificación de los socios que ejercen control conjunto.	1140
2.3.	Adquisiciones por parte de empresas en participación	1140
2.4.	Personas físicas.	1141
3.	Fecha relevante a los efectos de establecer la jurisdicción	1141
4.	Umbral de volumen de negocios	1142
4.1.	Umbral del Reglamento Europeo de Concentraciones.	1142
4.2.	Umbral de la Ley de Defensa de la Competencia	1143
4.3.	Cálculo del volumen de negocios relevante a los efectos del umbral	1144
4.3.1.	Consideraciones generales.	1144
4.3.2.	Volumen de negocios y contabilidad interna.	1145

4.3.3.	Volumen de negocios de empresas del grupo	1145
4.3.4.	Asignación geográfica del volumen de negocios.	1147
4.3.5.	Volumen de negocios de entidades de crédito, aseguradoras y fondos de inversión	1147
5.	Umbral de cuota de mercado.	1148
5.1.	Definición de mercados a efectos del cálculo de umbrales.	1150
6.	Operaciones sucesivas e interrelacionadas.	1152
IV.	REMISIÓN DE ASUNTOS ENTRE LA COMISIÓN EUROPEA Y LAS AUTORIDADES NACIONALES DE LOS ESTADOS MIEMBROS	1152
1.	Remisiones a instancia de las partes	1153
1.1.	Remisión con arreglo al apartado 4 del art. 4	1153
1.2.	Remisión con arreglo al apartado 5 del art. 4	1154
2.	Remisiones a instancia de las autoridades nacionales.	1155
2.1.	Remisión con arreglo al apartado 2 del art. 9	1155
2.2.	Remisión con arreglo al art. 22	1155
V.	BIBLIOGRAFÍA.	1156

ASPECTOS PROCEDIMENTALES Y PRÁCTICOS EN RELACIÓN CON LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS SOMETIDAS AL CONTROL DE CONCENTRACIONES. Susana CABRERA

ZARAGOZA y Enrique FERRER POGGIO	1157
--	------

I.	INTRODUCCIÓN	1161
II.	PROCEDIMIENTO APLICABLE A LAS OPERACIONES DE CONCENTRACIÓN QUE SUPERAN LOS UMBRALES DE NOTIFICACIÓN COMUNITARIOS O NACIONALES.	1162
1.	Fecha en la que es aconsejable analizar la posible aplicación de la normativa de control de concentraciones.	1163
2.	Fecha a partir de la cual se puede notificar formalmente una operación de concentración	1164
3.	Prenotificación	1166

4.	Preparación del formulario de notificación y responsabilidad de la notificación	1168
5.	Desarrollo del procedimiento una vez se ha procedido a la notificación formal.	1171
5.1.	Procedimiento comunitario	1171
5.1.1.	Primera fase	1171
5.1.2.	Segunda fase	1174
5.2.	Procedimiento nacional	1176
5.2.1.	Primera fase	1177
5.2.2.	Segunda fase	1179
6.	Régimen sancionador.	1182
6.1.	A nivel comunitario	1182
6.2.	A nivel nacional	1184
III.	OBLIGACIÓN DE SUSPENDER LA EJECUCIÓN DE UNA OPERACIÓN DE CONCENTRACIÓN SUJETA A NOTIFICACIÓN	1184
1.	Suspensión de la ejecución de la operación	1185
2.	Excepción al carácter suspensivo: Ofertas Públicas de Adquisición	1187
3.	Levantamiento de la obligación de suspensión.	1188
IV.	CONTROL JURISDICCIONAL	1189
1.	Decisiones de la Comisión Europea	1189
2.	Resoluciones del Consejo de la CNMC	1190
V.	OTROS ASPECTOS DE LA TRANSACCIÓN QUE PUEDEN SER EXAMINADOS EN EL MARCO DEL PROCEDIMIENTO DE CONTROL DE CONCENTRACIONES. RESTRICCIONES ACCESORIAS	1191
1.	Restricciones accesorias en supuestos de adquisiciones de empresas	1192
1.1.	Prohibición de competir con el negocio vendido	1192
1.2.	Acuerdos de licencia	1193
1.3.	Obligaciones de compra y suministro.	1194
2.	Restricciones accesorias en supuestos de empresas en participación	1195

2.1.	Prohibición de competir con la empresa en participación	1195
2.2.	Acuerdos de licencia	1196
2.3.	Obligaciones de compra y suministro.	1197
VI.	EL REFLEJO DEL PROCEDIMIENTO DE CONTROL DE CONCENTRACIONES EN LA DOCUMENTACIÓN CONTRACTUAL	1197
1.	Condición suspensiva.	1197
2.	Obligaciones del comprador en el proceso	1197
3.	Obligaciones del vendedor en el proceso de notificación	1198
4.	Obligaciones encaminadas a la obtención de la autorización de las autoridades de competencia	1198
VII.	BIBLIOGRAFÍA.	1201
 LA CONTABILIDAD EN LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS. Rafael GARCÍA LLANEZA		1203
I.	INTRODUCCIÓN	1207
II.	LA NORMATIVA CONTABLE	1209
1.	La realidad económica y la forma jurídica	1210
2.	Conceptos básicos	1211
III.	LA ESTRUCTURA FINANCIERA	1215
1.	La estructura del patrimonio neto	1215
2.	La capacidad de acceder a la tesorería de la entidad adquirida	1216
3.	Los ratios financieros	1218
IV.	MÉTODOS CONTABLES APLICADOS EN LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS	1220
1.	La adquisición de acciones o participaciones.	1220
1.1.	La empresa adquirente	1221
1.2.	La empresa transmitente	1222
2.	La combinación de negocios <i>stricto sensu</i> : fusión, escisión y compra de activos entre partes independientes	1222
2.1.	La empresa adquirente	1222

2.1.1.	Identificación de la empresa adquirente .	1222
2.1.2.	Determinación de la fecha de adquisición	1223
2.1.3.	Cuantificación del coste de la combinación de negocios	1223
2.1.4.	Reconocimiento y valoración de los activos identificables adquiridos y los pasivos asumidos	1224
2.1.5.	Determinación del importe del fondo de comercio o de la diferencia negativa . . .	1224
2.2.	La empresa transmitente	1225
3.	Operaciones entre empresas del grupo.	1225
V.	OTROS ASPECTOS CONTABLES	1227
1.	Información a incluir en la memoria.	1227
2.	Los cierres contables	1228
VI.	BIBLIOGRAFÍA.	1229
	ASPECTOS FISCALES DE LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS. David LÓPEZ POMBO	1231
I.	INTRODUCCIÓN	1235
II.	FISCALIDAD DE LAS FORMAS MÁS HABITUALES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS	1237
1.	¿Compra del negocio o de su sociedad titular?	1237
2.	Imposición directa de las adquisiciones de empresas. Especial atención al Impuesto sobre Sociedades.	1239
2.1.	Tributación directa de la compraventa de un negocio	1239
2.1.1.	Comprador.	1239
2.1.2.	Vendedor.	1241
2.2.	Compraventa de las participaciones de la sociedad titular del negocio	1242
2.2.1.	Comprador.	1242
2.2.2.	Vendedor.	1244

3.	Imposición indirecta de las adquisiciones de empresas: IVA e Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados.	1246
3.1.	Tributación indirecta de la compraventa de un negocio	1247
3.2.	Compraventa de las acciones o participaciones de la sociedad titular del negocio.	1250
4.	Imposición local: Plusvalía Municipal e Impuesto sobre Actividades Económicas.	1251
5.	¿Quién asume las deudas tributarias del negocio adquirido?.	1252
6.	Cuadro-resumen de las distintas implicaciones fiscales entre un «share-deal» y un «asset-deal»	1254
III.	BREVES APUNTES SOBRE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS REALIZADAS BAJO EL RÉGIMEN DE «NEUTRALIDAD FISCAL»	1254
1.	¿Qué es el régimen de «neutralidad fiscal»? ¿Puede una adquisición de empresas realizarse aplicando este régimen fiscal?	1254
2.	Principales efectos de la aplicación del régimen de «neutralidad fiscal»	1257
IV.	CIERTAS CUESTIONES PRÁCTICAS DE LA FISCALIDAD DE LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS	1259
1.	Formas de financiación del negocio adquirido.	1260
1.1.	Compraventa de las participaciones de la sociedad titular del negocio	1260
1.2.	Compraventa directa del negocio.	1262
2.	Deudas y responsabilidades tributarias del negocio anteriores a su adquisición.	1262
V.	BIBLIOGRAFÍA.	1264
	ASPECTOS LABORALES DE LAS ADQUISICIONES DE EMPRESAS. Mario BARROS GARCÍA	1267
I.	INTRODUCCIÓN	1271
II.	LA SUCESIÓN DE EMPRESA. OPERACIONES DE ACCIONES FRENTE A OPERACIONES DE ACTIVOS.	1272

1.	Concepto y caracteres de la sucesión de empresa	1272
2.	Efectos de la sucesión de empresa	1274
3.	Operaciones de acciones frente operaciones de activos	1278
III.	RÉGIMEN JURÍDICO LABORAL DE LAS OPERACIONES DE ACTIVOS	1278
1.	Régimen de responsabilidad.	1279
1.1.	Responsabilidad por obligaciones laborales	1279
1.2.	Responsabilidad en materia de seguridad social .	1280
1.3.	Otras cuestiones relevantes.	1281
2.	Obligaciones de información y consulta.	1282
2.1.	Obligaciones de información	1282
2.2.	Obligaciones de consulta	1284
2.3.	Emisión de informe por los representantes lega- les de los trabajadores	1286
2.4.	Empresas y grupos de empresas de dimensión comunitaria	1286
3.	Especialidades en supuestos de modificaciones estruc- turales de sociedades mercantiles.	1288
IV.	RÉGIMEN JURÍDICO LABORAL DE LAS OPERACIONES DE ACCIONES.	1290
V.	OPERACIONES EN RELACIÓN CON EMPRESAS EN CON- CURSO DE ACREEDORES	1291
VI.	ESPECIALIDADES DEL PERSONAL DE ALTA DIRECCIÓN . .	1292
VII.	BIBLIOGRAFÍA.	1293
	CONSIDERACIONES JURÍDICO-ADMINISTRATIVAS EN RELA- CIÓN CON LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: SECTORES REGULADOS Y CONDICIONANTES GENERA- LES. Mariano MAGIDE HERRERO	1295
I.	INTRODUCCIÓN Y PLANTEAMIENTO	1299
II.	OPERACIONES EN SECTORES REGULADOS.	1300
1.	La ordenación y supervisión administrativas.	1300
2.	Entidades de crédito	1301
3.	Empresas de servicios de inversión.	1306

4.	Seguros	1308
5.	Sector energético	1311
6.	Control de las inversiones extranjeras.	1314
III.	OTRAS ACTIVIDADES SUJETAS A AUTORIZACIÓN	1314
IV.	FUSIONES Y ADQUISICIONES DE CONTRATISTAS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS.	1315
1.	La posible necesidad de autorización administrativa de la operación	1316
2.	Consecuencias del incumplimiento de los requisitos administrativos aplicables.	1326
V.	CONDICIONANTES DERIVADOS DE LA UTILIZACIÓN Y EXPLOTACIÓN DEL DOMINIO PÚBLICO.	1327
VI.	SUBVENCIONES O AYUDAS PÚBLICAS	1331
	EL MECANISMO DE CONTROL DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS EN ESPAÑA. David LÓPEZ VELÁZQUEZ	1333
I.	INTRODUCCIÓN	1337
1.	Normas aplicables	1339
2.	Preguntas relevantes.	1339
II.	EL CONCEPTO DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA	1340
1.	Punto de partida: inversor extranjero	1340
2.	Concepto de inversión extranjera «directa»	1343
III.	IED SUJETAS AL MECANISMO DE CONTROL.	1346
1.	Criterio objetivo: IED sujetas en virtud del sector de actividad de la empresa objeto de adquisición.	1346
1.1.	Infraestructuras críticas	1347
1.2.	Tecnologías críticas, de doble uso y desarrolladas al amparo de programas de interés para España	1348
1.3.	Insumos fundamentales	1349
1.4.	Información sensible.	1350
1.5.	Medios de comunicación	1351
1.6.	Defensa	1351
1.7.	Armas	1352

1.8. Otros	1352
2. Criterio subjetivo: IED sujetas en virtud de las características subjetivas del inversor.	1353
2.1. Inversores controlados por gobiernos de fuera de la UE y la AELC	1353
2.2. Inversores que hayan afectado a la seguridad, al orden público y a la salud pública en otro Estado miembro.	1354
2.3. Inversores de alto riesgo	1355
IV. EXENCIONES Y SUPUESTOS DE NO SUJECIÓN	1356
1. IED exentas en virtud del sector de actividad de la empresa objeto de adquisición	1356
1.1. Sector energético	1356
1.2. Empresas cuya cifra de negocios sea inferior a 5 millones de euros	1357
1.3. Inmuebles.	1358
1.4. Inversiones transitorias	1358
2. Otros casos de no sujeción.	1358
V. PROCEDIMIENTO DE AUTORIZACIÓN	1358
1. Umbrales	1358
2. Procedimiento	1359
VI. CONSULTA VOLUNTARIA	1362
VII. CONSECUENCIAS DE LA INFRACCIÓN	1363
1. Tipificación y sujeto responsable	1363
2. Consecuencias	1364
2.1. Ineficacia	1364
2.2. Multa	1364
2.3. Amonestación.	1365
VIII. ALGUNAS CONSIDERACIONES PRÁCTICAS	1365
IX. BIBLIOGRAFÍA.	1366

ASPECTOS GENERALES DE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

GENERAL ASPECTS OF CORPORATE ACQUISITIONS

Javier GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ
Catedrático de Derecho Mercantil
Abogado. Clifford Chance, S.L.

