



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

CAPITAL RIESGO Y LBO

Regulación, funcionamiento e implicaciones concursales

Autor: Pablo Ramón Campanillas Picón

5º E-3 Analytics

Tutor: Pablo Sanz Bayón

Madrid

Abril 2021

ÍNDICE

1.	INTRODUCCIÓN.....	1
2.	APROXIMACIÓN A LA FUNCIÓN ECONÓMICA Y EXPERIENCIA RECIENTE DEL CAPITAL RIESGO	2
2.1	Concepto del capital riesgo	2
2.2	<i>Private Equity</i> y <i>Venture Capital</i> . El problema terminológico.....	4
2.3	Estructura de las entidades capital riesgo y los principales tipos de operaciones.....	5
2.4	Contexto del capital riesgo y el impacto del COVID-19	10
3.	ANÁLISIS DEL MARCO REGULATORIO VIGENTE.....	14
3.1	Marco regulatorio europeo. La Directiva AIFM.....	15
3.2	Marco regulatorio español. La Ley 22/2014.....	21
3.3	Aspectos problemáticos.....	24
3.3.1	Requisitos para la constitución de la sociedad vehículo	24
3.3.2	Entrada de nuevos inversores en el vehículo	25
3.3.3	Operaciones sobre activos esenciales y su aprobación por la junta	27
3.3.4	Ventajas de los promotores y gestores de los vehículos	27
3.3.5	PYMES. Problemática por los umbrales adoptados en la Ley 22/2014	28
3.3.6	Titularidad real	29
3.3.7	Pactos parasociales.	30
4.	ANÁLISIS DE LAS ADQUISICIONES APALANCADAS (LBO).....	31
4.1	Concepto y antecedentes de este tipo de operaciones	32
4.2	Estructura contractual.....	34
4.2.1	Acuerdos preliminares	35
4.2.2	Contrato de compraventa.....	37
4.3	Problemática e implicaciones concursales derivadas de los LBO ...	39
5.	CONCLUSIONES	44
6.	BIBLIOGRAFÍA	47

LISTADO DE ABREVIATURAS

BORME: Boletín Oficial del Registro Mercantil
CC: Código Civil
CCom : Código de Comercio
CMNV: Comisión Nacional del Mercado de Valores
ECR: Entidad de Capital Riesgo
FMI: Fondo Monetario Internacional
LBO: Leverage Buy-out
LME: Ley de Modificaciones Estructurales
LMV: Ley del Mercado de Valores
LSC: Ley de Sociedades de Capital
OPA: Oferta Pública de Adquisición
OPV: Oferta Pública de Venta
PYMES: Pequeñas y medianas empresas
TRLIC: Texto Refundido de la Ley Concursal

RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo llevar a cabo un estudio pormenorizado de la situación actual del capital riesgo en España y un análisis de una de sus principales operaciones, las adquisiciones apalancadas o *Leveraged Buy-out*. Este sector que se encontraba en constante crecimiento desde hace 5 años, precisa de una regulación más coherente a la situación actual y a su manera de operar. La inversión en capital privado ha crecido cerca de un 50% desde la promulgación de la Ley 22/2014. Cada vez es más el dinero captado por este tipo de entidades y son más las operaciones llevadas a cabo en nuestro país, tanto por fondos españoles como internacionales. Actualmente, el marco regulatorio en España adolece de ciertas deficiencias que dificultan la continuidad de este crecimiento, este trabajo trata de explicar aquellas limitaciones que tiene nuestro marco regulatorio y se realiza una comparación con la regulación existente en otros países. Por otro lado, el trabajo realiza un análisis crítico de las operaciones LBO, centrándose en todos los problemas legales que se derivan de este tipo de operaciones, es decir, riesgos que conlleva, la negociación contractual, cláusulas problemáticas desde el punto de vista legal... Por último, a través de este trabajo, se pretende analizar las ventajas de este sector y proponer una manera de reforzarlas. Así como, detectar las desventajas que existen y como se podría minimizar el impacto desde una perspectiva legal, como eliminar barreras de entrada a la inversión, problemas a la hora de realizar la desinversión, discrepancias en la valoración de las participaciones... En definitiva, se trata de un trabajo que realiza un estudio de la situación del sector capital riesgo en España y las maneras de potenciar sus ventajas y minimizar sus desventajas.

Palabras clave

Capital riesgo, private equity, venture capital, LBO, asistencia financiera, restructuración, captación de fondos, inversión, desinversión.

ABSTRACT

This paper aims to carry out a detailed study of the current situation of private equity and venture capital in Spain and an analysis of one of its main operations, the Leveraged Buy-out. This sector, which has been in constant growth for the last 5 years, needs to be regulated according to its current situation and to its way of operating. Private equity investment has grown by nearly 50% since the enactment of Law 22/2014. An increasing amount of money is being raised by this type of entity and more operations are being carried out in our country, both by Spanish and international funds. Currently, the regulatory framework in Spain suffers from certain deficiencies that make it difficult to sustain this growth. This paper will try to explain the limitations of our legal framework and make a comparison with existing regulations in other countries. On the other hand, the paper makes a critical analysis of LBO operations, focusing on all the legal problems derived from this type of operations, i.e., risks involved, contract negotiation, problematic clauses from the legal point of view... Finally, through this paper, we intend to analyze the advantages of this sector and propose a way to strengthen them. As well as detecting the disadvantages that exist and how the impact could be minimized from a legal perspective, such as eliminating entry barriers to investment, problems when making the divestment, discrepancies in the valuation of the shares ... In conclusion, this is a study of the situation of private equity and venture capital sector in Spain and the ways to enhance its advantages and minimize its disadvantages.

Key words

Private equity, venture capital, LBO, financial assistance, restructuring, fundraising, investment, disinvestment.

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo aborda uno de los temas de más actualidad dentro de la rama del Derecho Mercantil, los Private Equity (“PE”) y los Venture Capital (“VC”), junto con las operaciones Leveraged - Buyout (en adelante, “LBO”). Durante los últimos años, posteriores a la crisis del 2008, este sector ha visto como, tanto su importancia como su volumen, ha ido creciendo exponencialmente. Lo que ha generado muchos beneficios, pero también riesgos e incertidumbres.

Las entidades de capital riesgo (en adelante, “ECR”) han aumentado su actividad durante los últimos años, convirtiéndose en uno de los mercados más activos de la economía española. Se trata de entidades que tienen un objeto social muy concreto y específico y que no pueden traspasar si quieren incardinarse en su regulación específica. Esta regulación es bastante pobre y deficiente en comparación con otros países, no solo de aquellos Estados no miembros, sino también de Estados miembros de la Unión Europea (“UE”). Parece que esta regulación no se ajusta a la realidad y los legisladores deberían plantearse una modificación de la misma de manera que se ajuste a la realidad actual, es decir, un mercado tremendamente activo y ganando importancia con el paso del tiempo.

Las ECR suelen generar impactos y corrientes muy positivas dentro de las empresas a las que pasan a formar parte, tanto por su experiencia como por el capital aportado. Además de suponer una fuente de financiación de fácil acceso para multitud de empresas. Por otro lado, es importante diferenciar entre PE y VC y el tipo de operaciones que realizan cada una, ya que aunque se engloben dentro del capital riesgo, ambas son muy distintas a la hora de operar.

A raíz del COVID-19 este tipo de entidades ha tenido que modificar su manera de invertir y los métodos de desinversión. Además de tener que extender los plazos de inversión y buscar reestructurar la empresa internamente para poder obtener una rentabilidad en la desinversión. Hasta la llegada de la pandemia los tiempos de inversión eran inferiores a los que se están planteando en estos momentos, al igual que la manera de gestionar sus propias carteras. Esta regulación adolece de ciertas deficiencias que deberían ser remediadas para que puedan desarrollar su actividad de manera eficiente y satisfactoria, entre ellas podemos encontrar los requisitos de constitución, la entrada de nuevos

inversores en los fondos mediante la ampliación de capital o las posibles ventajas que se puedan otorgar a los promotores.