- I. LA DIVERSIDAD Y VERSATILIDAD JURÍDICA DE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS
- II. LOS PROBLEMAS DE INFORMACIÓN E INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS
 1. La asimetría informativa
 2. Las dificultades intrínsecas de valoración de la empresa
- III. LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN COMO INSTRUMENTOS DE ASIGNACIÓN Y REPARTO DE RIESGOS
 1. Riesgos derivados de deficiencias informativas
 2. Riesgos asociados a la atribución de valor
 3. Riesgos de alteración del valor durante el proceso de adquisición
- IV. LOS PROBLEMAS DE CUMPLIMIENTO Y EJECUCIÓN DE LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN
- V. LA ESPECIALIDAD DE LOS PROCESOS DE ADQUISICIÓN DE SOCIEDADES COTIZADAS
- VI. BIBLIOGRAFÍA

RESUMEN

El presente trabajo se ocupa de la diversidad práctica que en el plano económico y jurídico ofrecen las operaciones de adquisición de empresas, en función de las características tanto de la empresa adquirida como del propio proceso de adquisición. En los supuestos habituales de adquisición de una empresa no cotizada por un tercero, las principales especialidades jurídicas de los contratos de adquisición se explican por la insuperable situación de asimetría informativa que suele existir entre el vendedor y el comprador y por las dificultades objetivas que tiene este último a efectos de atribuir un valor seguro a la empresa adquirida. Ello explica que los contratos de adquisición de empresas representen articulados sistemas para la asignación y reparto de los riesgos económicos de la empresa adquirida, en particular de los riesgos de incorrecta valoración y de posible alteración de ésta durante el proceso. Es habitual también que los contratos se ocupen de regular en detalle sus propios mecanismos de cumplimiento y ejecución, en atención a la inoperatividad práctica de los remedios legales y a la propia singularidad que tiene la empresa como objeto de adquisición. Estos procesos presentan notables especialidades en el caso de las sociedades cotizadas, por la diversidad de los presupuestos económicos y por la obligación impuesta en estos casos de canalizar el proceso a través de un procedimiento reglado como es la OPA.

PALABRAS CLAVE

Contratos de adquisición de empresa, M&A, asimetría informativa, valoración de empresas, asignación y distribución de riesgos, ejecución y cumplimiento de los contratos de adquisición de empresa, adquisición de sociedades cotizadas.

ABSTRACT

This article deals with the diversity inherent in corporate acquisitions on a financial and legal level, based on the characteristics of both the acquired company and those of the acquisition process itself. In standar cases involving the acquisition of an unlisted company by a third party, the main legal particularities of the acquisition agreements stem from the insuperable information asymmetry situation which tends to exist between the vendor and the purchaser as well as from the objective uncertainty faced by the latter in order to attribute an accurate value to the acquired company. This explains why corporate acquisition agreements represent articulated systems for the allocation and distribution of the acquired company's economic risks, in particular the risks of an incorrect valuation and its potential alteration during the acquisition process. It is also standar practice for the agreements to regulate in detail their own compliance and enforcement mechanisms, due to the ineffectiveness in practice of the default legal remedies and the specific nature of the company as the object of an acquisition contract. These processes are subject to specific legal rules in the case of listed companies, due to the diversity of the economic underlying situations and the obligation to implement the acquisition via a mandatory process, by means of a takeover bid.

KEYWORDS

Stock purchase agreements, M&A, asymmetric information, valuation of companies, allocation and distribution of risks, execution and enforcement of stock purchase agreements, acquisition of public companies.

I. LA DIVERSIDAD Y VERSATILIDAD JURÍDICA DE LAS OPERACIONES DE ADQUISICIÓN DE EMPRESAS

En el orden económico, las operaciones de adquisición se presentan sobre todo como un cauce o instrumento al servicio de los procesos de concentración y reorganización de las empresas, que en términos generales permiten a éstas ajustar o modificar su tamaño o configuración en función de sus necesidades operativas, de las exigencias del mercado, de su propia estrategia empresarial o de simples criterios financieros. Pero al margen de este elemento común, meramente descriptivo y de limitada fuerza caracterizadora, lo cierto es que la referida categoría engloba una realidad económica extraordinariamente variada y dúctil, conformada por una enorme diversidad de supuestos de muy distinto significado práctico y funcional.

Este carácter heterogéneo y multiforme de las operaciones de adquisición como fenómeno empresarial alcanza también —no podía ser de otra forma— a las cuestiones y problemas jurídicos que plantean. Todas las operaciones de adquisición de empresas responden al esquema causal básico de los contratos de intercambio, en virtud del cual el titular de una empresa o de una participación en la misma se la transmite a otro a cambio de un precio, en el supuesto más habitual de la compraventa, o eventualmente de otra cosa, como podrían ser acciones o participaciones de otra sociedad, si se tratara de una permuta. Pero por encima de este núcleo unitario, que en sí mismo tiene escasas implicaciones normativas, la vasta pluralidad de las situaciones que se verifican en la práctica, en función tanto de las propias características intrínsecas de las empresas involucradas —en especial de la adquirida— como de la naturaleza y circunstancias de la propia operación de adquisición, determinan que las cuestiones jurídicas que tienden a suscitarse se caractericen también por una notable e irreducible diversidad. Circunstancias como que la adquisición recaiga sobre activos o sobre una participación en el capital social, que en el caso de los activos éstos conformen o no una unidad económica o rama de actividad, que la participación social adquirida

tenga carácter minoritario o lleve incorporada una situación de control, que la empresa afectada sea o no una sociedad cotizada, la posibilidad de que opere en un sector regulado o de que la adquisición active autorizaciones de competencia, el propio tamaño o complejidad de la empresa de que se trate o el sector económico en que opere, el hecho de que la adquisición tenga lugar entre entidades desvinculadas o por el contrario pertenecientes a un mismo grupo empresarial, que sean los propios directivos o gestores quienes de una u otra forma participen en la adquisición de la empresa, el número de los socios vendedores, que la venta se negocie bilateralmente con un comprador o se articule como un proceso abierto en forma de subasta, o la naturaleza industrial o financiera de las partes intervinientes, entre otros muchos, son factores que determinan y condicionan en muy gran medida los problemas jurídicos que van ineludiblemente asociados a estas operaciones.

Al mismo tiempo, si la atención se focaliza en los supuestos más habituales de adquisición de una sociedad no cotizada por un tercero, lo cierto es que los mismos se caracterizan también por ofrecer una notable uniformidad y estandarización contractual, tanto en nuestra práctica como en general en los mercados internacionales. La generalización de un conjunto de instrumentos y técnicas contractuales que han germinado específicamente en este campo se presenta antes que nada como una consecuencia de la absoluta inadecuación del Derecho dispositivo en materia de compraventa —al menos en el caso del ordenamiento español— a un objeto tan singular y específico como es una empresa y del acogimiento prácticamente universal de figuras y esquemas negociales procedentes del mundo anglosajón. Este fenómeno, propiciado también por la relevancia de las operaciones transnacionales de adquisición y por la propia globalización de los principales sujetos económicos y jurídicos, suscita en ocasiones no pocas cuestiones sobre el encaje de dichos esquemas contractuales con algunas de las categorías jurídicas más tradicionales de nuestro sistema. Pero por encima de algunos desajustes formales, motivados a menudo por la importación y utilización de términos carentes de un significado normativo preciso en ordenamientos como el español (piénsese en las habituales *representaciones* y *garantías* que suelen incluirse en estos contrato, que ni son «representaciones» ni garantías en sentido técnico), la realidad es que el desarrollo de esta metodología contractual atiende a imperiosas e insoslayables necesidades prácticas, al haber servido esencialmente para dar respuesta a las singularidades jurídicas y económicas que ofrece el contrato de compraventa cuando recae sobre un objeto tan especial como es una empresa. De hecho, la consolidación de un sistema jurídico uniforme en el ámbito internacional que

trasciende a los ordenamientos positivos nacionales, de base y carácter esencialmente contractual, que surge y evoluciona apegado a las necesidades de la práctica y por el impulso de los propios operadores económicos, es un fenómeno generalizado en el moderno Derecho empresarial, que ha encontrado en el campo específico de las adquisiciones de empresas uno de sus ejemplos más significados en atención a la propia relevancia económica del fenómeno.

II. LOS PROBLEMAS DE INFORMACIÓN E INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS

1. La asimetría informativa

Las principales especialidades que desde una perspectiva jurídica presentan las adquisiciones de empresas, y las propias diferencias que se aprecian en éstas en función de la naturaleza de la empresa adquirida y de las características intrínsecas de la operación de que se trate, se reconducen en último término a una cuestión básica, que es la información.

Los juristas continentales suelen aproximarse a los contratos con un enfoque esencialmente lógico y formal, que lleva a concebirlos como simples fuentes de obligaciones que se analizan sobre todo en un plano estático y sustancial. Pero los contratos, tanto en la decisión de celebrarlos como en su contenido obligacional, no pueden explicarse a menudo sin atender a las singularidades económicas de la información, que como bien o recurso no sólo es escaso, sino también susceptible de generación, de especialización, de intercambio contractual y objeto de prestaciones específicas. Y esto es lo que ocurre cabalmente en las adquisiciones de empresas, que en el orden estructural encuentran en la información su principal condicionante jurídico.

La experiencia y hasta el sentido común indican que los contratos de adquisición son relativamente sencillos y no plantean una especial complejidad jurídica cuando ambas partes comparten sustancialmente una misma información sobre la empresa adquirida. Así sucede por ejemplo en el caso paradigmático de las operaciones intragrupo o cuando el comprador y el vendedor son socios relevantes de la propia sociedad afectada. Una situación similar se produce también de alguna forma en los supuestos de adquisición de sociedades cotizadas, como consecuencia de la completa información pública que existe sobre éstas y la consiguiente posibilidad del comprador de adquirir por sí solo un exhaustivo conocimiento previo de la empresa en cuestión (aunque estas adquisiciones presenten otras muchas singularidades

—sobre las que volveremos— por causa de la habitual dispersión de los accionistas vendedores y por la propia existencia de un procedimiento reglado de adquisición).

En cambio, cuando la adquisición es realizada por un tercero ajeno a la empresa, la situación económica subyacente, y con ella los problemas jurídicos que ha de arrostrar el adquirente, mudan radicalmente, como consecuencia de la insuperable situación de *asimetría informativa* que se verifica entre los dos contratantes. El comprador, a efectos de valorar la utilidad esperada de la empresa y el precio que le asigna, se ve obligado a confiar en gran medida en la propia información que le suministra el vendedor. Y ello explica, no sólo la habitual realización por parte del adquirente de exhaustivos procesos de *due diligence* legal y financiera con el fin de recabar y procesar toda la información relevante sobre la sociedad en cuestión y sus negocios, sino también la inclusión en el contrato de numerosas declaraciones del vendedor sobre hechos o circunstancias atinentes a la empresa adquirida, a las que se asocia una responsabilidad —que tiende a modularse también en función de la naturaleza o trascendencia de la declaración de que se trate— para el caso de falsedad o incorrección. Las «manifestaciones y garantías», que suelen ser el aspecto contractual que más atención merece —junto a la fijación del precio, claro— en la negociación y formalización de las operaciones de adquisición, permiten en efecto «causalizar» mediante su incorporación al contrato informaciones que en principio serían propias de la fase precontractual, al objeto de fijar las circunstancias que tuvo en cuenta el comprador en el proceso de formación de su voluntad contractual y de poner a su disposición los remedios oportunos para cualquier supuesto de incumplimiento de las bases que la fundamentaron.

A estos efectos, además, es irrelevante que en el Derecho español —a diferencia de los anglosajones— pudiera propugnarse un eventual deber general basado en la buena fe de informar al comprador sobre las circunstancias susceptibles de frustrar el propósito negocial perseguido con el contrato. Porque al margen de las lógicas dificultades para concretar con un mínimo de seguridad los límites de semejante principio en un contexto normativo tan singular como la adquisición de una empresa, y particularmente cuando ésta se articula —como es habitual— a través de una simple compra de acciones o participaciones, el mismo debe integrarse al tiempo con los deberes de conducta de signo contrario predicables del propio comprador, sometido sin duda por su parte a una elemental exigencia de diligencia y de

autoinformación sobre las características y riesgos del objeto de su adquisición.

2. Las dificultades intrínsecas de valoración de la empresa

Este desequilibrio de partida —que generalmente será más acusado cuando el comprador y el vendedor pertenezcan a sectores económicos distintos— se ve amplificado por la propia complejidad que ofrece la empresa como objeto negocial y por las consiguientes dificultades con que a menudo se enfrenta el comprador a efectos de poder atribuirle un valor económico de forma segura.

La contratación es muy sencilla cuando las cualidades esperadas del bien se infieren naturalmente de su propia naturaleza y función económica. Pero cuando lo adquirido es una empresa, su valor económico va asociado en muy gran medida a cuestiones de orden meramente organizativo y a numerosos activos intangibles e inmateriales, que además no necesariamente han de ser los mismos u ofrecer la misma utilidad a todos los potenciales compradores. Sin perjuicio lógicamente de la irreductible diversidad que existe entre las distintas empresas en función de su mayor o menor tamaño o del sector económico en el que operen, todas son organizaciones complejas integradas por bienes y elementos de muy distinta naturaleza (inmuebles, mercancías, medios o redes de transporte, derechos reales y de crédito, derechos de propiedad industrial, clientela, personal, etc.), cuyo valor conjunto puede depender mucho más de su adecuada combinación y disposición para desarrollar con éxito una actividad empresarial que de su propio valor intrínseco. La adquisición de empresas tiene como objeto, no una cosa con cualidades propias ni tampoco un conjunto heterogéneo de bienes y derechos, sino una organización económica compleja y en funcionamiento de la que se espera una capacidad de generar flujos en el futuro.

Todo ello determina que estas operaciones incorporen también por su propia naturaleza un importante grado de *incertidumbre*, toda vez que la determinación del valor de la empresa está sometida en sí misma a ciertos imponderables económicos de carácter estructural que no resultan propiamente de ninguna situación previa de desequilibrio informativo (piénsese en la capacidad de la empresa para generar caja o beneficios en los próximos ejercicios o en el nivel de deuda neta o de tesorería que pueda acabar teniendo en el momento de ejecución de la operación cuando ésta se dilate en el tiempo). Se trata de una circunstancia que ayuda también a explicar

algunas características de la práctica contractual más extendida en el ámbito de los procesos de adquisición de empresas.

III. LOS CONTRATOS DE ADQUISICIÓN COMO INSTRUMENTOS DE ASIGNACIÓN Y REPARTO DE RIESGOS

La incertidumbre que es consustancial a la fijación del precio de adquisición de cualquier empresa, junto a la acusada situación de asimetría informativa en la que tienden a encontrarse vendedor y comprador, justifican que los contratos de adquisición de empresa se presenten desde una perspectiva económica fundamentalmente como instrumentos de asignación de riesgos, destinados a exceptuar o modular el reparto que en otro caso resultaría de las reglas dispositivas y de los derechos de propiedad. Algunos de estos riesgos van referidos a la empresa en sí y otros a distintas fases o momentos del proceso de adquisición, aunque en último término pueden reconducirse a dos categorías generales: (i) el riesgo de incorrecta valoración de la empresa, por las dificultades objetivas que suele padecer el comprador; y (ii) el riesgo de alteración del valor de la empresa, por la posibilidad de que éste experimente un cambio entre el momento en que el adquirente se obliga a comprar (la firma) y el momento en que se produce la adquisición efectiva (el cierre). A estos riesgos cabría añadir los que son ínsitos al cierre de la operación, cuando ésta no pueda completarse según lo previsto por problemas regulatorios o de competencia, por la incapacidad del comprador de obtener la financiación esperada o por causas similares, que sin embargo tienen un carácter más general y que no se derivan específicamente de la singularidad de la empresa como objeto del contrato.