Por último, las operaciones LBO son aquellas en las que se adquiere una empresa objetivo con un endeudamiento muy elevado y una escasa aportación de fondos propios. Se trata de operaciones que son muy comunes entre los PE debido a que les permite diversificar sus fondos y adquirir empresas de un tamaño mayor que, de otra manera hubiesen sido inaccesibles. Fuera de esta ventaja, supone una operación de un riesgo muy alto y que pone en peligro los intereses de las partes afectadas (acreedores, socios y la propia empresa adquirida), por lo que se deben realizar con muchas precauciones. Muchas de estas operaciones desembocan en concursos de acreedores debido a la enorme deuda que se contrae para la adquisición. Estas operaciones son especiales tanto en sede contractual como concursal, como se podrá ver más adelante.

2. APROXIMACIÓN A LA FUNCIÓN ECONÓMICA Y EXPERIENCIA RECIENTE DEL CAPITAL RIESGO

2.1 Concepto del capital riesgo

Las entidades de capital riesgo son aquellas sociedades cuyo objeto social es la captación de fondos externos, para invertirlos en empresas no cotizadas (si lo fuesen deberían excluirlas de cotización con posterioridad). La adquisición de la participación en estas empresas viene de la mano de la gestión, ya sea directa o indirecta, y administración de las mismas con el objetivo de aumentar el valor de su participación inicial. De manera que en el momento de desinversión, se obtenga una rentabilidad o plusvalía para los inversores que aportaron al fondo. Añadiendo la particularidad de que, estas empresas no pueden cotizar en mercados bursátiles en el momento en que se invierte en la empresa, a menos que se excluya de cotización en los siguientes 12 meses, lo que se conoce como operaciones *public to private*. Ni tampoco pueden ser empresas de carácter inmobiliario o financiero.

Este tipo de operaciones se caracterizan por su carácter temporal, ya que su principal objetivo es la obtención de una rentabilidad derivada de la inversión inicial a la hora de realizar la desinversión. Las empresas objetivo o *target* son aquellas que tienen un alto

potencial de crecimiento o aquellas que esperan obtener un retorno en la inversión mayor¹.

Por otro lado, la Asociación española de capital, crecimiento e inversión (en adelante, “**ASCRI**”), define el capital riesgo como “*la aportación de recursos financieros de forma temporal (3-10 años) a cambio de una participación (puede ser tanto mayoritaria como minoritaria) a empresas no cotizadas con elevado potencial de crecimiento*”.

Encontramos estas inversiones de manera recurrente en el sector tecnológico, dado la cantidad de empresas con un plan de negocio potencialmente exitoso y que se encuentran en plena fase de crecimiento, aunque la proliferación del capital riesgo ha derivado en operaciones de esta índole en todo tipo de industrias. Hasta la llegada de este tipo de inversión, únicamente existían unas pocas maneras de conseguir esta financiación externa; ampliaciones de capital, salidas al mercado bursátil o préstamos bancarios, entre otras. Suponen una fuente de financiación alternativa para las empresas.

Este tipo de financiación es más ventajosa y beneficiosa para las empresas en comparación con la financiación tradicional, como se explica más adelante. Supone la participación financiera en la empresa por parte de la ECR, así como una mejora de su imagen y la capacidad de conseguir financiación adicional a través del endeudamiento². Además, la entrada de la ECR en el accionariado de la compañía, se convierte en un factor multiplicador del valor del dinero que se ha invertido, ya que no supone únicamente una inyección inmediata de capital, si no que implica la aportación de credibilidad y estabilidad financiera, así como la posibilidad de adquirir más fondos en el medio y largo plazo³.

En definitiva, la entrada de financiación vía capital riesgo implica dos ventajas fundamentales, la primera de ellas es la alineación de la gestión con la propiedad, en este sentido, cabe recordar que la pretensión perseguida por las ECR es la permanencia en el medio y largo plazo por lo que no solo busca aportar fondos a la empresa *target*, sino que,

¹ La Revista Española de Capital Riesgo define *Target* como la sociedad objeto de una adquisición. (Disponible en: <https://www.recari.es/detalleGlosario.php?sec=4&id=142#irDetalle>)

² Ramón Pintado, T. y García Pérez De Lema, D., “La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos”, Revista de Economía Industrial, n. 362, 2006, p. 155 a 164.

³ Heapey, M., “Ventajas de la financiación mediante sociedades de capital riesgo”, Estrategia financiera, n. 218, junio 2005, p. 1

además, quiere que el retorno de la inversión sea el mayor posible. A partir de esta idea, surge la segunda ventaja, “*la aportación de las referencias de las mejores prácticas sectoriales*”, es decir, la entrada de expertos en la industria que va a posibilitar una mejora cualitativa de la gestión de la compañía participada, esto es lo que se conoce como activismo accionarial⁴.

Por lo que, el capital riesgo actúa en dos puntos del ciclo de vida de una empresa distintos; por un lado, cuando se inicia un nuevo proyecto y se quiere expandir y, por otro lado, cuando se busca una reestructuración financiera o de la actividad principal de la empresa.

En conclusión, el capital riesgo “*no es un sustituto de las fuentes de financiación empresariales preexistentes a su aparición: las entidades de crédito y los mercados de valores. Es una alternativa*”⁵.

2.2 *Private Equity y Venture Capital. El problema terminológico*

Como ya hemos explicado, el capital riesgo en España responde a dos términos usados en los países de habla inglesa, *Private Equity* y *Venture Capital*. Aunque ambas tienen encaje en la definición de capital riesgo expuesta *supra*, existen ciertas diferencias entre ambos basadas en el importe de la inversión y el momento en el que se encuentra la empresa que recibe tal financiación.

Como primera aproximación a este problema terminológico, es preciso ubicar ambos términos. En este sentido existen dos corrientes, una primera en la que el PE se refiere a unas operaciones más generales realizadas por este tipo de fondos, mientras que VC hace referencia a un caso más concreto dentro de las operaciones que engloba en *Private Equity*. Y, una segunda corriente, donde se diferencia entre ambos conceptos en función de la etapa en la que se encuentra la empresa en la que se invierte. Es decir, se divide en dos categorías “*una donde los fondos de capital riesgo invierten en compañías en etapas tempranas de desarrollo (Venture Capital) y otra donde los fondos de capital riesgo*

⁴ Ibid. p 2

⁵ Martínez-Echevarría, A., “El Capital-Riesgo: su operativa”, Thomson Reuters, Aranzadi, Navarra, 2014, p. 31.

invierten en compañías establecidas que requieren expandirse o reestructurarse (Private Equity)”⁶.

En ocasiones se diferencian por la participación accionarial que adquieren en la compañía, los VC suelen adquirir una participación minoritaria, aunque con cierto control sobre la compañía, mientras que los PE buscan una participación mayoritaria que les asegure la gestión de la empresa.

En esta misma línea se mueve el exposición de motivos de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. (en adelante, la “**Ley 22/2104**” o “**Ley**”), estableciendo la misma diferenciación que la expuesta *supra*. Por lo tanto, PE responde a una inversión en compañías con una trayectoria consolidada, que precisan de una reestructuración operativa o financiera o simplemente adquirir otra empresa, entre otras situaciones. Suelen ser inversiones de grandes cantidades y dirigidas a tomar el control de la empresa. Por otro lado, VC se refiere a aquellas inversiones, menores que en el *Private Equity*, destinado a compañías que se encuentran en fase de crecimiento o expansión (Start-up, capital semilla, puesta en marcha...) y poseen cierto carácter innovador. Son inversiones que no se centran tanto en el control de la compañía sino en ayudarles económicamente y adquirir una plusvalía en el futuro.

En conclusión, son dos tipos de entidades que tienen cabida en el concepto de capital riesgo pero, difieren en el tipo de empresas, el ciclo de vida en el que se encuentran y en la necesidad que responde la inversión externa. Cuando se habla en el trabajo de ECR engloba ambos tipos de entidades, tanto PE como VC.

2.3 Estructura de las entidades capital riesgo y los principales tipos de operaciones

Para el objetivo de este trabajo, es relevante y necesario explicar la estructura de las entidades de capital riesgo. En este sentido, tenemos que diferenciar tres protagonistas:

⁶ Arango, L y Durango, M., “Private equity y venture capital; diferenciación y principales características”, Clío América, vol. 8, n. 16, 2014, p. 177.

(i) la sociedad gestora o “*general partners*”, (ii) los inversores o “*limited partners*” y (iii) la sociedad vehículo (“**SCR**”) o fondos de capital riesgo (“**FCR**”).

La estructura más común de estas entidades es la siguiente, la sociedad gestora constituye la sociedad vehículo y los inversores, a través de las oportunas ampliaciones de capital, se convierten en accionistas del fondo o vehículo. En este sentido, es importante recalcar que el fondo no tendrá mucha liquidez si no que tendrá compromisos de capital firmados con estos inversores para que, a través de las llamadas de capital, aporten su capital para abordar la inversión oportuna. La obligación de acudir a estas llamadas de capital, entre otras cosas, queda regulado en el acuerdo de responsabilidad limitada o *Limited Partnership Agreement* (“**LPA**”) acordado entre los inversores y los gestores. Este acuerdo, limita la responsabilidad de los inversores a la cantidad acordada y no limita la responsabilidad de los *general partners*.

En cuanto a la remuneración de los distintos socios, cabe destacar que los socios limitados recibirán, en forma de distribución de beneficios, entre un 6% y 10% de rentabilidad sobre la cantidad aportada. En cambio, los gestores, reciben una cuota de administración que oscila el 2% del capital comprometido y, además, recibe una comisión por éxito o “*performance ratchet*” (explicado *infra*), en torno al 20% del rendimiento generado por el capital invertido⁷. Con el requisito de que, para recibir esta comisión por éxito de la inversión, los inversores deben recibir primero todo su capital más la rentabilidad acordada en el LPA. Una vez explicada la estructura más común de este tipo de entidades, vamos a ver qué tipo de operaciones suelen realizar de manera regular.

Como hemos venido explicando, el capital riesgo supone un tipo de operación de financiación dirigido a aquellas empresas que, o bien son relativamente nuevas y necesitan este capital para su expansión y consolidación, o a empresas ya consolidadas y maduras que necesitan una reestructuración ya sea desde el punto de vista operativo como del financiero.

Teniendo en cuenta lo anterior, existe una clasificación según el momento en el que se encuentra la empresa cuando la ECR adquiere la participación en la misma. Se distingue:

⁷ Pérez cano, L., “Estructura de un Fondo de Capital Privado”, 8 de febrero de 2010. (Disponible en <http://www.capitalprivado.com.mx/2010/02/08/estructura-de-un-fondo-de-capital-privado/>)

- **Capital Semilla** (*Seed Capital*): previa al inicio de la producción. Se trata de una financiación de alto riesgo, ya que es anterior al desarrollo de la idea de negocio.
- **Start-Up**: Etapa posterior a inicio del negocio. Busca ayudar el desarrollo inicial del negocio.
- **Expansión** (*Growth Capital*): Financiación orientada al crecimiento de la participada. Se trata de una etapa más avanzada de la idea de negocio que busca consolidarse en otros mercados, ampliar la cuota de mercado o financiar una fuerte inversión.
- **Sustitución** (*Replacement*): busca la sustitución de los antiguos accionistas por unos nuevos.
- **Reorientación** (*Turn around*): como el propio nombre indica, se trata de una inversión enfocada a empresas que se encuentran en dificultades y necesitan capital para salvar la compañía. Tratan de cambiar o reestructurar el negocio principal.
- **Refinanciación de deuda** (*Refinancing Debt*): en este tipo de orientaciones las ECR cancelan deuda de la empresa participada mediante la inversión de capital propio, con el objetivo de reducir el endeudamiento de la participada.

El COVID-19 ha aumentado la importancia de este tipo de operaciones, como se explicará más adelante, el Real Decreto Ley 16/2020, abre la posibilidad de financiación sin subordinación en un escenario post pandemia⁸. Hay que tener en cuenta que esta excepción tiene un límite temporal, es decir, siempre que el concurso se declare en los dos años posteriores a la declaración del primer Estado de Alarma. Esto supone una gran oportunidad para que los FCR puedan participar en la reestructuración de la compañía, evitando que los fondos aportados clasifiquen como subordinados según las reglas de clasificación de los créditos en el concurso de acreedores⁹. Hay que tener en cuenta que aún está por transponerse la Directiva de Reestructuraciones, la cual incluye muchos

⁸ Martínez Muñoz, M., “Las oportunidades de la reestructuración empresarial para el capital riesgo en un contexto post COVID-19”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 4, 2020, p. 8.

⁹ Veiga Copo, A., “La Masa Pasiva del Concurso de Acreedores”, Editorial Civitas, 3ª edición, Thomson Reuters, 2017, p. 1469 y ss.

mecanismos que faciliten las reestructuraciones empresariales con el ambicioso objetivo de reestructurar empresas viables muy próximas a la situación de insolvencia¹⁰.

En mi opinión, esto supone un gran aliciente para fomentar la inversión de este tipo de entidades, ya que uno de los principales problemas es la subordinación de los préstamos concedidos una vez forman parte de la estructura de capital de la empresa, al considerarse personas especialmente relacionadas, de acuerdo con el art. 282 a 284 del Texto Refundido de la Ley Concursal (“**TRLC**”). Esto va a permitir que las ECR se conviertan en uno de los principales motores de la economía en el corto y medio plazo, ya que cuentan con exceso de caja y muchas facilidades y oportunidades de inversión.

Es por ello, que la importancia de estas entidades viene creciendo de manera exponencial durante los últimos años. Son las ECR las que, en momentos de crisis, continúan invirtiendo tanto en empresas en dificultades, como en empresas tecnológicas o PYMES. Entre las distintas operaciones que llevan a cabo las ECR, destacan;

- **Leveraged Buy-Out:** se explica en la segunda parte del trabajo.
- **Management Buy-Out:** operación en la cual toman participación en la empresa un colectivo de directivos o empleados de la propia empresa. Es decir, los mismos directores se convierten en accionistas.
- **Management Buy-In:** Se trata del mismo movimiento que la operación anterior, con la diferencia que los directivos que se adquieren la participación en la empresa, son externos a la misma. Y la combinación de esta con el anterior conocida como BIMBO.
- **Secondary Buy-Out:** Supone la venta de la participación en una empresa o empresas (portfolio) por parte de una ECR a otra ECR, es decir, es un movimiento entre dos entidades.

El volumen de estos tipos de operaciones se ha visto aumentado enormemente durante el año 2019, registrándose un record en la inversión de PE y VC por tercer año consecutivo. Según datos del informe de ASCRI 2020, durante el año 2019 se cerraron 19 operaciones de más de 100 millones de euros, conocidas como *megadeals*, lo que supuso cerca de un

¹⁰ Pulgar Ezquerro, J., “Marcos de reestructuración preventiva y segunda oportunidad en la Directiva UE 2019/1023”, Diario La Ley, n. 9474, 2019, p. 2.

70% del volumen de capital privado invertido durante el año¹¹. Para poner contexto numérico a la situación de crecimiento del sector, durante el 2019 se realizaron 760 inversiones en 586 empresas (90% PYMES) con un tamaño medio de inversión de 11,2 millones de euros. Si bien es cierto, que han sido las gestoras internacionales las verdaderas protagonistas del mercado del capital privado, en cuanto han supuesto cerca del 80% del capital invertido.