1. Riesgos derivados de deficiencias informativas

Los riesgos más relevantes son sin duda los asociados a la incorrecta valoración de la empresa adquirida, en atención a los irreductibles problemas informativos que arrostra el comprador y a las propias particularidades de la empresa como objeto negocial.

En una adquisición de activos, y especialmente cuando éstos tengan carácter singular y no conformen una explotación económica o rama de actividad, es el comprador quien voluntariamente selecciona y delimita los activos de su interés y, por extensión, el riesgo económico que está dispuesto a asumir. Pero cuando la operación se canaliza a través de una compra de acciones o participaciones, el adquirente que se haga así con el control de la sociedad hereda y asume enteramente todas las obligaciones y pasivos de

ésta, incluyendo en particular aquellos que no hubiera identificado y de los que no tuviera conocimiento. Y ello explica el habitual recurso a mecanismos contractuales de muy diversa naturaleza, que en último término responden al propósito común de buscar la protección del comprador frente al riesgo de que las bases o presupuestos económicos que fundaron su decisión de compra o la fijación del precio acaben revelándose como incorrectos o inexactos una vez perfeccionada la adquisición de la empresa. La falta de previsión contractual, de hecho, supondría por regla que el comprador de la empresa tuviera que hacerse cargo de la totalidad de sus riesgos económicos y jurídicos, aun de los nacidos o generados con anterioridad a la adquisición.

El ejemplo más característico es el relativo a las ya referidas manifestaciones y garantías. Cuando la adquisición recae sobre acciones o participaciones y no sobre activos, las mismas sirven en el plano técnico para extender la responsabilidad del vendedor a las cualidades o contingencias de la empresa subyacente, que son lógicamente las que desde una perspectiva económica interesan al comprador pero que en rigor y en sentido propio son ajenas a la cosa vendida. Pero en el orden práctico y funcional, constituyen el principal instrumento contractual para solventar los problemas de valoración de la empresa que soporta el comprador como consecuencia de sus insuperables limitaciones informativas y para repartir entre ambas partes los riesgos que aquél haya podido identificar, pero también y especialmente aquellos que puedan serle desconocidos. Aunque algunas de esas manifestaciones tengan un valor meramente informativo, lo habitual es que vayan vinculadas a un régimen específico de responsabilidad y que por tanto incidan de manera indirecta sobre el cálculo de la contraprestación satisfecha.

Dada además la habitual complejidad de las empresas y la ingente casuística que ofrece la práctica, estas declaraciones tienden a modularse y adaptarse en cada caso a través de instrumentos más específicos. Así, éstos sirven a menudo para excluir la responsabilidad del vendedor por determinadas circunstancias de las que se ha informado específicamente al comprador o de las que éste es —o se presume que debiera serlo— conocedor (las habitualmente conocidas como *disclosures*), mientras que otras veces se emplean para cubrir riesgos conocidos por el comprador pero que en el momento de obligarse resultan inciertos en su existencia o relevancia o que por su propia naturaleza son de difícil cuantificación (las *indemnities*). Igualmente, no es infrecuente que las distintas manifestaciones y garantías sean cualificadas por el vendedor con un criterio de materialidad, en el sentido por ejemplo de excluir incumplimientos formales de la correspondiente declaración que en

términos relativos carezcan de verdadera trascendencia económica, o de conocimiento, cuando las mismas no se formulan en términos absolutos y objetivos sino sobre la base de la información de la que dispone el propio vendedor. La inclusión o no de esta última cualificación, por ejemplo, determinará con carácter general que sea el comprador o el vendedor quien corra con el correspondiente riesgo en caso de que éste llegue a materializarse.

De este modo, las manifestaciones y garantías permiten al comprador protegerse contractualmente frente a los irreductibles problemas que padece por el hecho de tener que basar el grueso de su voluntad negocial en la información que recibe del propio vendedor. Pero en sentido contrario, desde la perspectiva del propio vendedor, la disposición de éste a realizar dichas manifestaciones y a asumir responsabilidad por ellas en caso de inexactitud desempeña también una función económica capital, al constituir una clara señal sobre la veracidad e integridad de la información suministrada al comprador que en la práctica inducirá a éste a acometer la operación, y que en una perspectiva más amplia ayuda a reducir los problemas de selección adversa y a facilitar así el funcionamiento mismo del mercado de adquisiciones.

2. Riesgos asociados a la atribución de valor

De la misma forma, existen otros instrumentos contractuales que han ido aquilatándose en la práctica cuya función es la de limitar los riesgos derivados de la incertidumbre económica que de una u otra forma acompaña a la determinación del valor de la empresa adquirida. Se trata de mecanismos que básicamente inciden sobre el cálculo del precio, que en esencia permiten tomar en consideración e incorporar al contrato determinada información económica sobre el valor de la empresa adquirida que se revela, o que el comprador sólo está en condiciones de verificar, con posterioridad al cierre de la compra, y que con carácter general sirven para trasladar al vendedor ciertos riesgos referidos a la incorrecta valoración de la empresa o a su posible alteración durante el proceso de adquisición.

Este es el caso fundamental de las cláusulas de ajuste del precio, que hipotéticamente pueden operar en ambos sentidos pero que en términos generales —como confirma la evidencia empírica— tienden a beneficiar y proteger sobre todo a los compradores. En los supuestos más habituales, estos ajustes se vinculan a activos y pasivos de la empresa que existen en el momento en que se produce la adquisición de la empresa pero cuyo cálculo o determinación contable sólo es posible con posterioridad a ésta (como sería

el caso del capital circulante, de la deuda neta o de la tesorería, por citar categorías corrientes). Y otro tanto ocurre con los *earn-outs*, que por el contrario suelen incluir obligaciones de pago condicionadas a que los beneficios —o cualquier otro parámetro financiero que se considere indicativo del éxito de la sociedad— alcancen o no en un determinado período posterior al cierre (uno o dos años, por ejemplo) cierto importe por relación a un nivel de referencia previsto en el contrato. Según acredita la práctica, estos últimos se justifican esencialmente en el contexto de adquisiciones en las que, por causa de la actividad económica de la empresa adquirida (en caso por ejemplo de que sus resultados futuros dependan en gran medida de desarrollos tecnológicos o de investigaciones o proyectos en curso) o de los riesgos derivados de la propia situación económica o financiera general, exista una mayor incertidumbre objetiva sobre la capacidad de aquella para alcanzar los niveles de rentabilidad esperados por el adquirente.

3. Riesgos de alteración del valor durante el proceso de adquisición

Existen por último otros mecanismos diseñados en la práctica para lidiar con el riesgo de alteración de valor que puede experimentar la empresa adquirida entre el momento en que se firma el contrato de compraventa y el momento de cierre, más o menos alejado en el tiempo, en que tiene lugar su transmisión efectiva. Aunque estos instrumentos tengan una utilidad general, su relevancia se ve acrecentada cuando el precio de compra no incorpore mecanismos de ajuste y se establezca por referencia a unos estados financieros cerrados en una fecha próxima a la firma del contrato (fórmula que suele conocerse como *locked box*), por contraposición a los supuestos en que la determinación del precio final se remite a la situación patrimonial y financiera que exista en el momento en que se produzca el cierre y la consiguiente efectividad de la venta (hablándose en este caso de *completion accounts*). El riesgo económico de la empresa es asumido en el primer caso por el comprador a partir de la fecha de referencia de las cuentas empleadas, y a partir de la fecha de cierre de la operación en el segundo.

El período interino que medie entre la firma del contrato de compraventa y la transmisión efectiva de la empresa depende en su existencia y extensión de las posibles condiciones suspensivas a las que pueda sujetarse el cierre de la operación (autorizaciones regulatorias o de competencia, consentimiento al cambio de control por financiadores u otros terceros, falta de ejercicio de eventuales cláusulas restrictivas de la transmisibilidad, obtención de financiación por el comprador, etc.). Pero durante el mismo, la dirección y

administración de la empresa sigue manteniéndose necesariamente en manos del comprador, que podría adoptar decisiones que incidan sobre el nivel de riesgo y rentabilidad del negocio que se ha obligado a transmitir, y cuyos incentivos económicos para seguir gestionándolo de la manera más eficiente posible pueden verse seriamente menoscabados. Ello explica que los contratos suelen imponer al vendedor la obligación de continuar gestionando el curso ordinario de la empresa de conformidad con los mismos criterios y políticas aplicados en el pasado y, adicionalmente, que prohíban o sometan a autorización del comprador la realización de actos u operaciones de carácter extraordinario (reparto de dividendos, transmisión o adquisición de activos, pagos o deudas superiores a determinados umbrales, etc.). Otras veces, la efectividad de estos compromisos se refuerza creando una comisión de seguimiento o de coordinación formada con representantes de ambas partes, a la que se atribuye —dentro de los límites que en su caso imponga el Derecho de la competencia, por la prohibición del comprador de ejercitar el control mientras la operación de concentración no sea autorizada— una labor de supervisión y control de la gestión de la empresa durante este período intermedio.

Desde la perspectiva siempre del riesgo de una posible alteración brusca e imprevista del valor asignado a la empresa durante el período interino que suele mediar entre la firma del contrato y su ejecución, intervienen también en favor del comprador las conocidas como cláusulas MAC o de *cambio material adverso*. Estas cláusulas —que trascienden en su utilización del ámbito específico de las adquisiciones de empresas— pueden ir referidas a cuestiones económicas ajenas a la empresa adquirida (como podría ser la imposibilidad del comprador de obtener financiación en condiciones razonables o una situación de colapso económico general) o a riesgos específicos de esta última (pérdida de un cliente significativo, revocación de una licencia o autorización esencial para el negocio, etc.), que en caso de materializarse habilitan a aquél para ajustar los términos del contrato o, en los supuestos más graves, para desistir de la operación. La simple inclusión en el contrato de una cláusula de esta naturaleza, y especialmente la delimitación y amplitud de los supuestos a los que se vincule su posible aplicación, constituye sin duda uno de los indicadores más claros de los presupuestos económicos que el comprador ha tenido por esenciales para obligarse y, por extensión, de la asignación y reparto de riesgos convenida por las partes.

LA FINANCIACIÓN DE LA ADQUISICIÓN DE EMPRESAS. FINANCIACIÓN BANCARIA Y VÍA MERCADO DE CAPITALES

ACQUISITION FINANCE. BANKING FINANCE AND CAPITAL MARKETS

Ángel PÉREZ LÓPEZ

Ignacio ÁLVAREZ COUSO

Abogados. Uría Menéndez Abogados, S.L.P.

- I. INTRODUCCIÓN
- II. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA
 - 1. Concepto y características principales
 - 2. Tipos
- III. ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES DE LBO
 - 1. Identificación de Target
 - 2. Constitución de la sociedad vehículo
 - 3. Concesión de financiación a la sociedad adquirente y otorgamiento de garantías a favor de los financiadores. La prohibición de asistencia financiera
 - 4. Métodos de adquisición
 - 5. Fusión de la sociedad vehículo y Target
- IV. FINANCIACIÓN BANCARIA
 - 1. Acuerdos previos a la financiación de la adquisición

2. Financiación sénior
 3. Acuerdos de cobertura de tipos de interés
 4. Financiación *second lien*
 5. Financiación *mezzanine*
 6. Contrato entre acreedores
 7. Breves consideraciones concursales
- V. FINANCIACIÓN VÍA MERCADO DE CAPITALES
1. Introducción a los bonos *high yield*
 2. Encaje de los bonos *high yield* en la estructura de financiación de la adquisición
 3. Breve referencia a la ley aplicable
 4. Documentos principales en una emisión de bonos *high yield*
 5. Términos y condiciones de los bonos *high yield*
- VI. BIBLIOGRAFÍA

RESUMEN

El presente artículo tiene por objeto analizar las principales cuestiones relacionadas con la financiación de las operaciones de compraventa apalancada de empresas, las denominadas, en terminología anglosajona, leveraged buyouts o LBO.

Las operaciones de LBO consisten en la adquisición por una sociedad (generalmente, una sociedad vehículo constituida con esta finalidad, esto es, una special purpose vehicle o SPV) de una participación de control en el capital social de otra sociedad (una sociedad objetivo o Target), mediante la utilización de un alto nivel de apalancamiento financiero, de tal forma que la sociedad adquirente atenderá la deuda de adquisición con los activos y los flujos de efectivo generados por Target.

La fuente de recursos predominante en el mercado español es la financiación bancaria. La financiación debe contener unos requisitos básicos en cuanto a las obligaciones, declaraciones y garantías, supuestos de amortización anticipada, supuestos de vencimiento anticipado y paquete de garantías, cuyas principales características se describen en este artículo.

PALABRAS CLAVE

Compraventa apalancada, LBO, sociedad vehículo, Target, asistencia financiera, fusión apalancada, financiación bancaria, financiación senior, financiación second lien, financiación mezzanine, acuerdos de cobertura de tipos de interés, contrato entre acreedores, term sheet.

ABSTRACT

The purpose of this article is to analyze the main issues concerning acquisition finance and the so-called leveraged buyouts or LBOs.

LBOs consist of the acquisition by a company (normally a special purpose vehicle or SPV) of a controlling interest in the share capital of another company (Target) by achieving a high degree of financial leverage, in such a way that the acquiring company will repay the acquisition debt out of the assets and cash-flows generated by Target.

The primary source of financing in the Spanish market is banking finance. Such financing must meet certain basic requirements regarding undertakings, representations and warranties, early repayment events, early termination events and securities packages, whose main features are described in this article.

KEYWORDS

Acquisition finance, LBO, special-purpose vehicle, Target, financial assistance, MBO, banking finance, senior facilities, second lien facilities, mezzanine facilities, interest rate hedging agreements, intercreditor agreement, term sheet.

I. INTRODUCCIÓN

El presente artículo tiene por objeto analizar las principales cuestiones relacionadas con la financiación de las operaciones de compraventa apalancada de empresas, las denominadas, en terminología anglosajona, *leveraged buyouts* o *LBO*.

En términos generales, las operaciones de LBO consisten en la adquisición por una sociedad (generalmente, una sociedad vehículo constituida con esta finalidad, esto es, una *special purpose vehicle* o *SPV*) de una participación de control en el capital social de otra sociedad (la sociedad objetivo o «**Target**»), mediante la utilización de un alto nivel de apalancamiento financiero, de tal forma que la sociedad adquirente atenderá la deuda de adquisición con los activos y los flujos de efectivo generados por Target.