Concretamente, las principales operaciones realizadas en el mercado español han sido Buy-Outs, tanto las gestoras nacionales como los fondos internacionales han incrementado su inversión en este tipo de operaciones. Siendo las operaciones apalancadas las verdaderas protagonistas del año. En cuanto a la fase en la que se realiza la inversión, cabe resaltar que las inversiones en fases iniciales, supusieron 586 operaciones (77% del total), siendo 204 inversiones en fase Start-up, 196 en *early stage*, 75 en *capital seed* y 113 en *growth capital*.

En las operaciones de capital riesgo, tan importante es saber cuándo y dónde invertir como cuando desinvertir. El momento en el que se desinvierte es aquel donde se ve reflejado el éxito o fracaso de la operación, en tanto si vendes a un precio inferior de lo invertido, la operación genera una minusvalía y supone un fracaso, como al contrario. Las operaciones fallidas en el capital riesgo se han visto reducidas durante los últimos años, cayendo un 20% de 2018 a 2019 y registrándose un total de 54 desinversiones con minusvalías. Una cifra muy baja teniendo en cuenta que el volumen de desinversión creció cerca de un 45% en el 2019 respecto al año anterior.

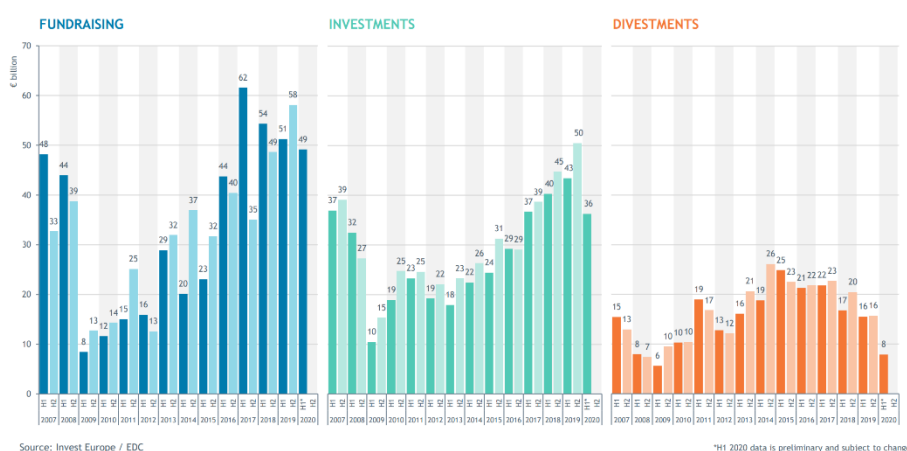
Estos datos, a mi modo de entender, son un gran indicador del éxito de este tipo de operaciones y del potencial a largo plazo que se espera de estas entidades. No solo por la situación post pandemia que está por venir que va a crear un marco idóneo para el funcionamiento de estas entidades, sino porque va a permitir que se les de la importancia que ya tienen dentro de la economía y se pueda flexibilizar la regulación actual para adecuarla a su naturaleza intrínseca y puedan operar con las mismas condiciones que en el resto del mundo.

¹¹ Informe de actividad. Venture Capital & Private Equity en España. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión, p. 11. (Disponible en: <https://www.ascr.org/en/estadisticas-publicaciones/activity-reports/>)

2.4 Contexto del capital riesgo y el impacto del COVID-19

La situación del capital riesgo ha variado enormemente durante todo el siglo XXI¹². Tras recuperarse del estallido de la burbuja de internet, el capital riesgo vivió su época de mayor esplendor entre los años 2003 y 2008, hasta la caída de Lehman Brothers y crisis mundial, lo que se conoce como la era de las mega adquisiciones.

Tras tocar fondo en 2008, la industria fue creciendo lentamente hasta el año 2014 que, tras la recuperación de la crisis económica, el capital riesgo empieza a crecer de manera exponencial y sin precedente, como podemos ver en el siguiente gráfico.



Obtenido en Invest Europe (Disponible en: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>)

Este crecimiento ha sido continuado hasta el inicio de la crisis provocada por el COVID-19, donde se observa un cambio en la tendencia, no solo en el volumen y número de operaciones, sino también en el comportamiento de los fondos de capital riesgo.

Durante la primera mitad de 2020 la captación de fondos se mantuvo más o menos en la media de los tres años anteriores, aunque es cierto que esta captación en los *Venture Capital* ha sido un 13% inferior al mismo periodo del año pasado. Por otro lado, las inversiones de *PE* se han visto reducidas un 17% respecto a la primera mitad del 2019. Dentro de las inversiones se ha observado un claro cambio en la tendencia, un 60% de la inversión ha sido dirigida a las empresas de los portfolios de cada fondo, lo que se conoce como *follow on*, es decir, se destinó la gran parte de los fondos disponibles a ampliar la participación en compañías participadas anteriormente. Esto supone un cambio en la

¹² W. Fenn, G., Liang, N., Prowse, S., "The Private Equity Market: An Overview", Financial Markets, Institutions & Instruments, vol. 6, 2001

práctica de años anteriores donde las inversiones en compañías ajenas a la cartera de las ECR predominaban este apartado. En cambio, los VC han aumentado la inversión respecto al año anterior. Para finalizar, las desinversiones se han visto reducidas a casi la mitad en valor en comparación con la primera mitad del 2019¹³.

Como se ha comentado, no solo ha habido un fuerte desaceleramiento del sector, sino que las ECR se están comportando de manera distinta, están cambiando sus objetivos a corto plazo y, por ende, su manera de invertir. Muchos *Private Equity* están realizando operaciones con la intención de alargar el periodo de inversión en las empresas participadas, hasta ahora el periodo medio de inversión de un fondo de capital riesgo oscilaba los 5 años. Este movimiento se está llevando a cabo mediante dos estrategias distintas, por un lado, a través de operaciones *roll over*¹⁴. Y, por otro lado, a través del traspaso en bloque de las empresas participadas a inversiones en secundario¹⁵. Este tipo de operaciones eran muy poco frecuentes en España, lo que parece que se han afianzado con la crisis económica y la incertidumbre causada por el COVID-19 y tienen vocación de permanencia de cara al medio y largo plazo. Además, nos encontramos ante una crisis de liquidez, que puede acabar derivando en una crisis de solvencia para las empresas más afectadas por esta pandemia, esto ha creado la opción de la entrada del capital riesgo en nuevas empresas durante su reestructuración mediante la capitalización de deudas¹⁶. Si esta situación se prolonga en el tiempo, muchas empresas entraran en situación de insolvencia o incluso en la declaración del concurso de acreedores¹⁷. Nos remitimos a lo mencionado anteriormente respecto la creciente oportunidad de reestructuraciones y los mecanismos introducidos por el RDL 16/2020.

¹³ Datos obtenidos de Invest Europe, “Investing in Europe. Private Equity Activity H1 2020”

¹⁴ Se trata de un traspaso del fondo antiguo a uno nuevo que pertenece a las misma sociedad gestora con la intención de ampliar el periodo de inversión.

¹⁵ Muñoz, A., “La pandemia abre las puertas a que el capital riesgo amplíe sus periodos de inversión”, El Economista, 27 de octubre de 2020 (Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10850036/10/20/La-pandemia-abre-las-puertas-a-que-el-capital-riesgo-amplie-sus-periodos-de-inversion.html>)

¹⁶ “Las oportunidades de la reestructuración empresarial para el capital riesgo en un contexto post COVID-19”, p. 1.

¹⁷ Pulgar Ezquerro, J., “Reestructuración empresarial y alarma Covid 2019: legislación preconcursal y concursal de emergencia”, Diario La Ley, n. 9608, 2020, pág. 2.

Por lo tanto, parece claro que este periodo de ralentización e inseguridad ha afectado a la actividad del capital riesgo, no solo en el número y volumen de las operaciones, sino también en la manera de invertir y obtener rentabilidad de estas transacciones. Habrá que evaluar en un periodo de tiempo razonable, si estas tendencias afloran o en épocas de bonanza vuelven a perder importancia, tal y como venía sucediendo en años anteriores. Esta crisis de liquidez y solvencia puede suponer una oportunidad de inversión para los PE y VC en el medio plazo, ya que podrán invertir en empresas que antes de la crisis eran solventes a un precio más bajo y reflotarlas en cuanto se active la economía al 100%¹⁸.

Actualmente, la situación empresarial española destaca por estar formado en su inmensa mayoría por pequeñas y medianas empresas, tal como establece la Comisión Europea, en 2018 las PYMES suponían un 99,8% de las empresas no financieras en Europa, generando un 56,4% de valor añadido y un 66,6% del empleo generado en los países miembros¹⁹. Esto nos demuestra cómo estas empresas son los *drivers* económicos en Europa, como se explica a continuación las ECR suponen una gran ayuda para este tipo de empresas, de acuerdo con un estudio realizado por Martí Pellón, “la financiación y el valor añadido por los inversores en la gestión de las empresas participadas se tradujeron en un mejor aprovechamiento de sus oportunidades de crecimiento. Este hecho se manifestó en un notable incremento de todas las variables analizadas...” esto implica que la empresa participada crezca más que aquellas del mismo sector sin inversión del capital riesgo, generando una reacción en las empresas no participadas²⁰. Todo esto genera un aumento de la competitividad en el sector y un impacto positivo en la economía.

Este mismo autor señala los dos factores que generan este crecimiento superior en las empresas participadas; por un lado, la entrada de capital que hace posible el desarrollo de la idea de negocio y, por otro lado, la mejora en la gestión del negocio y un aumento de

¹⁸ Comparando el primer trimestre de 2020 con el primer trimestre de 2021, el valor de las operaciones realizadas por el capital riesgo se ha visto triplicado, en cambio el número de operaciones ha pasado de 120 en 2020 a 137 en 2021, esto puede ser un punto de partida para hacerse una idea como va a evolucionar las operaciones de CR durante este año. (Disponible en: https://www.elconfidencial.com/juridico/2021-04-19/capital-riesgo-dispara-grandes-bufetes-batalla_3039215/)

¹⁹ Informe Anual sobre las PYMES europeas 2018/2019 realizado por Price WaterhouseCoopers para la Comisión Europea (Disponible en: <https://europa.emprenemjunts.es/?op=13&n=13095>)

²⁰ Martí Pellón, J., “El Efecto del capital riesgo”, Partida Doble, n. 192, 2007, p. 6.

la credibilidad frente a terceros al estar la empresa target secundada por un fondo de capital riesgo²¹.

Según como establece ASCRI, “*En épocas de reducción del crédito bancario el capital riesgo se vuelve aún más importante, ya que es casi la única alternativa para la financiación de muchas empresas*”²². Ahora mismo nos encontramos en una época donde conseguir un crédito bancario se ha convertido en una batalla prácticamente perdida contra las entidades financieras debido a las interminables e inalcanzables condiciones que estos exigen. Es por eso por lo que, la financiación que procede del capital riesgo adquiere tal importancia. El capital riesgo supone una ventaja que se traduce en una doble vertiente en este tipo de empresas. Por un lado, supone la ayuda financiera, pero por otro lado, significa una contribución activa en la gestión de la empresa²³.

Además, no solo implica una inyección de fondos para la empresa sino que, esta ayuda financiera viene acompañada de un desarrollo económico de la empresa participada. Esto se debe a que las entidades de capital riesgo aportan capital humano especializados en gestión empresarial y financiera. Es por ello por lo que se dice que las entidades capital riesgo tienen una participación muy activa en las empresas que invierten. No se debe olvidar que, el objetivo final de las ECR es la obtención de una plusvalía, que llega con el aumento de valor de su participación inicial en el momento de la desinversión.

Sin embargo, en el mercado de la financiación, existen una serie de problemas que justifican la importancia de la intervención del capital riesgo. Se trata del *equity gap*, referido a aquel rango en el que la sociedad tiene problemas para encontrar financiación, ya que o son muy altas para los *business angels*, o son muy bajas para las ECR²⁴.

²¹ *Ibid* p. 10

²² Informe 2012 Impacto Económico y Social del Capital-Riesgo (Disponible en: <https://www.ascrri.org/estadisticas-publicaciones/anual/>)

²³ De Los Ríos, S., Rodríguez, I. y Sáenz-Díez, R., “Iniciativas públicas e la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España”, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, n. 100, 2017.

²⁴ Andbank define Business Angel como aquella persona que aporta su dinero, experiencia y contactos a nuevas empresas con el fin de obtener una participación accionarial y una ganancia futura (Disponible en <https://www.andbank.es/observatoriodelinversor/quienes-son-los-business-angels/>)

Además, hay que recalcar la existencia de una asimetría en la información entre la sociedad y los inversores o financiadores, lo que genera mayores dificultades para conseguir estas entradas de capital²⁵.

La asimetría de la información se trata de un problema el cual las ECR están acostumbrados a lidiar, ya que gran parte de su actividad, especialmente los *Venture Capital*, está centrada en Start-up y pequeñas empresas donde la falta de información es persistente. Es por ello por lo que, la función que tienen las ECR es de gran importancia para impulsar el crecimiento de este tipo de empresas. En cambio, el *equity gap* es un problema que la estructura de las ECR dificulta la solución del mismo. Las ECR son entidades que se, por el coste de sus operaciones, no realizan inversiones pequeñas, ni los *Private Equity* ni, especialmente, los *Venture Capital*. En este sentido hay autores que llaman a la intervención pública en los fondos de capital riesgo, de manera que busquen paliar este problema. Se habla del beneficio que supone para la economía en su conjunto la innovación tecnológica que suponen estas empresas, por encima de cualquier plusvalía que pueda obtener con los fondos públicos²⁶.

Como concluiremos, se puede observar que la función e impacto de las ECR en la economía suele ser bastante positivo, ya que fomenta la competencia en los sectores en los que invierten y, de manera indirecta, en la economía en general. Además de solucionar los problemas que sufren muchas PYMES tal y como se ha mencionado *supra*, suponen prácticamente la totalidad del tejido empresarial español. En línea con mi opinión, se trata un tipo de financiación/inversión que genera efectos positivos en ambas partes, por parte de la participada un mayor desarrollo o consolidación de la idea de negocio, y por parte de la ECR una rentabilidad en forma de plusvalía a la hora de desinvertir o en mediante la distribución de dividendos.

3. ANÁLISIS DEL MARCO REGULATORIO VIGENTE

La regulación del capital riesgo ha ido de la mano de su evolución durante el siglo XXI, es decir, se ha ido regulando conforme esta industria iba creciendo y adquiriendo

²⁵ “Iniciativas públicas e la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España” *cit p. 5*.

²⁶ “Iniciativas públicas e la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y España” *id*.

importancia y, por ende, apareciendo nuevos problemas que debían ser abordados desde una perspectiva jurídica.

Fuera de las dos principales normas que se exponen a continuación, existe la denominada autorregulación dentro de la propia industria. Esto se refiere a aquellos estándares que existen en el funcionamiento de las ECR y principios *soft law*, es decir, no vinculantes y totalmente voluntarios de adoptar que se han ido consolidando conforme avanzan los años. Como claro ejemplo, se puede destacar la *European Venture Capital Association (EVCA) Corporate Guidelines for the Management of Privately Held Companies*. Estas pautas, proponen una serie de medidas voluntarias sobre cómo debe funcionar un *Private Equity* o *Venture Capital*, tanto en las decisiones relativas a las inversiones como las contractuales²⁷. Muchos países han adoptado sus propias pautas voluntarias en el funcionamiento del capital riesgo, por ejemplo, Países Bajos y Reino Unido. Este tipo de normas ayudan a la regulación de la industria, sin adoptar rango de ley o fuerza vinculante.