En los apartados en los que se divide este capítulo se analizarán los aspectos básicos de las operaciones de LBO, incidiendo, en particular, en su estructura habitual, sus fases, así como en las fuentes de financiación más habituales en este tipo de operaciones (i.e., financiación bancaria y vía mercado de capitales).

Adicionalmente, se comentará muy someramente la posible compatibilidad de las operaciones de LBO con la regulación de la asistencia financiera prevista en la Ley de Sociedades de Capital («**LSC**») y las implicaciones del art. 42 Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio sobre Modificaciones Estructurales («**Real Decreto-ley sobre Modificaciones Estructurales**»), que ha reemplazado al art. 35 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales («**LME**»), en relación con las fusiones apalancadas, estructuras muy comunes en la práctica y que se basan en la integración del patrimonio de la sociedad adquirente y de Target, de tal forma que Target termine asumiendo la deuda de adquisición y responda de su abono con todo su patrimonio. El desarrollo más detallado de estas cuestiones corresponde a otros capítulos de esta publicación.

II. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA

1. Concepto y características principales

La figura de las operaciones de LBO es jurídicamente atípica. No existe una definición contemplada en la ley sobre este tipo de negocios jurídicos de naturaleza compleja (salvo por la regulación en materia de fusiones apalancadas prevista en el art. 42 del Real Decreto-ley sobre Modificaciones Estructurales). Sin embargo, tal y como se indicaba en el apartado I anterior, nos encontraremos ante una operación de LBO en aquellos casos en los que los promotores de la operación (generalmente, un fondo de capital riesgo o *private equity* por sí solos, o en algunos casos acompañados por el propio equipo directivo de Target) recurran a un alto nivel de endeudamiento financiero para adquirir el control de Target, confiando en los flujos de efectivo generados por ésta para reparar la deuda de adquisición.

En consecuencia, la característica fundamental de este tipo de operaciones es la utilización de un elevado nivel de endeudamiento financiero por parte de la sociedad vehículo y, en última instancia, de los promotores de la operación. A este respecto, es necesario mencionar que el ratio de apalancamiento (esto es, la proporción entre los fondos propios aportados por el inversor y la deuda aportada por terceros financiadores) no responde a ninguna fórmula concreta y variará en función de las condiciones y de la coyuntura económico-financiera en la que se encuadre la operación. Este ratio de apalancamiento puede ir de un 80/20 en estructuras de inversión muy agresivas (donde los recursos ajenos representan el 80% de la inversión y los recursos propios sólo el 20%) hasta un 50/50 en otras más conservadoras.

El objetivo perseguido mediante el recurso a niveles de endeudamiento elevados es doble: (i) en primer lugar, minimizar los recursos propios empleados por el inversor en la adquisición de Target; y (ii) en segundo lugar, maximizar la rentabilidad de la inversión si se compara con el retorno obtenido respecto de los recursos propios empleados, asumiendo una revalorización de Target superior al coste de la deuda de adquisición.

La segunda característica fundamental de las operaciones de LBO es la vocación temporal de la inversión. Es habitual que la estructura prevea una desinversión en Target en un período inferior a los siete o diez años, ya que, con ello, los inversores consiguen maximizar la rentabilidad de la inversión en un período relativamente corto de tiempo (en muchas ocasiones los *private equity* están restringidos en cuanto a la duración de la inversión por la

propia vida del fondo del que provienen los recursos que invierten). La desinversión se realizará mediante una venta privada de la participación o mediante una oferta pública de venta en el marco de la salida a bolsa de Target, materializándose en ese momento el incremento de valor experimentado por Target durante este período.

Por último, es también frecuente la implementación por el equipo directivo de Target de agresivas políticas de desinversión de activos no estratégicos, la reducción de costes, la externalización de tareas y la profesionalización y optimización de la gestión para poder potenciar la liquidez de Target y su capacidad de repago de la deuda, al mismo tiempo que se llevan a cabo adquisiciones e inversiones que permitan el crecimiento y desarrollo del negocio que permitan incrementar el valor de Target en el corto y medio plazo.

2. Tipos

Aunque las características principales de este tipo de operaciones han sido descritas en el apartado II.1 anterior, existen diversas modalidades específicas de compraventa apalancada.

De este modo, en aquellos casos en los que:

(A) La operación de LBO determine, a su vez, la necesidad de que Target se fusione con la sociedad adquirente, es habitual que dicha operación se denomine fusión apalancada o *Merger LBO*. Adicionalmente, dependiendo de que la sociedad absorbente sea la sociedad vehículo constituida por los inversores para la adquisición de Target o la propia Target, estaremos ante una fusión directa (*forward merger*) o una fusión inversa (*reverse merger*), respectivamente.

(B) Los promotores de la operación sean: (i) los propios directivos de Target, la operación se denominará *Management Buyout* o MBO; (ii) otro equipo directivo distinto del equipo directivo de Target, la operación se denominará *Management Buyin* o MBI; o (iii) una combinación de ambos, la operación se denominará *Buyin Management Buyout*. En aquellos casos, bastante menos frecuentes, en los que los promotores de la operación sean los propios empleados de Target, la operación se denominará como *Leveraged Employee Buyout*.

(C) La operación se estructure con el objeto de adquirir los activos de Target en lugar de su capital social, estaremos ante un *Asset Leveraged Buyout*.

III. ESTRUCTURA DE LAS OPERACIONES DE LBO

El diseño y planificación de la estructura de las operaciones de LBO será determinante para su futura rentabilidad, ya que existen múltiples factores que incidirán durante todo el ciclo de inversión (e.g., el diseño de la estructura societaria, la elección de la nacionalidad y el tipo societario de la sociedad vehículo, la financiación de la adquisición de Target, el sistema de amortización de la deuda de adquisición o las fases de crecimiento, desarrollo y desinversión en Target). Para ello, es necesario analizar las circunstancias específicas de cada operación y los intereses y necesidades de las distintas partes intervinientes (e.g., promotores, vendedores, entidades financiadoras, empleados).

No obstante lo anterior, en términos generales, la estructura y fases de ejecución de una operación podrían resumirse como sigue:

1. Identificación de Target

El éxito de una operación de LBO dependerá, en primer lugar, de la correcta selección de Target. En principio, las principales características que debe tener Target pueden agruparse entre características de índole financiera, que permitan hacer frente a los costes y gastos financieros derivados de la deuda de adquisición, y características de índole operativa, que permitan el crecimiento y desarrollo del negocio, así como el incremento del valor de Target en el medio y largo plazo.

1.1. *Características financieras*

Entre otras características financieras, es necesario que Target:

(A) Presente una rentabilidad histórica que determine un historial de crecimiento sostenido, así como la capacidad de mantener unos márgenes superiores a los de otros competidores que actúan en su sector de actividad.

(B) Obtenga unos flujos de caja consistentes, fuertes y estables, que permitan hacer frente a los costes y gastos financieros de la deuda de adquisición (principal e intereses).

(C) Cuente con activos o negocios tangibles y no gravados (o, de estarlo, cuyas cargas no detraigan excesivo valor del activo) que puedan ser transmitidos de forma independiente si fuese necesario para repagar la deuda de adquisición.

(D) Tenga un nivel de endeudamiento escaso con carácter previo a la formalización de la operación, con el objeto de que Target pueda asumir la deuda de adquisición o, en caso de que tenga un endeudamiento elevado (por ejemplo, en caso de que ya haya sido objeto de un LBO con anterioridad), que el mismo (sobre todo si cuenta con garantías reales) sea refinanciado en el contexto del LBO.

Será necesario realizar una *due diligence* financiera y jurídica de Target para determinar posibles contingencias que puedan tener incidencia de cara a la adquisición o financiación de la inversión, incluyendo, en particular, la presencia de cláusulas de cambio de control en los contratos de financiación suscritos por Target (que incrementarán las necesidades de financiación de la operación, pues muy posiblemente habría que refinanciar estas operaciones con motivo de la adquisición).

1.2. Características operativas

Las principales características operativas de Target son:

(A) La participación de un equipo directivo altamente profesionalizado y con experiencia.

(B) Una posición fuerte en el mercado y una sólida imagen de marca.

(C) La posibilidad de que, una vez realizados los ajustes necesarios para reducir costes innecesarios y eliminar ineficiencias, el plan de negocio presente un potencial de crecimiento estable.

2. Constitución de la sociedad vehículo

Los inversores, con ayuda de sus asesores, deberán definir la estructura societaria de la inversión y la nacionalidad y el tipo societario de los vehículos que se utilicen a tal efecto, así como acordar y establecer la regulación de cada uno de ellos. En concreto, en el supuesto de que haya más de un inversor, será necesario formalizar uno o varios acuerdos de inversión para regular, entre otras cuestiones, la participación porcentual de cada uno de los inversores en los distintos vehículos, el tipo y cuantía de las aportaciones que deberán satisfacer, las materias reservadas, las mayorías necesarias para la adopción de acuerdos, la eventual existencia de derechos de veto, el derecho de adquisición preferente, el derecho de acompañamiento (*tag-along*) y/o derecho de arrastre (*drag-along*) en caso de venta de una participación

accionarial y el sistema de nombramiento de puestos en el órgano de administración.

La decisión sobre la nacionalidad y el tipo societario de la sociedad vehículo a través de la cual se canalizará la inversión y se realizará la adquisición de Target se adoptará teniendo en cuenta la eficiencia fiscal de la operación en su conjunto, incluyendo la futura desinversión. En este sentido, es habitual que la sociedad vehículo esté domiciliada en España con el objetivo de que la sociedad vehículo y Target puedan beneficiarse de las ventajas del régimen especial de consolidación fiscal previsto en la Ley del Impuesto sobre Sociedades. En términos generales, la principal ventaja de este régimen es que permite que el grupo tribute como una única entidad, pudiendo aprovechar sus sociedades integrantes los créditos fiscales del grupo. Esto es, el régimen de consolidación fiscal supone que el grupo tribute por la suma de bases imponibles de todas las sociedades que lo integran, permitiendo compensar de forma automática los beneficios y pérdidas obtenidas por las distintas sociedades que lo forman. Aparte de simplificar la operativa, permitirá que Target y sus filiales puedan compensar a efectos fiscales sus beneficios operativos con las pérdidas de la sociedad vehículo, que será una sociedad «*holding*» sin actividad operativa en la que se concentrará un gran volumen de deuda financiera.

Adicionalmente, es habitual que la sociedad vehículo sea una sociedad de capital, principalmente una sociedad de responsabilidad limitada o una sociedad anónima. Aunque la decisión entre uno u otro tipo societario dependerá, en última instancia, de las circunstancias concretas de la operación, habitualmente por las menores formalidades que requiere su funcionamiento, los inversores suelen decantarse por una sociedad de responsabilidad limitada, que será de nueva o reciente creación para que no esté contaminada por los riesgos de otros criterios empresariales previos.

3. Concesión de financiación a la sociedad adquirente y otorgamiento de garantías a favor de los financiadores. La prohibición de asistencia financiera

La concesión de la financiación a la sociedad adquirente y el otorgamiento de garantías suficientes a los financiadores constituyen un elemento fundamental de la estructura de inversión en este tipo de operaciones. Las principales características de la financiación y de las garantías que se suelen otorgar en el marco de la financiación se describen en los apartados IV y V siguientes.

Las condiciones de la financiación suelen negociarse con carácter previo a la consumación de la adquisición de Target, ya que los inversores no quieren comprometerse a comprar sin haberse asegurado de tener cerrado un acuerdo para la financiación. Este acuerdo puede consistir en la propia firma del contrato de financiación (cuya plena efectividad estará sujeta, entre otras condiciones, a la constitución de las correspondientes garantías una vez que se cierre la compra de Target) o bien en la firma entre la sociedad vehículo y los financiadores de una carta de mandato que adjunte un hoja de términos y condiciones (*term sheet*) bastante detallada que recoja las condiciones fundamentales de la financiación que las entidades financieras se comprometen a conceder. Por ello, las negociaciones de la compraventa de Target y la financiación de la compra suelen llevarse en paralelo, y el cierre y disposición de los fondos de la financiación bancaria están íntimamente ligados al cierre de la compraventa. En la misma fecha de toma de control de Target también se requerirá normalmente la simultánea constitución de las garantías a satisfacción de los financiadores. En consecuencia, será necesario coordinar la disposición de los fondos y el levantamiento y cancelación de las cargas previas y la constitución de garantías para la ejecución satisfactoria de una operación de este tipo.

Asimismo, en la medida en que el repago de la deuda de adquisición se realizará, en última instancia, con recurso a los flujos de efectivo y los activos de Target y, de una u otra forma, se empleará el patrimonio de Target para garantizar la devolución de la financiación de adquisición, será necesario analizar con detalle si resultarían de aplicación las restricciones en materia de asistencia financiera con carácter previo a la implementación de la estructura de LBO y de la operación de financiación.

Dado que la regulación de la prohibición de asistencia financiera se describe en detalle en otro capítulo de esta obra, nos limitaremos a describir brevemente a continuación el concepto de asistencia financiera, cuáles son sus elementos esenciales y cuáles son las principales consecuencias derivadas del incumplimiento de la prohibición.

3.1. *Concepto de asistencia financiera*

Los arts. 143 y 150 de la LSC establecen una prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las acciones de la sociedad asistente o su dominante (en el caso de las sociedades anónimas) o de cualquiera de las sociedades del grupo (en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada), respectivamente.

En términos generales, el objetivo de la prohibición legal es impedir cualquier erosión, incluso potencial, de cualquier elemento patrimonial de la sociedad derivada o ligada con el tráfico de su capital entre terceros, protegiendo los intereses de los socios o accionistas, así como de los acreedores.

3.2. *Elementos esenciales*

Para que una operación se encuadre dentro de la prohibición de asistencia financiera, es necesario que se den los siguientes presupuestos o elementos esenciales: (i) la operación debe implicar una asistencia financiera; (ii) la asistencia financiera debe ser llevada a cabo por una sociedad de capital a favor de un tercero; (iii) la asistencia financiera debe conllevar la utilización de los recursos de la sociedad asistente para facilitar la adquisición de sus propias acciones o participaciones sociales.

3.3. *Consecuencias derivadas del incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera*

Para analizar convenientemente las consecuencias derivadas del incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera, es necesario distinguir entre: (i) el negocio jurídico de asistencia financiera por la sociedad asistente a favor del tercero asistido (en nuestro caso, fundamentalmente, la constitución de garantías por parte de Target y sus filiales para garantizar la deuda de adquisición y, en su caso, la concesión de financiación u otro tipo de asistencia financiera a la sociedad vehículo para atender los pagos de dicha deuda de adquisición); y (ii) el negocio jurídico de adquisición de las acciones de la sociedad asistente o su dominante (en el caso de la sociedad anónimas) o de cualquiera de las sociedades del grupo (en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada).