3.1 Marco regulatorio europeo. La Directiva AIFM

Hasta la promulgación de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 8 de junio de 2011, sobre los gestores de fondos de inversión alternativa más conocida como AIFMD (*Alternative Investment Fund Manager Directive*), a nivel europeo solo contábamos con la Directiva 2009/65/UE o UCITS (*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directive*). La AIFMD buscaba hacer frente a ciertas materias problemáticas que surgen a raíz de la crisis financiera de 2008, además de crear un marco armonizado para la regulación de las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativa.

Entre los principales objetivos de esta Directiva, se encontraba el aumento de la protección de los inversores, mejorar la supervisión de la inversión alternativa, crear un mercado único y unificado de capital riesgo en todo Europa ya que hasta entonces existía una fuerte fragmentación regulatoria entre los países miembros²⁸. Además, busca

²⁷ McCahery, J, A, Vermeulen, E, P., “Private Equity regulation: a comparative analysis”, noviembre 2010, *J Manag Gov*, n. 16, p. 220 y 221.

²⁸ European Commission, “Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers”, 16 junio 2020, p. 4. (Disponible en: https://ec.europa.eu/info/publications/200610-aifmd-application-scope-report_en)

armonizar, los requisitos para los intermediadores financieros en la gestión y administración de fondos de inversión alternativos.²⁹

En este sentido, la AIFMD ha tratado de centrarse en dos puntos. En primer lugar, la simplificación de los procedimientos de autorización y notificación, buscando eliminar las barreras burocráticas que muchas veces impedían el desarrollo de muchos proyectos de inversión. Y, por otro lado, el incremento en los “*mecanismos de control, tanto en lo relativo a la gestión (incrementando los controles de riesgos, de apalancamiento y de liquidez) como en la supervisión (incrementando las labores y nivel de responsabilidad del depositario)*”³⁰.

La promulgación de esta Directiva tiene un doble impacto, en primer lugar sobre los inversores y en las propias ECR y, en segundo lugar, en la estabilidad financiera. En el impacto sobre los inversores y las ECR hay que destacar los siguientes apartados regulatorios:

- **Autorización y requisitos operativos:** los gestores de fondos deberán ser autorizados por la autoridad competente de cada país, en nuestro caso la Comisión Nacional del Mercado de valores (CNMV), para ello deberán cumplir con una serie de requisitos tanto a nivel de capital como a nivel remuneratorio³¹. Con respecto al capital, las sociedades gestoras deberán mantener un mínimo de 125.000€ en los fondos que gestionan, si estos fondos son gestionados por un gestor externo. Si se trata de un gestor interno, el capital mínimo se estipula en 300.000€.

Además, se debe separar la gestión del riesgo y la gestión operativa en sí, tal como recoge el artículo 15 de la AIFMD se “*separará funcional y jerárquicamente las funciones de gestión del riesgo de las unidades operativas, incluida la de gestión de carteras*”. Incluyen ciertos requisitos en la solución de posibles conflictos de interés, como el que pueda darse cuando un gestor maneja dos fondos distintos así como una adecuada gestión de la liquidez en consonancia con las obligaciones del ECR.

²⁹ Payne, J., “Private Equity and Its Regulation in Europe”, *European Business Organization Law Review*, n. 12, 2011, p. 577.

³⁰ García Rodríguez, A., “Unión Europea. La Directiva AIFMD y su transposición en España”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, n. 35, 2013, p. 149.

³¹ Ferrán, E., “After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU”, *European Business Organization Law Review* n. 12, 2017, p. 400.

- **Valoración de activos independiente:** los gestores deben cerciorarse de que todas las inversiones que se encuentran bajo su mando, tienen que ser valoradas por un agente externo o interno sujeto a ciertos requisitos tal como que dicha valoración sea “*funcionalmente independiente de la gestión de la cartera*” tal como se establece en el artículo 19 de la Directiva, esta valoración debe ser correcta e independiente. y no se vea influido por factores como la política de remuneración, entre otros³².
- **Régimen de los depositarios:** será el encargado de mantener los activos en los que se ha invertido y de controlar los flujos de caja de ellos derivados. Tienen un régimen de responsabilidad muy estricto y responderán de aquellos prejuicios causados sobre los activos. En este aspecto, la Directiva, en virtud de la naturaleza de los *Private Equity*, donde las inversiones no son líquidas y tienen un objetivo temporal a largo plazo, se permite que el depositario sea una entidad que ejerza funciones de depositarios en su actividad empresarial, en vez de una entidad crediticia o una entidad de inversión³³.
- **Transparencia y comunicación de datos:** este se trata de uno de los puntos más importantes tratados por la Directiva. Uno de los principales problemas que existe para los inversores es la falta de información de las empresas en las que invierten. Con este punto se trata de dar respuesta a la falta de transparencia por parte de los gestores de fondos de inversión. Se obliga a proveer una descripción de la estrategia de inversión cada fondo, el tipo de activos en los que se invierte, restricciones a la inversión, apalancamiento (si lo hubiese), métodos de valoración, un reporte anual de las inversiones realizadas, política de remuneraciones...
- **Compañías del portafolio:** se establecen requisitos que los gestores deben cumplir cuando adquieran participaciones que otorguen control en una compañía (a partir del 10% de los derechos de voto). Entre ellas la obligación de comunicarlo al ente regulador del país. Y, si pasan del 50% de los derechos de voto, deberán incluir en estas comunicaciones a la compañía en la que adquieren participaciones, tanto a sus

³² *Ibd.* p.401

³³ “Private Equity and Its Regulation in Europe”, *cit* p. 583.

socios como a sus empleados. Informándoles también de aspectos como la gestión de conflictos de interés y la política de comunicación en relación con los empleados. Este requisito está principalmente enfocado a las operaciones de PE en las que el apalancamiento es relativamente alto, en este sentido, muchas operaciones de VC quedan excluidas del cumplimiento de este requisito³⁴.

- **Liquidación de activos:** también denominado “*Asset stripping*”³⁵. Se regula en el artículo 30 de la AIFM y artículo 71 de la Ley 22/2014. A estos efectos, se analiza la regulación de ambas normativas, no únicamente de la normativa europea. Estos preceptos establecen la prohibición a la ECR de que durante los 24 meses siguientes a la adquisición de las participaciones (siempre que otorguen control de la sociedad), no podrán apoyar, facilitar o iniciar operaciones que suponga la liquidación de activos, como por ejemplo, operaciones de reducción de capital, amortización de acciones o adquisición de acciones propias y distribución de dividendos³⁶. No solo se impide la realización de estas acciones, sino que se exige que se haga todo lo posible por evitar la consecución de las mismas.

Por lo tanto, se recogen tres conductas que deberá adoptar el ECR para no incurrir en esta prohibición; (i) no acordar y no aprobar estas acciones, (ii) adoptar las medidas que fuesen necesarias para que no se realicen estas acciones, y (iii) ejercer el derecho de voto con la intención de impedir el acuerdo de ejecución de estas acciones.

Este artículo pretende evitar la adquisiciones de empresas infravaloradas, para después vender y liquidar sus activos, cuando éstos, individualmente considerados, tienen un valor de mercado mayor a la empresa como conjunto³⁷.

³⁴ “After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU”, *cit p. 404*

³⁵ Se refiere al proceso de adquirir una compañía infravalorada con la intención de vender sus activos para generar beneficios para los inversores. El resultado de estas operaciones es un dividendo para los socios y una compañía menos viable o incluso en banca rota. (Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/a/assetstripping.asp>)

³⁶ Gilligan, J & Amess, K., “The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know”, *Venture Capital*, n. 11:1, 2009, p. 2.