Por lo que respecta al negocio en virtud del cual se hubiera prestado la asistencia financiera, en la medida en que los arts. 143 y 150 de la LSC no establecen expresamente cuáles son las consecuencias que se derivan de la infracción de la prohibición de asistencia financiera, la doctrina coincide en que resultará de aplicación lo previsto en el art. 6.3 del Código Civil, que establece que «*los actos contrarios a las normas imperativas y las prohibitivas son nulos de pleno derecho, salvo que en ellas se establezca un efecto distinto para el caso de contravención*». En consecuencia, el negocio en virtud del cual se hubiera prestado la asistencia financiera será nulo de pleno derecho, carecerá de efectos jurídicos *ab initio* y las partes quedarán obligadas a la restitución de las prestaciones efectuadas por cada una de ellas. Asimismo,

en la medida en que la concesión de la financiación bancaria y la constitución de las garantías se trata de una operación única e indivisible, la nulidad de las garantías conllevaría necesariamente el vencimiento anticipado de la financiación.

Por el contrario, existe un mayor debate doctrinal a la hora de determinar si las consecuencias derivadas del incumplimiento de la prohibición de asistencia financiera podrían llegar a extenderse al negocio jurídico de adquisición. La doctrina mayoritaria entiende que la nulidad afectaría únicamente al negocio de asistencia financiera (i.e., la constitución de garantías u otro tipo de asistencia financiera prestada por Target en relación con la operación de financiación de la compra de Target). Lo anterior se entiende sin perjuicio de: (i) la existencia de un vicio en la operación de adquisición (e.g., dolo o error); (ii) de las posibles condiciones que puedan pactar las partes integrantes de la operación de adquisición en la documentación contractual (e.g., en caso de que las partes acuerden la resolución del contrato de compraventa en caso de que el comprador no se encuentre financiación para llevar a cabo la financiación o en caso de que se incurra en la prohibición de asistencia financiera).

4. Métodos de adquisición

Una vez acordados los términos de la relación entre los inversores y asegurada la obtención de la financiación, se llevará a cabo la adquisición de una participación de control (mayoritaria o total) de Target o de la totalidad o una parte de sus activos.

Las operaciones de adquisición en España pueden llevarse a cabo mediante la adquisición de las acciones de Target, la adquisición de sus activos o por medio de una fusión entre la sociedad vehículo y Target. Las operaciones de LBO más habituales son la compra de las acciones o la compra de los activos de Target, abordándose la fusión, en su caso, posteriormente.

La decisión sobre el método de adquisición dependerá fundamentalmente de consideraciones de índole fiscal, ya que las ventajas y desventajas de ambos métodos son evidentes: mientras que la adquisición de acciones de Target será más sencilla de implementar, la adquisición de sus activos puede permitir al inversor seleccionar únicamente aquellos activos en los que esté verdaderamente interesado (*cherry picking*), excluyendo así potenciales responsabilidades que pueda adquirir el inversor en su nueva condición de accionista o socio de Target.

No obstante lo anterior, la adquisición de activos puede conllevar la necesidad de obtener consentimientos contractuales o licencias adicionales a nombre de la sociedad vehículo, así como la necesidad en su caso de registrar la transmisión de dichos activos en registros públicos, lo que puede ser un obstáculo en términos de tiempo. Adicionalmente, en caso de que la operación determine el cambio de titularidad de una empresa o una adquisición de activos que puedan ser considerados como una unidad productiva autónoma, deberá también analizarse si la operación supone una sucesión de empresa a efectos laborales, con todas las consecuencias que ello puede conllevar (principalmente, la subrogación de la sociedad adquirente en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del transmitente, incluyendo, en particular, las obligaciones en materia de protección social complementaria).

Otras circunstancias pueden llevar al inversor a la adquisición de los activos de Target en lugar de una toma de participación de control (mayoritaria o total) en el capital social de Target. Este es el caso, por ejemplo, de aquellas situaciones en las que Target cuente con la presencia activa de accionistas o socios minoritarios, o en aquellos casos en los que resultan de aplicación las restricciones en materia de asistencia financiera descritas anteriormente.

5. Fusión de la sociedad vehículo y Target

Uno de los objetivos principales en todas las operaciones de LBO es conseguir que la deuda de adquisición sea atendida con los activos y flujos de caja de Target, todo ello sin incumplir, precisamente, la prohibición de asistencia financiera que se describe en términos generales en el apartado 3 anterior.

Existen dos mecanismos principales para conseguir este objetivo: (i) el mantenimiento de la personalidad jurídica separada entre la sociedad vehículo y Target, de tal forma que la primera obtenga los flujos de caja necesarios para repagar la deuda de adquisición vía distribución de dividendos o mediante la reducción de capital de Target y la consiguiente devolución de aportaciones o a través del repago de préstamos otorgados por la sociedad adquirente a Target; o (ii) la integración del patrimonio de la sociedad vehículo y Target, de tal forma que Target termine asumiendo la deuda de adquisición y responda de su repago con todo su patrimonio, cuyas notas características se describen de forma detallada en otro capítulo de esta obra.

Hasta la entrada en vigor de la LME, no existía una regulación específica de las fusiones apalancadas, por lo que resultaban de aplicación las normas generales sobre fusión de sociedades mercantiles. En términos generales, la doctrina mayoritaria venía admitiendo la validez de las operaciones de LBO y su compatibilidad con la prohibición de asistencia financiera teniendo en cuenta que tanto el ordenamiento jurídico en general como la normativa aplicable a las fusiones en particular ya establecían cautelas y medidas de protección específicas que debían ser suficientemente garantistas para los socios y acreedores de Target (e.g., fijación de la ecuación de canje, normas procedimentales de aprobación de la operación, derecho de oposición de los acreedores sociales, derecho de impugnación).

Con posterioridad a la entrada en vigor de la LME, es necesario tener en cuenta la regulación que se establecía en el art. 35 de la LME y que ahora se recoge en el art. 42 del Real Decreto-ley sobre Modificaciones Estructurales en relación con las fusiones apalancadas (i.e., aquellas en las que alguna de las sociedades participantes en la fusión hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores a la fusión para adquirir el control de otra de las sociedades participantes 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). Este artículo impone una serie de obligaciones adicionales en cuanto al contenido que, en estos casos, debe contener el proyecto de fusión, el informe de los administradores sobre el proyecto de fusión y el informe del experto independiente sobre el proyecto de fusión. Cabe destacar que el art. 42 del Real Decreto-ley sobre Modificaciones Estructurales ya no exige que el informe emitido por el experto independiente determine «*si existe asistencia financiera*» como ocurría con el ya derogado art. 35 LME, sino que dicho informe únicamente debe pronunciarse sobre la razonabilidad de las cuestiones adicionales que deben cubrir el proyecto de fusión y el informe de administradores en estos casos.

En términos generales, y aunque existe un amplio debate doctrinal al respecto, la doctrina mayoritaria entiende que los requisitos establecidos anteriormente en el art. 35 de la LME y en la actualidad en el art. 42 del Real Decreto-ley sobre Modificaciones Estructurales (y, en concreto, el pronunciamiento específico del experto independiente en relación con la existencia de asistencia financiera) tienen un carácter informativo y no sustantivo. En consecuencia, su cumplimiento se agota con la inclusión de las menciones legalmente establecidas en el proyecto de fusión, informe de administradores e informe de experto, sin que, como consecuencia de dichas menciones la

operación de fusión deba ser paralizada por el registrador mercantil competente; todo ello sin perjuicio de los derechos de oposición e impugnación que puedan ejercitar, en su caso, los socios y los acreedores de las sociedades que participan en la fusión.

IV. FINANCIACIÓN BANCARIA

La financiación bancaria es la fuente principal de recursos ajenos en la práctica totalidad de las operaciones de LBO que se realizan en España. Las entidades financieras que participan en este tipo de operaciones (principalmente locales, pero, cada vez más frecuentemente especialmente en operaciones de mayor tamaño, también internacionales) suelen acordar estructuras de financiación que consisten en una financiación preferente o *senior* (i.e., los acreedores de esta financiación tendrán preferencia en el cobro respecto de los acreedores del resto de instrumentos financieros que se suscriban en el marco de la operación de financiación), que puede estar combinada, en función de los niveles de apalancamiento que requiera la operación, con: (i) una financiación *second lien* (i.e., una financiación subordinada respecto de la financiación *senior*, pero preferente respecto de la financiación *mezzanine*); y/o (ii) una financiación *mezzanine* (i.e., una financiación subordinada respecto de la financiación *senior* y la financiación *second lien*). Todas estas operaciones se conjugan con instrumentos financieros derivados que cubren el riesgo de variación de tipos de interés y, en aquellas operaciones en que se empleen varias divisas, el riesgo de variación de tipos de cambio de las divisas utilizadas.

Estas estructuras responden a una práctica de mercado consolidada y similar a la que suele emplearse en otras jurisdicciones, cuyas fases principales se describen a continuación.

1. Acuerdos previos a la financiación de la adquisición

Cualquier operación de financiación de una compraventa apalancada de empresas comenzará con contactos, discusiones y negociaciones preliminares entre los inversores y una o varias entidades financieras para concretar las características principales de la financiación (estructura, remuneración, importe, vencimiento y garantías). Durante esta fase precontractual, es habitual que las partes que intervienen en la operación suscriban una carta de mandato (*mandate letter* o *commitment letter*) y/o una hoja de términos y condiciones (*term sheet*).

ASISTENCIA FINANCIERA Y COMPRA DE EMPRESA⁽¹⁾

FINANCIAL ASSISTANCE AND BUYOUT

Antonio PERDICES HUETOS
Catedrático de Derecho Mercantil

- I. INTRODUCCIÓN
- II. ELEMENTOS DEL SUPUESTO LEGAL
 - 1. La asistencia financiera
 - 2. La sociedad asistente y el tercero asistido
 - 3. Adquisición de acciones y participaciones (de un tercero)
 - 4. Nexo causal entre la asistencia financiera y la adquisición de acciones
- III. SUPUESTOS ESPECIALES
 - 1. Asistencia para la asunción o suscripción originaria de capital
 - 2. Asistencia para la adquisición derivativa de acciones propias

(1) Mi gratitud y reconocimiento al Prof. Paz-Ares, de la Universidad Autónoma de Madrid, con el que hace ya unos años realicé el comentario al art. 81 de la Ley de Sociedades Anónimas, y del cual el presente trabajo es una mera actualización.

3. Asistencia como parte o consecuencia de una operación más compleja
- IV. LAS COMPRAS APALANCADAS
- V. NATURALEZA ABSOLUTA DE LA PROHIBICIÓN Y LA SANCIÓN DE NULIDAD
 1. Nulidad de la operación de financiación
- VI. EXCEPCIONES LEGALES A LA PROHIBICIÓN GENERAL
 1. Asistencia financiera al personal de la empresa
 2. Operaciones bancarias ordinarias
- VII. BIBLIOGRAFÍA

RESUMEN

La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias genera numerosas dudas acerca de qué constituye asistencia financiera y cuáles son sus límites, excepciones y consecuencias. Este trabajo trata de esquematizar las principales cuestiones al respecto.

PALABRAS CLAVE

Asistencia financiera, Autocartera.

ABSTRACT

The prohibition on assistance by all kinds of companies in Spain for purchase of own shares arise many doubts about what constitutes financial assistance, its exceptions, limits and consequences. The present work tries to summarize the main questions about it.

KEYWORDS

Financial Assistance, Acquisition of Own Shares.

I. INTRODUCCIÓN

El mantenimiento aun hoy en la Ley de Sociedades de Capital de la prohibición de asistencia financiera en su severa redacción original (arts. 143 y 150 LSC) convierte esta regla bienintencionada en una suerte de trampa para incautos de consecuencias no siempre claras. Por inocente y valiosa que sea una transacción que implique al capital de una sociedad, especialmente si supone un cambio de control, será preciso certificar en derecho que la emisora no ha allanado financieramente en modo alguno el camino al adquirente. Y ello, en esencia, con la justificación de impedir toda erosión, incluso potencial, de cualquier elemento patrimonial de la sociedad derivada o ligada con el tráfico de su capital entre terceros (SSAP La Rioja 17.10.2008 y Palma de Mallorca 02.09.2013, SSTS 02.07.2012, 20.04.2023, etc.). Ese ilícito de peligro abstracto sería hoy el precipitado de su limitada lógica histórica; a saber, cortar de raíz todo compromiso abusivo de los bienes sociales en maniobras de adquisición de control accionarial, causa probable de su subsiguiente expolio.

Es cierto que la creciente sofisticación en la formulación de los deberes societarios y responsabilidades concursales de los administradores, amén de otras cautelas en sede de operaciones societarias y modificaciones estructurales (*cfr.* art. 42 LME 202335 LME), cubrirían ya la finalidad de protección de esa añeja regla prohibitiva (AAP Madrid 09.01.2007). No obstante, la cautela del legislador nacional es tal que, a pesar de la reforma liberadora de la Segunda Directiva en 2006 y de los trabajos del art. 81 bis LSA en esa línea, aquél optó finalmente por mantener la regla en sus términos más estrictos en los arts. 143 y 150 LSC (v., la exposición de la SAP Madrid 02.06.2015 y de la STS 20.04.2023). Una vez más, el no saber muy bien la justificación de una norma lleva al legislador, de acuerdo con la lógica de la valla de Chesterton, a mantenerla —si no a aumentarla en su rigor, como hacen los tribunales al aplicarla extensivamente—. Sin duda por lo anterior, y ante la perplejidad e inseguridad de los operadores del mercado, es ya un lugar común

en la doctrina aquilatar los términos de la prohibición y sus consecuencias, en aras de una interpretación restrictiva no del gusto de la jurisprudencia, aunque, desde luego, la solución deseable pasaría, como tantas veces, por un cambio legal que nos homologue con nuestro entorno.

Y es que la redacción de esas normas no sólo peca por exceso respecto a las exigencias comunitarias y a su justificación histórica, sino que es también redundante respecto a otras reglas de protección del patrimonio social y de disciplina de los administradores. No sólo eso, sino que los arts. 143 y 150 LSC llevan a contradicciones de valoración entre tipos sociales, con roces no siempre bien resueltos —sobre todo en el ámbito de los grupos de sociedades— con la normativa sobre autocartera. Dado lo anterior, se tratará de delimitar lo más exactamente el alcance de esa prohibición dentro de los límites interpretativos posibles del tenor legal.

II. ELEMENTOS DEL SUPUESTO LEGAL

El supuesto de hecho de la regla legal se descompone en varios elementos; a saber: una operación de asistencia financiera (1) llevada a cabo por una sociedad de capital a favor de un tercero (2) para que éste adquiera su capital de manos de otro tercero (3). A continuación se analizan cada uno de esos elementos.

1. La asistencia financiera

Conforme a la cláusula general de los arts. 143 y 150.1 LSC, cabe reconocer la existencia de asistencia financiera prohibida siempre que una sociedad realice un acto cuya función sea la de financiar la adquisición de su capital por un tercero, asumiendo con ello en la operación algún tipo de coste, real o potencial. Se trataría así de impedir que se *allane financieramente* el camino de la adquisición a costa de la propia sociedad. En palabras de la STS 20.04.2023:

«[...] constituye un supuesto de asistencia financiera prohibida todo acto cuya función sea financiar la adquisición de las acciones por parte de un tercero que comporte para la sociedad algún coste real o potencial, incluyendo todo tipo de operaciones que, sin constituir un anticipo de fondos o la concesión de préstamos o garantías, tenga un efecto económico-financiero equivalente».

Partiendo así de que la asistencia prohibida debe tener relevancia patrimonial, los concretos negocios referidos en la ley —conceder préstamos o garantías o anticipar fondos— no serían sino ejemplos de una prohibición

global implícita en la cláusula general prohibitiva de asistencia financiera. Y así encontramos desde préstamos que los administradores concede a un adquirente de su agrado a cualquier forma de garantizar a ese adquirente frente a un mal resultado de la operación, como derechos de venta o *puts* de aseguramiento del valor de las acciones, garantías de cotización donde quede de facto excluida la aleatoriedad, coberturas de los costes de una operación de adquisición fracasada (*break fees*) o los costes asumidos por informaciones incorrectas o inexactas. Eso supone que la fenomenología del auxilio financiero sea enorme, siendo indiferente que se preste por la propia sociedad *motu proprio* para favorecer la adquisición, o que sea posterior, donde sea el adquirente quien comprometa para el futuro el patrimonio de la sociedad sin contar con ella. La amplitud de la prohibición es tal que se hace más fácil su formulación inversa: la adquisición del capital la debe hacer el adquirente *íntegramente* a su costa. En todo caso, la noción de «financiación» es de todo menos clara: más allá de la aplicabilidad de la prohibición a operaciones de la propiedad sociedad *quod non* ¿es, por ejemplo, conceptualmente financiación un pacto de cobertura o de aseguramiento del valor de la acción en caso de aumento capital? [VAQUERIZO, 2016, *passim* y ALFARO, 2022]. Vale que la sociedad, a su costa, no pueda favorecer que un sujeto compre acciones emitidas por ella de otro sujeto, pero que ella misma no pueda hacer atractiva la colocación de su propia mercancía, cumpliendo en ello con todas las reglas de integridad del capital, parece excesivo.

Eso sí, la ley únicamente prohíbe el auxilio *financiero* de la sociedad emisora del capital adquirido. Así, la falta de función financiera va a permitir excluir aquellos auxilios carentes de contenido patrimonial (1.1); así como aquellos donde la asistencia, aun siendo de contenido patrimonial, carezca de naturaleza financiera, agotándose en una función industrial o de explotación empresarial (1.2). No se deberían considerar comprendidos en la prohibición, en fin, los supuestos donde la finalidad de tutela ya está cubierta por las reglas de una operación societaria (1.3).

1.1. Asistencia informativa

Puesto que la asistencia ha de tener una relevancia patrimonial, la asistencia informativa se deberá regular no por la regla de los arts. 143 y 150 LSC sino por las normas propias de los deberes de fidelidad lealtad de los administradores y, en su caso, por las del mercado de valores. No se puede considerar, en efecto, como asistencia prohibida el ahorro de costes de búsqueda de información que puede suponer el que la sociedad proporcione

esa información; admitirlo . Admitirlo resultaría a todas luces excesivo dado no sólo lo complejo —cuando no imposible— de determinar su cuantía, sino también su estructural inocuidad patrimonial para la sociedad.

No obstante, sí que parece merecedor de más atención ese reproche cuando la sociedad asume los costes de asimilación y valoración de esas informaciones. En efecto, se podría discutir si es asistencia prohibida la información suministrada por la sociedad cuando la misma se acompaña de garantías como la promesa de indemnizar —en metálico o con emisión o entrega de acciones— por manifestaciones o informaciones inexactas en ofertas públicas de venta o enajenación de acciones. A nuestro juicio, De entrada, y si es la propia sociedad la vendedora, estas garantías serían unos costes legítimos asumidos para facilitar la operación de emisión o venta, como lo podrían ser, por ejemplo, la asunción de los costes de otorgamiento del contrato. En cualquier caso, y aunque admitimos que esa no es la postura de nuestros tribunales, se debe —o se debería— rechazar *a limine* todo reproche de asistencia financiera en los casos de emisión o venta de acciones por la propia sociedad (SSTS 20.07.2010, 01.10.2018 o la de 20.04.2010 que incluye las adquisiciones originarias).

Más dudosa sería el caso de aseguramiento por la sociedad de datos proporcionados por ella o por los socios en relación a la venta realizada por alguno de aquellos con intervención de la sociedad. Posiblemente quepa admitir su licitud siempre que exista un *interés propio* de la sociedad que justifique su asunción como un gasto más de explotación, y por tanto no sea exclusivamente el interés del socio o del tercero el perseguido sino el de la propia sociedad. En otro caso, y más allá de identificar si el asistido es el comprador o el vendedor, se trataría de una garantía en beneficio de los intervinientes en la operación de venta.

1.2. *Negocios ordinarios no financieros a precio de mercado y planes de stock options*

El tenor de la regla legal exige no sólo que la asistencia sea patrimonial, sino que sea específicamente financiera. La noción de financiación implica en esencia que el financiado reciba una prestación actual de contenido patrimonial cuyo reembolso, si es que se prevé, se difiera en el tiempo; es decir, que el tercero reciba una atribución económica donde la sociedad asume asuma el riesgo de su no devolución. Y eso no sólo en los casos más claros como los préstamos o anticipos, sino incluso en los casos de garantías donde, si bien la prestación es potencial, el compromiso de la misma es actual.

Frente a lo anterior encontraríamos aquellos negocios calificables de industriales o de explotación, caracterizados por estar dirigidos al cumplimiento del negocio social y que, por tanto, obedecen únicamente al interés comercial de toda explotación empresarial. Como se puede comprobar, este par de nociones no es necesariamente excluyente, y así, en el caso de las entidades de crédito, es precisamente la concesión de esa financiación el objeto de su negocio (art. 150.3 LSC).

La anterior distinción pone de manifiesto la inocuidad intrínseca de aquellos casos en los que un negocio ordinario de la sociedad —que por definición no será financiero— se realice en condiciones normales de mercado. En tales casos, aunque el efecto sea proveer de fondos a la otra parte e incluso aunque se contemplase la posibilidad de emplear con tal fin el producto del negocio, malamente se podrá calificar de financiera semejante operación. Por el contrario, si el negocio, es extraño al interés comercial de la sociedad aun siendo en condiciones de mercado o, no siéndolo, tiene una contraprestación injustificada empresarialmente, el mismo pasa a revestir un perfil financiero donde la sociedad asume actualmente el coste de esa financiación. Lo que desde luego no resulta admisible es extender a estas operaciones un reproche por analogía (art. 4 CC). Del mismo modo que sucedía con la asistencia informativa, con la prohibición de asistencia financiera no se trata de que la sociedad no favorezca en absoluto a los terceros, sino de que no lo haga financieramente, y ese es precisamente el tenor de la norma. Extenderlo a todo tipo de favorecimiento es una analogía que casa mal con la cautela que exige una norma tan atormentada como la presente. Lo que no tampoco puede admitirse, por otro lado, es que un negocio puramente financiero, por mucho que el mismo sea en condiciones de mercado, escape al reproche de la prohibición, especialmente si se considera que si el adquirente puede obtener la asistencia al mismo precio fuera de la sociedad poco perjuicio se le causa con prohibir que la sociedad se la proporcione.

Una lógica similar plantea la asistencia con ocasión de la remuneración a los administradores. No hay duda sobre la admisibilidad de las llamadas *opciones fantasmas*, donde no hay adquisición real de acciones, así como en los casos en que la sociedad entregue acciones en cartera (v., *infra* IV). Fuera de esos supuestos excluidos *a limine*, las restantes atribuciones serían un elemento retributivo más con el que la sociedad paga unas prestaciones que necesita, obteniendo con ello un efecto beneficioso de fidelización. Esa finalidad retributiva excluye la financiera de favorecer la adquisición, de esencia en la noción de asistencia (aparentemente en contra, STS

20.07.2010). Cosa diversa es que en esa retribución se vaya más allá de lo considerado razonable en el mercado, atendido siempre lo peculiar que es el mercado de los servicios de los administradores sociales. Pero esos excesos, que lo pueden ser también en cualquier otro tipo de retribuciones variables, no deberían ser objeto de sanción por la prohibición de asistencia financiera.

1.3. *Asistencia derivada de operaciones societarias*

A nuestro juicio, y en segundo lugar, la regla prohibitiva no es se debe aplicable a supuestos en que la asistencia financiera se enmarque en una operación societaria entendida como aquella referida a la configuración y estructura del sujeto social y que presenta un régimen legal propio de validez. Tales serían, en esencia, las operaciones en relación con el capital —aumento y reducción—, así como las de fusión, escisión, y aplicación del resultado, todas ellas con un propio y preciso régimen legal de procedimiento y garantías. En estos casos aunque la sociedad podría estar tentada a financiar a un tercero de la compra de acciones emitidas por ella, la prohibición de asistencia pierde su razón de ser. La razón es clara: 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 genérica racionalidad cautelar de la prohibición de asistencia financiera quedaría subsumida en la específica de cada una de las operaciones societarias en particular donde se puedan plantear negocios de terceros sobre las acciones (*lex specialis*; v., no obstante, el rigor de la SAN 25.04.2012).

Cabría preguntarse, incluso, si merecerían ese mismo juicio aquellas operaciones que, aun no afectando a la estructura social, contasen con autorización en junta (cfr. art. 72 LSC). Esas operaciones pueden tener una finalidad legítima y mantener para ellas la total incolumidad del patrimonio puede resultar excesivo. No obstante, incluso en casos de unanimidad, quedaría el problema de privar con ello a los acreedores de una protección que expresamente les reconoce el ordenamiento y que no queda subsumida ni absorbida por otra establecida *ad hoc* —descontado la posibilidad de impugnar el acuerdo—. Piénsese en este sentido en el caso planteado por la RDGRN 01.12.2000 donde, en una sociedad cerrada, se realiza una transmisión de participaciones, resultando el comprador y nuevo socio administrador de la misma, y pretendiéndose hipotecar, con el consentimiento de la junta, una finca de la sociedad en garantía del pago del precio de esa transmisión. Ese

consentimiento, obviamente, no consume la potencialidad peligrosa de esa operación, si bien es cierto que sin necesidad de la norma del art. 150 LSC podría haber sido igualmente atacada en su validez ante el evidente abuso de bienes sociales por parte del nuevo administrador.

2. La sociedad asistente y el tercero asistido

2.1. *Sociedad asistente: toda sociedad de capital*

Por lo que se refiere a la sociedad asistente, lo será toda anónima o limitada incluidas las especiales como las laborales (art. 12 de la L. 44/2015 de 14 de octubre) o profesionales (L. 2/2007 de 15 de marzo), con independencia de su carácter cotizado o no y sin que ello, a diferencia de la autocartera, suponga diferencia alguna. Igualmente, dado su régimen supletorio como anónima, habrá que incluir como asistente a la comanditaria por acciones (art. 3.2 LSC). La prohibición se extiende a los negocios concertados por la sociedad filial a fin de que un tercero adquiera acciones de la matriz: se trataría de un supuesto de asistencia *disimulada*, donde un fiduciario de la sociedad, actuando por cuenta ajena, asiste financieramente al tercero en fraude de los arts. 143 y 150 LSC. Otra cosa se dirá de los casos en que es una sociedad filial la que asiste a su matriz o ésta la que asiste a la filial, como se verá a continuación.

2.2. *Tercero financiado: autoasistencia financiera y autocartera*

Presupuesto de la asistencia prohibida es la alteridad entre la sociedad asistente y el sujeto asistido; así lo indica el art. 150 LSC al referirse a que la adquisición debe ser hecha por un tercero. Es cierto que en limitadas el art. 143 LSC omite tal referencia, pero es claro que eso no obedece a una voluntad deliberada del legislador, sino a meros motivos estilísticos, cuando no a un simple descuido. Por tanto, pudiendo ser tercero financiado cualquier persona distinta de la sociedad, lo serán tanto socios que aumentan su participación como terceros que la adquieren de nuevas. Eso supone que la propia sociedad asistente no es tercero y por tanto, si la misma provee de fondos a un tercero que obra *por cuenta* de la sociedad para que este realice la adquisición, la norma aplicable no será la de asistencia sino la de adquisición de autocartera por medio de persona interpuesta.

Puesto que, como se acaba de ver, la norma se dirige a terceros siempre que actúen *por cuenta propia* la asistencia que la sociedad se presta a sí misma en una operación de autocartera a través de la financiación que una

filial —especialmente si es íntegramente participada—, deberá quedar sometida a las reglas de la autocartera del tipo social de la dominante (*upstreaming assistance*). Lo anterior resuelve también la duda de si considerar tercero a la *sociedad dependiente* que recibe asistencia de la dominante para comprar el capital de ésta. A nuestro juicio no hay lugar para hablar de asistencia financiera dada la sustancial identidad económica de los implicados y por ende la ausencia de interés propio por parte de la adquirente. La alteridad de personas e intereses es en efecto el elemento que separa la autocartera indirecta de la asistencia financiera y en este caso aquél no está presente. Así, y dado que en la atribución patrimonial a la sociedad dominada no existe tráfico relevante o económico, el supuesto se debe considerar como autocartera indirecta. Desde el momento en que la sociedad dominada no presente una sustantividad económica propia, distinguir formalmente entre ambos patrimonios es irrelevante (contra, SAN 30.09.1996, que calificó de asistencia financiera los préstamos que una sociedad concedía préstamos para la adquisición de sus acciones a cinco sociedades cuyos activos y objeto exclusivo eran la tenencia de acciones de la primera).