³⁷ Ruiz Bachs, S., “La prohibición del Asset Stripping en el artículo 71 de la Ley 22/2014”, *Revista Española de Capital Riesgo*, n. 2, 2015, p. 79-90.

Sin perjuicio de encontrarnos en la parte europea, explicaremos como se regula este punto en España. En la Ley 22/2014 se exige, además, que para que esta prohibición sea de aplicación la ECR debe adquirir, directa o indirectamente, el control de la *target*. En este sentido, es importante recalcar que el término “control” no obedece a lo establecido en el artículo 42 del Código de Comercio, sino que responde únicamente a un control objetivo y autónomo; la adquisición de más del 50% de los derechos de voto de la sociedad no cotizada.

Es importante resaltar que la Ley 22/2014 no ha transpuesto la norma anti-elusión contenida en el art. 26 de la AIFMD, en la que se establecen las reglas para calcular el porcentaje de los derechos de voto que pueda tener un ECR. En este sentido, se deben computar, no solo los derechos de voto que posea de manera directa, sino también aquellos derechos que posean las empresas controladas por el ECR, y toda persona física o jurídica que actué en nombre propio pero por cuenta del ECR o de alguna de las empresas controladas por ésta. El principal propósito de esta norma es impedir que este porcentaje sea eludido mediante la intervención de terceros en la adquisición de derechos de voto.

Esta obligación será de aplicación cuando los activos netos pasen a ser inferiores a la cifra del capital suscrito más las reservas no distribuibles y cuando el importe de la distribución sea superior al resultado del ejercicio anterior, incrementado con los beneficios a cuenta nueva. Es importante recalcar, que esta prohibición no es aplicable cuando la empresa participada es pequeña o medianas, ya que no alcanza los umbrales exigidos para su aplicación.

A mi parecer, esta prohibición tiene especial relevancia en estas operaciones ya que, como se viene explicando, muchas veces se requiere una reestructuración de la compañía o de su deuda y, una de las maneras de hacerlo, es mediante la liquidación de ciertos activos. Por lo que, será importante para la estrategia de adquisición por parte de la ECR, la manera en la que se debe acometer la compra. El *asset stripping* puede generar limitaciones cuando, con motivo de una adquisición de una sociedad

se incurre en altos niveles de deuda con la intención de repagarla con dividendos o distribuciones de capital³⁸.

Entre las soluciones, la primera puede ser no alcanzar el 50% de los derechos de voto, teniendo en cuenta que con altos porcentajes cercanos al 50% se pueden permitir desarrollar la inversión en el sentido inicial. Algunos autores hablan de la posibilidad de usar instrumentos financieros como los créditos subordinados o participativos concedidos por los socios, ya que su pago por parte de la ECR no supondría una distribución de capital y eludiría la prohibición de *asset stripping*. Este tipo de instrumentos otorgan mucha más flexibilidad que otros instrumentos de capital como pueden ser las acciones preferentes y deben tenerse en cuenta si se va a refinanciar la deuda poco después de realizar la adquisición³⁹. Otra manera de eludir esta prohibición es mediante deuda intra-grupo o con los socios, ya que este artículo únicamente hace referencia a las acciones y las posibles distribuciones, esta deuda puede tener la función de una fuente de dividendos⁴⁰. Es importante remarcar que esta prohibición no aplica a los beneficios generados a raíz de la toma de control por parte de la ECR.

Además de estas implicaciones sobre los inversores y las propias ECR, la AIFMD tiene un impacto financiero o económico. Este impacto se observa, principalmente, en dos puntos que van íntimamente ligados. En primer lugar, el control del riesgo sistemático y, en segundo lugar, el control del apalancamiento incurrido por la ECR. El riesgo sistemático o no diversificable que se refieren a los factores económicos, sociales, gubernamentales que influyen en la rentabilidad de los activos. Este riesgo se ve incrementado cuando existen altos niveles de deuda, y como se explica posteriormente, una de las principales formas de operar de estas entidades, es mediante el apalancamiento. Este riesgo no puede ser eliminado mediante la diversificación en la cartera, la única manera de evitarlo es no tener inversiones en ese mercado o industria. El principal problema al que se enfrentan ahora las ECR es que al estar diversificando mucho sus

³⁸ Ibid. p. 90.

³⁹ Gusti, G., “Private equity deal making post-AIFMD: asset stripping rules”, *Diritto Bancario*, 13 marzo 2014. (Disponible en: <https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/private-equity-e-venture-capital/private-equity-deal-making-post-aifmd-asset-stripping-rules>)

⁴⁰ Hill, P., “Private equity acquisitions - asset stripping rules”, *Lexology*, 5 junio 2015. (Disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8bbd4dbf-8ab5-4f8f-87b0-545cc0889113>)

inversiones, es más fácil que se vean afectadas por este riesgo (recesión económica, subida de los tipos de interés, medidas regulatorias...)

De esta manera, que para controlar de alguna manera el impacto negativo que puede llegar a tener el riesgo sistemático, la Directiva establece un control del apalancamiento en el que puede incurrir la ECR. Como se establece en el artículo 15 de la Directiva, la sociedad gestora del fondo, establecerá un límite máximo de apalancamiento al que podrá recurrir. Además de limitar el alcance del derecho de reutilización de colaterales y garantías. Este límite será decidido en función de una serie de factores que quedan enumerados en dicho artículo. Con este límite se pretende evitar lo sucedido durante la crisis donde la deuda de estas entidades era muy superior a la cifra de su capital escriturado. El propio Banco Central Europeo, ha alertado del alto nivel de endeudamiento en el mercado del capital riesgo, lo que supone una alta exposición a una crisis económico y a un incremento del riesgo de impago⁴¹. Con relación a esto último, el derecho comunitario está progresando la regulación de operaciones donde se incurre en mucho endeudamiento, como los LBO, y se mueve en la línea de “sustituir el régimen de prohibición, por un sistema de garantías destinadas a reforzar la responsabilidad de los administradores y a garantizar la situación financiera de las sociedades”⁴².

3.2 Marco regulatorio español. La Ley 22/2014

Esta Ley, responde a la necesidad de transponer la Directiva 61/2011/UE y adaptar los nuevos cambios introducidos a la legislación española. Tal y como se recoge en el preámbulo, la Ley 22/2014 está enfocada principalmente a dos objetivos. En primer lugar, el **fomento de una mayor captación de fondos** y, en segundo lugar, reorientar esta **financiación alternativa a las medianas y pequeñas empresa** que como se ha señalado antes, tienen mayores dificultades a la hora de acceder a financiación externa. El propio preámbulo reconoce la dependencia en las entidades de bancarias que tienen las empresas españolas y cómo, en los últimos años, el acceso a esta fuente de financiación se ha visto

⁴¹ Bayón, A., “El BCE alerta del alto apalancamiento de las compras de capital riesgo”, Cinco Días El País, 2 de junio de 2020. (Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/01/mercados/1591035647_478034.html)

⁴² Sanz Bayón, P. y Palomero Benazerraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, Revista Doctrinal n. 3, vol 2, Aranzadi, 2013. p. 35

fuertemente restringida. Además, en la misma línea que la Directiva, se busca aumentar la protección con la que cuentan los inversores en esta industria.

Las principales novedades introducidas por esta Ley, como era de esperar, vienen en consonancia con lo explicado *supra*. Por ello, se mencionará aquellas que ya han sido explicadas desde la perspectiva europea, y se hará hincapié en aquellas medidas que han sido más novedosas con lo regulado a nivel europeo.