Es irrelevante que el tercero sea formalmente el beneficiado; basta con que lo sea sustancialmente, como sucede en los casos de asistencia *indirecta*, donde el negocio de financiación se establece inmediatamente con un sujeto diverso del que finalmente resultará adquirente de las acciones. Así sucede en el caso de la sociedad que garantiza con bienes sociales el préstamo que el adquirente contrata con un banco. El que la persona del inmediatamente garantizado y el adquirente final sean diversas es irrelevante para la aplicación de la prohibición, planteándose sólo los efectos que la nulidad de asistencia pueden tener sobre ese sujeto intermedio (*v.*, *infra* IV). Lo decisivo es que la función del negocio sea financiar la adquisición de ese tercero, con independencia de su estructura.

Lo anterior es igualmente útil para resolver el supuesto en que no sea el comprador sino el *vendedor* quien recibe alguna ventaja de la sociedad, caso de que asuma la asistente costes asociados a la venta o de cualquier otra forma. Sólo cabría hacer un reproche de asistencia financiera si ello redundase en un beneficio para el adquirente de las acciones, por ejemplo, un menor precio o la realización misma de la propia operación. Piénsese en un acuerdo entre la sociedad y un tercero deseoso de adquirir una filial, que tenga por objeto reducir las deudas de esta última para que su adquirente soporte una menor carga una vez adquirida. No obstante, ese efecto reflejo y beneficioso debe ser considerado caso por caso. En este sentido se podría

plantear el supuesto aparentemente dudoso de sociedades que recurren a bancos de inversión y otros asesores financieros para labores de asesoramiento y valoración o para la búsqueda de un adquirente para sus acciones. No hay problema si es la propia sociedad la vendedora, ya que no sólo la prohibición carece *a limine* de aplicación (v., *infra* III), sino que sería un coste perfectamente subsumible en el diseño de la operación. Sólo si fueran los socios quienes recurriesen para ello a la sociedad y esta accediera a contratar a ese efecto podría plantearse la cuestión. Y en este sentido, es patente que la intervención de la sociedad a favor del vendedor sólo sería reprochable si redundase en un beneficio para el adquirente, bajo la forma de un menor precio de compraventa o de un ahorro de los costes en los que aquél deba incurrir para realizarla. Ahora bien, lo anterior no tiene por qué implicar necesariamente una ventaja financiera para el comprador. Éste puede acabar pagando el mismo precio, o incluso superior, con independencia de la remuneración del asesor financiero. Asimismo, la remuneración por la prestación de esos servicios profesionales suele ser al menos en parte independiente de que después se produzca la adquisición de las acciones o no. Desde este punto de vista, no puede considerarse muy diferente el pago que una sociedad hace de la campaña de publicidad con motivo de una oferta pública de venta de acciones, sin que en ningún momento la CNMV, como órgano competente para sancionar el incumplimiento de esta normativa, haya considerado que tal actuación infrinja esta prohibición.

3. Adquisición de acciones y participaciones (de un tercero)

La ley fija su atención en el hecho de la adquisición, prescindiendo del título o del negocio en virtud del cual se realiza: cualquier acto o negocio es susceptible de ser asistido financieramente. En última instancia, cabría pensar en que hasta la una adquisición hereditaria podría ser sería objeto de reproche si es la sociedad la que satisface el impuesto sucesorio. Lo que desde luego quedaría fuera es el caso de una asistencia al socio para que lo siga siendo, es decir, para evitar perder su capital en la sociedad.

Se parte en este estudio de la opinión de que la prohibición sólo se debería aplicar cuando se trata de adquisiciones derivativas de terceros, de modo que la venta de autocartera o los negocios de suscripción o adquisición originaria de capital no deberían quedar cubiertos. Las razones de ello ya quedaron justificadas en otro lugar (al respecto, PAZ-ARES-PERDICES, 2003 y en ALFARO, 2019) y se volverá *infra* III; sin embargo, nuestros tribunales, sin mayor justificación que el tenor literal de las normas aplican esta regla a

cualesquiera adquisiciones donde la sociedad sea la transmitente, ya se trate de venta de autocartera o de suscripción en un aumento de capital (p.ej., SSTS 20.07.2010, 01.10.2018 o 20 de abril de 2023).

3.1. *Necesidad de una adquisición consumada*

La ley parte de que la financiación debe tener un objeto preciso: la adquisición de las acciones o participaciones emitidas por la financiadora. Las dudas surgen acerca de si se exige o no una efectiva adquisición para aplicar la prohibición, ya que la ley *sólo* parece exigir que se haya prestado la asistencia con ese fin, no que se haya producido. Ese sería, por ejemplo, el caso de una asistencia prestada en los actos preparatorios de una adquisición que resulta finalmente frustrada. Dejando de lado los problemas probatorios, resultaría una exacerbación de la función preventiva de la prohibición sancionar a los administradores que, habiendo ideado una operación de este tipo, e incluso habiendo dado comienzo a su ejecución no la hubiesen llevado a término por la causa que fuere. Esa parece ser la lógica del art. 157.2 LSC, que para fijar el importe de la multa, dice que lo será por el importe de las acciones «*adquiridas [...] por un tercero con asistencia financiera*». En ese sentido, cabe entender que, al menos, el ilícito administrativo lo es de resultado, cifrado éste no en un resultado dañoso para la sociedad sino en la adquisición que puede producirlo.

Por otro lado, atendiendo a la tutela patrimonial de la sociedad, la asistencia prohibida no puede entenderse existente hasta el momento en que la misma se consume. Si por la razón que sea no se llega a realizar la adquisición, el haber dispuesto los instrumentos para ello no debe ser sancionable por esta vía, ya que el riesgo patrimonial ni siquiera ha llegado a surgir. Es más, la cuestión será en gran parte irrelevante en la práctica: si la asistencia se prestó con un fin que quedó frustrado, la propia operación de compra condicionada a su obtención seguirá sin duda su misma suerte y en la generalidad de casos se resolverá con un coste relativo. Piénsese en la suerte de la garantía prestada a un banco por un préstamo que se devuelve anticipadamente dado que esas cantidades a la postre no se usaron. Y tampoco se puede sobrevalorar la independencia entre los negocios de asistencia y adquisición: reduciendo al absurdo, cabría pensar si sería asistencia prohibida, con sus consecuencias, aquél contrato dirigido a facilitar a un tercero la compra de acciones propias donde dicho sujeto, de forma sobrevenida y unilateral, decide a la postre emplear la financiación recibida en un negocio inmobiliario.

EL CONTRATO DE COMPRAVENTA DE ACTIVOS

THE ASSETS SALE AND PURCHASE AGREEMENT

Antonio HERRERA MARTÍNEZ
Profesor de «International Contracts»
ESADE Law School (Universidad Ramón Llull)
Abogado. Uría Menéndez Abogados, S.L.P.

- I. INTRODUCCIÓN
 1. Precisiones terminológicas
 2. Adquisiciones directas e indirectas
 3. Adquisiciones en el marco de un procedimiento concursal
- II. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA COMPRAVENTA DE ACCIONES Y LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS
 1. Principio general de especialidad y excepciones
 2. Régimen de responsabilidad
 3. Grado de simplificación contractual y de consumación de la transmisión
 4. Pluralidad de vendedores
 5. Aspectos societarios
 6. Tributación y aspectos contables
 7. Normativa de control de concentraciones
 8. Régimen de inversiones exteriores
 9. Consideraciones finales

- III. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA COMPRAVENTA DE
ACTIVOS
- IV. LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS COMO NEGOCIO COM-
PLEJO
 - 1. La asunción de deuda
 - 2. La cesión de la posición contractual
- V. LOS ELEMENTOS ESENCIALES DEL CONTRATO DE COM-
PRAVENTA DE ACTIVOS
 - 1. El objeto del contrato de compraventa de activos
 - 2. La causa del contrato de compraventa de activos
 - 3. Breve referencia a la forma como elemento del contrato
de compraventa
- VI. EL PRECIO
 - 1. La determinación del precio
 - 2. La distribución del precio
- VII. LA EFICACIA DE LA COMPRAVENTA
- VIII. DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS
- IX. BIBLIOGRAFÍA

RESUMEN

En este capítulo se analizan, en primer lugar, las principales diferencias entre la compraventa de acciones y la compraventa de activos como formas de adquisición de una empresa y, al hilo de ellas, se describen con carácter general las ventajas e inconvenientes que presenta la compraventa de activos.

Seguidamente, se valora la compraventa de activos como un negocio complejo que engloba otros y, de entre de ellos, se tratan las principales notas que definen en derecho español a la asunción de deuda y a la cesión de la posición contractual.

Por último, se estudian los elementos más significativos del contrato de compraventa de activos, incidiendo en las diferencias respecto del contrato de compraventa de acciones en aspectos tales como el objeto y la causa del contrato, su forma y los mecanismos de asignación y distribución de riesgos.

PALABRAS CLAVE

Contrato de compraventa, contrato de compraventa de acciones, contrato de compraventa de activos, asunción de deudas, cesión de posición contractual, causa y forma del contrato, entrega de la cosa vendida, asignación y distribución de riesgos.

ABSTRACT

In this chapter we analyse the main differences between share deals and assets deals as means for the acquisition of a business and, in light of them, we focus in the general advantages and disadvantages that assets deals present.

We then appraise the acquisition of assets and liabilities as a complex transaction that involves different elements and, among them, we describe the main features of the assignment of debts and the transfer of a contractual position under Spanish law.

Last, we describe the most prominent features of assets sale and purchase agreements stressing, in particular, the differences with a shares sale and purchase agreement in areas such as the object and cause of the contract, its form and the mechanisms for the allocation of risks.

KEYWORDS

Sale and purchase agreement, shares sale and purchase agreement, assets sale and purchase agreement, assignment of debts, transfer of contractual positions, purpose and form of the agreement, delivery of the object, allocation of risks.

I. INTRODUCCIÓN

El contrato de compraventa de activos es uno de los instrumentos que nos brinda el derecho para adquirir una empresa, un conjunto de elementos — inmuebles, maquinaria, existencias, bienes inmateriales, relaciones contractuales (también con los empleados), deudas, etc.— que se organizan para el desarrollo de una actividad económica en la que se procura que los ingresos generados superen a los costes incurridos.

Otros instrumentos como son el contrato de compraventa de acciones y ciertas operaciones societarias (modificaciones estructurales) son objeto de análisis en otros capítulos de este libro.

1. Precisiones terminológicas

Antes de entrar a desarrollar las implicaciones de un contrato de compraventa de activos y su contenido habitual conviene hacer algunas precisiones terminológicas.

Por un lado, en este capítulo emplearemos «contrato de compraventa de activos» para referirnos de forma abreviada al «contrato de compraventa de activos y pasivos» o, con mayor precisión, al «contrato de compraventa de activos y asunción de pasivos».

La compraventa de activos, cuando se lleva a cabo como medio para la adquisición de una empresa, conllevará necesariamente la asunción también de pasivos por el adquirente y ello porque, como hemos apuntado, la empresa es un conjunto de activos pero también de obligaciones organizadas para el desarrollo de una actividad económica. Así, el contrato de compraventa de activos será un medio para la adquisición de activos y, al mismo tiempo, para la asunción de obligaciones. Nada impide, desde luego, que en un caso particular la transacción que regule el contrato de compraventa de activos implique exclusivamente la adquisición de bienes y derechos (en lo

que en la práctica anglosajona se denomina *cherry picking* porque el comprador escoge qué activos quiere adquirir y evita la asunción de pasivos). En estos casos, además, si no nos encontramos ante la adquisición de una unidad productiva, podremos generalmente evitar que el comprador asuma, por la aplicación de normas imperativas, pasivos asociados a la actividad; pero entonces no podremos decir que estamos propiamente ante una adquisición de empresa y, de hecho, nuestra transacción no se distinguirá de una compraventa regular de bienes y derechos en la que todos ellos se transmiten al amparo de un único título, el contrato de compraventa de activos.

Sin perjuicio de lo anterior, en el mercado de las adquisiciones de empresas se ha generalizado el empleo de la expresión «compraventa de activos» para referirse a las transacciones en las que se adquieren de forma individualizada los activos y pasivos que conforman la empresa y así la empleamos en este capítulo. De hecho, en ese mercado se distingue habitualmente entre *shares deals* cuando la adquisición se lleva a cabo mediante el cambio en la titularidad del capital de la sociedad que desarrolla la actividad económica y *assets deals* cuando la adquisición se lleva a cabo mediante el cambio en la titularidad de los activos y pasivos que constituyen los elementos con los que se desarrolla la empresa.

Por otro lado, somos conscientes de que no debería hablarse propiamente de la transmisión de una deuda o de un pasivo porque la transmisión implica siempre la traslación de poderes activos y el ejercicio de la facultad de disposición sobre ellos. Con todo, hablaremos de «adquisiciones o transmisiones de pasivos» o de «adquisiciones o transmisiones de deudas u obligaciones» para referirnos a las situaciones en las que se produce un cambio en el sujeto pasivo de una relación obligatoria cuando, en el marco de una compraventa de activos, el adquirente asume pasivos del vendedor.

Finalmente, emplearemos «contrato de compraventa de acciones» y «compraventa de acciones» para referirnos, con carácter general, respectivamente, al contrato que regula la transmisión del capital de la sociedad que es titular de la empresa y a las transacciones en las que, por tanto, la transmisión de la empresa se articula mediante la transmisión de ese capital (y no mediante la transmisión de los activos y pasivos), y todo ello con independencia de que dicho capital esté representado mediante acciones o participaciones sociales.

2. Adquisiciones directas e indirectas

Es habitual a la hora de analizar las diferencias entre la compraventa de acciones y de activos hablar de adquisiciones indirectas y directas.

En la compraventa de acciones se transmite la propiedad del capital de la sociedad que es titular de la empresa y por ello hablamos de una adquisición indirecta, mientras que en la compraventa de activos se transmiten los activos y pasivos y por ello hablamos de adquisiciones directas. Si bien en una adquisición indirecta no se produce un cambio en la titularidad de los activos y pasivos (seguirán siendo propiedad de la sociedad que es titular de la empresa) en la adquisición directa sí que se produce ese cambio de titularidad.

3. Adquisiciones en el marco de un procedimiento concursal

No entramos en las siguientes páginas en el análisis de las cuestiones específicas que pueden suscitarse cuando la adquisición de la empresa se produce en el marco de un procedimiento concursal o para-concursal y de un deudor ya concursado o, al menos, insolvente (ya o inminentemente insolvente o probablemente insolvente, todo ello conforme a la *Ley Concursal*), ya que este tema es objeto de análisis específico en el capítulo 16 de este libro.

II. PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA COMPRAVENTA DE ACCIONES Y LA COMPRAVENTA DE ACTIVOS

Indudablemente, el contrato de compraventa de activos tiene similitudes en la práctica con el contrato de compraventa de acciones y, de hecho, la estructura y clausulado de uno y otro siguen pautas parecidas. Sin perjuicio de esas coincidencias, hay diferencias relevantes entre las compraventas de activos y las compraventas de acciones que conviene tener en cuenta cuando se trabaja en el diseño de la estructura para la adquisición de una empresa.

1. Principio general de especialidad y excepciones

En el marco de una adquisición directa de activos y pasivos rige el principio general de que solo son objeto de transmisión los específicamente identificados por las partes del contrato de compraventa de activos.

Esta es la ventaja que habitualmente se atribuye a la compraventa de activos: la posibilidad de escoger de forma individualizada los bienes y dere-

chos que van a ser objeto de adquisición y los pasivos que se van a asumir. Este régimen tiene excepciones, como indicamos a continuación, que el comprador deberá conocer y entender antes de optar por este medio de adquisición pero, con carácter general, puede afirmarse que el contrato de compraventa de activos puede facilitar al comprador un mayor control sobre los pasivos que asume y, por tanto, puede ser una forma de llevar a cabo la adquisición de una empresa que el comprador prefiera desde la perspectiva de la gestión del riesgo.

1.1. *Obligaciones laborales y de la Seguridad Social*

Una de las áreas en las que se quiebra el principio general de que al amparo de un contrato de compraventa de activos se transmiten exclusivamente los activos y pasivos identificados por las partes es la de las relaciones laborales y de las obligaciones frente a la Seguridad Social.

Los aspectos laborales de las adquisiciones de empresas se tratan en el capítulo 28 de esta obra así que basta con apuntar aquí que el art. 44 del *Estatuto de los Trabajadores* regula las sucesiones de empresa y establece que cuando se produce el cambio de titularidad de una empresa, centro de trabajo o unidad productiva autónoma el nuevo titular queda subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos por pensiones y, en general, todas sus obligaciones en materia de protección social complementaria. Esta regla se aplica siempre que el objeto de la transmisión sea una entidad económica que mantiene su identidad, entendida como un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica ya sea esencial o accesorias.

Así, la compraventa de activos no permite al comprador eliminar el riesgo de asumir pasivos ocultos en material laboral o de Seguridad Social cuando se está en el supuesto del artículo antes mencionado.

1.2. *Obligaciones tributarias*

De manera similar a lo que dispone el *Estatuto de los Trabajadores* en materia laboral y de la Seguridad Social, el art. 42.1.c) de la *Ley General Tributaria* establece que las personas que sucedan a otras por cualquier concepto en la titularidad o ejercicio de explotaciones o actividades económicas serán solidariamente responsables de las obligaciones tributarias contraídas por el anterior titular y derivadas de su ejercicio. Por otro lado, la misma *Ley General Tributaria* permite limitar esa asunción de pasivos tributarios ya que,

en su art. 175.2, prevé que el futuro adquirente de la explotación o actividad o económica pueda solicitar de la administración tributaria, con la previa conformidad del titular actual, una certificación detallada de las deudas, sanciones y responsabilidades tributarias derivadas del ejercicio de la actividad económica. En ese caso, la administración tributaria deberá expedir dicha certificación en el plazo de tres meses desde la solicitud y, una vez obtenida la certificación, la responsabilidad del adquirente quedará limitada a las deudas, sanciones y responsabilidades contenidas en la certificación. Más aún, si la certificación se expidiera sin mencionar deudas, sanciones o responsabilidades o no se facilitara en el plazo señalado, el solicitante quedará exento de la responsabilidad solidaria prevista en el art. 42.1.c) de la *Ley General Tributaria*.

Los aspectos fiscales de las adquisiciones de empresas se desarrollan en el capítulo 27 de este libro.

1.3. *Obligaciones medioambientales*

Por último, aunque su aplicación práctica puede ser reducida al verse desplazado por normativa especial (sobre todo en materia de contaminación de suelos o de aguas subterráneas), conviene no olvidar que el art. 13.2.c) de la *Ley de Responsabilidad Medioambiental* hace subsidiariamente responsables de los deberes impuestos por ella a los que por cualquier concepto suceden al responsable en la titularidad o en el ejercicio de la actividad causante del daño, con los límites y las excepciones previstos en el art. 42.1.c) de la *Ley General Tributaria*.

2. **Régimen de responsabilidad**

Mientras que en una compraventa de acciones el comprador no responderá de las obligaciones de la sociedad adquirida (por el principio general de limitación de la responsabilidad que rige en las sociedades capitalistas), en la compraventa de activos el comprador puede acabar asumiendo como propios los pasivos ocultos que están afectos a los activos que son objeto de adquisición. Así, mientras que en la compraventa de acciones puede considerarse, con carácter general, que el riesgo máximo del comprador en caso de que se detecten obligaciones y pasivos ocultos en la empresa adquirida se corresponde con la pérdida del precio satisfecho por las acciones, en la compraventa de activos el riesgo máximo del adquirente puede llegar a exceder el precio satisfecho.

Por supuesto, en el contrato de compraventa de activos podrá pactarse un esquema convencional de distribución de los riesgos de pasivos ocultos entre el comprador y el vendedor pero conviene tener presente esta ausencia de un límite máximo a la posible responsabilidad del comprador derivada de la adquisición de una empresa porque tiende a olvidarse cuando se apunta a que la compraventa de activos facilita la gestión por el comprador de los riesgos derivados de la adquisición.

3. Grado de simplificación contractual y de consumación de la transmisión

La compraventa de acciones es contractualmente un negocio más sencillo que la compraventa de activos. Cuando se adquieren acciones, la empresa que constituye el objeto último de la adquisición va «empaquetada» dentro de la sociedad que es su titular y, por tanto, no es necesario llevar a cabo un trabajo de descripción exhaustiva del objeto de la compraventa: se adquiere la sociedad con todos sus activos y pasivos con independencia de que estos se identifiquen con mayor o menor detalle.

En términos de ejecución, la compraventa de activos conllevará la necesidad de realizar los trámites precisos para que efectivamente se produzca el cambio de titularidad de los bienes y derechos o para que, por ejemplo, la nueva titularidad goce de un régimen especial de protección derivado de su inscripción en un registro. Por otro lado, la cesión de contratos y la asunción de deudas exigirá el consentimiento del contratante cedido o del acreedor, respectivamente, algo que solo será necesario en el marco de una compraventa de acciones si el contrato en cuestión recoge algún tipo de cláusula de cambio de control (*change of control clause*). En una compraventa de activos habrá que prestar también especial atención a las licencias o autorizaciones precisas para el desarrollo de la actividad para determinar si pueden ser objeto de transmisión y con qué requisitos o si el adquirente tendrá que solicitarlas nuevamente; estas cautelas solo deberán tomarse en una compraventa de acciones si, por ejemplo, el cambio en la titularidad del capital de la sociedad diera derecho a la administración que otorgó la licencia o autorización a revocarla.

Una mención específica requiere la normativa de protección de datos. Si entre los activos transmitidos hay ficheros que contienen datos de carácter personal entonces se produce una modificación del responsable del fichero que, con carácter general, exigirá que el vendedor del fichero solicite previamente el consentimiento informado de cada uno de los titulares de los

datos personales que van a ser transmitidos y solo podrán transmitirse finalmente los datos de aquellos sujetos que hayan prestado su consentimiento. Con todo, el art. 19 del *Real Decreto 1720/2007, de 21 de diciembre, que aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley Orgánica 15/1999* excluye de este régimen gravosísimo los supuestos en los que la modificación del responsable del fichero se produce por una fusión, escisión, cesión global de activos y pasivos, aportación o transmisión de negocio o rama de actividad empresarial o cualquier operación de reestructuración societaria de análoga naturaleza y contemplada por la normativa mercantil.

4. Pluralidad de vendedores

Uno de los elementos que puede dificultar la negociación de un contrato de compraventa de acciones es la existencia de una pluralidad de vendedores cuyos intereses pueden no estar siempre alineados. En la compraventa de activos la negociación se lleva a cabo con la sociedad que es titular de la empresa y, por tanto, lo normal es que el comprador no se encuentre con distintos vendedores, lo que simplifica la negociación y, por tanto, abarata los costes de la transacción.

5. Aspectos societarios

La compraventa de acciones y la compraventa de activos tienen implicaciones diversas desde un punto de vista societario.

En el caso de una compraventa de acciones será motivo específico de preocupación el régimen de transmisibilidad de las acciones previsto en los estatutos sociales o supletoriamente en la *Ley de Sociedades de Capital* y, en su caso, en el contrato entre accionistas de la sociedad objeto de adquisición en la medida en que este imponga también restricciones a dicha transmisibilidad. En el caso de la compraventa de activos será un elemento principal de atención la posible aplicación de los arts. 160 f) o 511 bis de la *Ley de Sociedades de Capital* (materia esta que se trata de forma específica en el capítulo 5 de este libro).

Por otro lado, en el campo de las compraventas de activos las normas sobre asistencia financiera no deberían ser un motivo de preocupación puesto que no se produce la transmisión de las acciones de la propia sociedad, que es el supuesto del que parte la prohibición de asistencia financiera. Así, por tanto, las cautelas que aplican en compraventas de acciones cuando la propia sociedad facilita algún tipo de asistencia financiera al comprador

(entre otras, facilitándole financiación, constituyendo garantías o asumiendo obligaciones de indemnización) no entrarán en juego en la compraventa de activos.

Por último, en los supuestos en los que, como será habitual, el vendedor o el comprador sea una sociedad, sus administradores, tanto en las compraventas de acciones como en las de activos, tendrán que observar los deberes que les impone la normativa societaria a la hora de estructurar y negociar la transacción para evitar incurrir en supuestos de responsabilidad.

6. Tributación y aspectos contables

Sin entrar aquí en ningún tipo de detalle porque los aspectos fiscales de las adquisiciones de empresas se desarrollan en el capítulo 27 de este libro, la regla general es que la compraventa de activos tiende a tener un tratamiento fiscal menos beneficioso para el titular actual de la empresa que la compraventa de acciones.

En la compraventa de activos, las rentas obtenidas por la sociedad que es titular de la empresa (las plusvalías generadas cuando el precio de transmisión de los activos supere su valor fiscal, esto es su valor de adquisición minorado por amortizaciones y deterioros fiscalmente deducibles) estarán en general sujetas a tributación en el marco del impuesto de sociedades de dicha sociedad. A este primer nivel de tributación (en la sociedad titular de la empresa) habrá que añadir la tributación que pueda generarse cuando la sociedad distribuya el producto derivado de la compraventa de activos a sus socios (por ejemplo, vía dividendos).

En la compraventa de acciones, en cambio, no nos encontraremos con ese potencial doble nivel de tributación. La transmisión del capital de la sociedad que es titular de la empresa se gravará solo al nivel de los accionistas transmitentes.

Por otro lado, desde un punto de vista contable, si bien la adquisición de una empresa, tanto si se hace por medio de una compraventa de activos como si se estructura a través de una compraventa de acciones, tendrá la consideración de una «combinación de negocios» conforme a la regla 19ª del *Plan General de Contabilidad (Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad)* no es menos cierto que tendrá en general un tratamiento contable distinto en uno y otro caso. Mientras que en la compraventa de activos el comprador registrará los bienes y derechos objeto de adquisición por su precio de compra

(registrando a su vez un fondo de comercio o una diferencia negativa según proceda), en la compraventa de acciones no se modificará el valor contable de dichos bienes y derechos en la sociedad que sea objeto de transmisión.

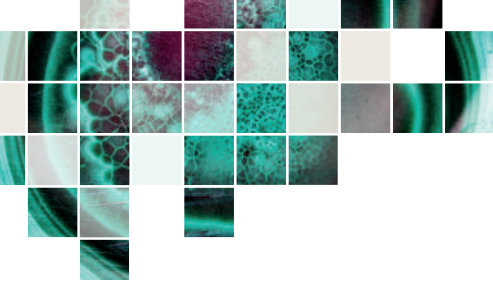
7. Normativa de control de concentraciones

En el marco de la normativa de control de concentraciones estructurar la adquisición de la empresa como una compraventa de acciones o una compraventa de activos no constituye el elemento determinante a la hora de valorar si la transacción debe notificarse. Por el contrario, lo relevante será, primero, si la transacción conlleva una concentración económica a los efectos de dicha normativa y, segundo, si dicha concentración alcanza los umbrales previstos en aquella. Si se cumplen estos dos requisitos, la transacción deberá notificarse a las autoridades de control de concentraciones y quedará en suspenso hasta que éstas se pronuncien (tácita o expresamente) autorizándola, y ello con independencia de que la concentración resulte de una compraventa de acciones, de una compraventa de activos o de algún otro tipo de negocio jurídico.

8. Régimen de inversiones exteriores

El régimen de las inversiones extranjeras en España (recogido, con carácter general, en la *Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior*, y en su desarrollo reglamentario contenido en el *Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores*), que aplica claramente en el marco de una compraventa de acciones, puede resultar también de aplicación en el marco de una compraventa de activos si la inversión extranjera directa (en el sentido de la *Ley 19/2003*) se realiza en alguno de los sectores recogidos en el art. 7 bis 2 de la *Ley 19/2003*) o, en determinados supuestos (en función del valor de los activos adquiridos por el no residente o el origen inmediato o último de la inversión en alguna jurisdicción «no cooperativa»), si el objeto de la inversión son bienes inmuebles sitos en España.

Al margen de lo anterior, las inversiones, cualquiera que sea la forma en que se estructuran, que afecten o puedan afectar a actividades relacionadas, aunque solo sea de modo ocasional, con el ejercicio de poder público, o actividades directamente relacionadas con la defensa nacional, o actividades que afecten o puedan afectar al orden público, la seguridad o la salud públicas requerirán una autorización administrativa previa si así lo acuerda el Consejo de Ministros.



El éxito editorial del *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, así como la entrada en vigor del Real Decreto-ley 5/2023, que entre otras muchas cuestiones, contiene una nueva regulación de las modificaciones estructurales, justifica sobradamente la publicación de una cuarta edición revisada y puesta al día de esta obra de referencia.

El libro se estructura en tres grandes bloques. El primero, referido a las adquisiciones de empresas por vías distintas a las modificaciones estructurales. El segundo, dedicado íntegramente a las modificaciones estructurales y el tercero y último se centra en el control de las concentraciones, la contabilidad y la fiscalidad, las implicaciones laborales o la incidencia del derecho administrativo en estas operaciones.

Las principales novedades que incorpora esta 4ª edición, naturalmente, se concentran en el segundo bloque, donde se han revisado completamente los capítulos relativos a las modificaciones estructurales para adaptarlos a la nueva regulación. Otro de los capítulos que ha requerido una revisión completa es el relativo a la normativa de control de las inversiones extranjeras.

ISBN: 978-84-19905-37-6



EH-0280/2005



GA-005/01/00