En este sentido, la Ley introduce una nueva figura con la misión de facilitar el acceso a este tipo de financiación para las pequeñas y medianas empresas, esta nueva figura se conoce como Entidades de Capital Riesgo PYME (“**ECR PYME**”). Esta nueva entidad va a corregir el desequilibrio que había causado la Ley 25/2005 que únicamente miró por los PE y las adquisiciones apalancadas⁴³. La introducción de las ECR PYME, responde a una necesidad económica y social. Como se viene explicando a lo largo del trabajo, estas empresas representan prácticamente la totalidad del tejido empresarial español y, garantizar la supervivencia y el correcto desarrollo de éstas, deviene fundamental para la sociedad española (en 2014 el 66% de los trabajadores españoles trabajaban en una pyme⁴⁴), tanto económica como socialmente. Esto se ha podido observar durante la crisis económica desembocada por la COVID-19.

Para que una ECR tenga la consideración de ECR PYME, debe invertir como mínimo el 75% de su activo computable en empresas:

- (i) No estén admitidas a cotización.
- (ii) Menos de 250 empleados.
- (iii) Activo anual inferior a 34 millones de euros o el volumen de negocios sea inferior a 50 millones de euros.
- (iv) No sean IIC.
- (v) No tengan carácter financiero o inmobiliario.
- (vi) Estén establecidas en la UE o en terceros países que no se encuentren en la lista negra del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI).

⁴³ Paramio, V, Aldavero, F, R., “Las entidades de capital riesgo Pyme según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, de Capital-Riesgo”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 2, 2015, p. 63.

⁴⁴ “¿Cómo son las pymes en España? [Infografía Estudio 2015]”, Facto, por tu interés, 28 enero 2016 (Disponible en: <http://www.cuentafacto.es/tu-interes/pymes-espana-estudio-2015/>)

- (vii) Aportar asesoramiento empresarial y, en ningún caso, adquiera participaciones suficientes para tener el control de la empresa.

Esta nueva figura responde a la necesidad social y económica que viene manifestándose durante este siglo. La Ley 22/2014 posibilita el acceso a muchos más instrumentos financieros de deuda. Es decir, no se limita a la adquisición de participaciones o acciones, sino que amplía el abanico a préstamos participativos, convertibles, como préstamos ordinarios, entre otros⁴⁵. Si bien es cierto, que la características de las empresas en las que se debe invertir, establecidas en el artículo 21 de la Ley, no parece que responda a la realidad empresarial española. Los límites establecidos parecen excesivamente altos, según un estudio realizado por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, en 2019 un 95.6% se consideran microempresas, es decir, entre 0 y 9 empleados. Además, el 97,3% de las empresas ingresaron en 2018 menos de 2 millones de euros⁴⁶. Como se puede observar, estas cifras distan mucho de lo establecido en la Ley 22/2014 que no parece atender la realidad empresarial de las pymes en España. En mi opinión, al establecer unos límites tan altos, no parece que se esté incentivando la inversión en estas microempresas, sino en empresas más maduras y consolidadas.

Fuera de la introducción de la figura ECR PYME, la Ley 22/2014 introduce una serie de cambios respecto a la derogada Ley 25/2005. Entre estas novedades regulatorias, encontramos la flexibilización de los medios de financiación de las ECR, esto se traduce en una flexibilización del coeficiente obligatorio de inversión, permite la inclusión sin ningún tipo de límite, préstamos participativos cuya rentabilidad esté completamente ligada a los beneficios o pérdidas de la empresa, entre otro tipo de instrumentos de financiación⁴⁷. Siguiendo la línea marcada por la Directiva, se reduce la intervención de la CNMV reduciendo los trámites administrativos al mínimo, pero sin eliminar la necesidad de autorización por parte de la CNMV para poder operar como ECR. También se incluye la obligación de designar un depositario y se amplían sus responsabilidades respecto de la ley anterior. Por último, se introducen nuevas obligaciones en materia de

⁴⁵ “Las entidades de capital riesgo Pyme según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, de Capital-Riesgo”, *cit p.78*

⁴⁶ “Retrato de la PYME 2019”, Estudio elaborado por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (Disponible en: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2019.pdf>)

⁴⁷ Amantegui, J, Azzouzi, S, García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, *Birfings Clifford Chance*, 2014, p. 74.

transparencia, especialmente en materia de adquisiciones significativas que supongan la adquisición de control en la empresa participada. Y, se incluye la prohibición del *asset stripping*, en la misma medida que lo establecido en la Directiva. Por lo que se hace alusión a la explicación anterior, puntualizando que dado la situación empresarial española, al no aplicar en pequeñas y medianas empresas, los VC y los PE que invierten en este tipo de empresas eluden el cumplimiento de esta obligación y aplica en una minoría de casos.

3.3 Aspectos problemáticos

La regulación de las ECR se encuentra dentro del régimen de las sociedades anónimas, lo que genera que se creen ciertas deficiencias regulatorias que podrían mejorarse a nivel legislativo. Las ECR son sociedades especiales dentro de las sociedades anónimas y, por su forma de actuar y su objeto social, es necesario una regulación que se ajuste más a esta realidad y sea más flexible.

En este sentido, los pactos parasociales, de los que se hablarán más adelante, son un instrumento muy utilizado tanto por los inversores como los gestores⁴⁸. Estos pactos tienen la finalidad de agilizar el funcionamiento de estas sociedades, ya que así lo requiere su objeto social. Es decir, necesitan un régimen no tan rígido como el de las sociedades anónimas para poder conseguir su objetivo final de una forma más eficiente y sencilla. Vamos a enumerar aquellos aspectos que, ahora mismo, constituyen un “obstáculo” para el correcto funcionamiento de estas entidades.

3.3.1 Requisitos para la constitución de la sociedad vehículo

Tal como está recogido en la Ley 22/2014, el capital mínimo para la efectiva constitución de esta sociedad (o fondo, comúnmente denominado), es de 1.200.000 Euros en el caso de las SCR y 900.000 Euros para las SCR-Pyme. Se deberá desembolsar al menos el 50% de estas cantidades en el momento de su constitución y, el capital restante, en los siguientes tres años. En este sentido, debemos resaltar que se trata de una cifra algo desorbitada en el sentido que solamente puede ser aportada por los promotores o por la sociedad gestora de este vehículo, en este sentido a interpretación de la CNMV, solo se

⁴⁸ Sánchez Monjo, M., “Los vehículos de inversión alternativa con forma societaria: el posible uso de figuras comanditarias y otras mejoras de lege ferenda”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, n. 24, 2019, p. 4.

pueden comercializar aquellas sociedades que estén inscritas en el registro de la CNMV y, para poder estar inscritas en este registro, primero deben ser válidamente constituidas y registradas en el Registro Mercantil correspondiente. Por lo tanto, no podrán aportar capital para la constitución de la sociedad aquellos inversores captados por la sociedad gestora, estando prohibida la actividad de comercialización de las SCR antes del registro en la CNMV⁴⁹. Se debe tener en cuenta que para las sociedades anónimas únicamente se exige el desembolso de una cuarta parte del capital escriturado (art. 79 Ley de Sociedades de Capital o “LSC”), por lo que la diferencia entre la cantidad inicial requerida (60.000 Euros) para las sociedades anónimas y el porcentaje de desembolso estipulado, hace de la constitución de las SCR un trámite rígido y complicado⁵⁰. La CNMV entiende que a los fondos, se les debe aplicar por analogía la regulación en materia de constitución de las IIC, por lo que se podría constituir el fondo con un desembolso del 10%, pero debiéndose desembolsar el capital restante en los siguientes 6 meses⁵¹.

3.3.2 Entrada de nuevos inversores en el vehículo

Una vez se ha constituido y registrado la sociedad vehículo, como se ha explicado en el apartado anterior, se puede comercializar entre inversores ajenos a la sociedad. Este capital puede provenir de fuentes muy variadas, inversores individuales, fondos de pensiones, bancos, inversores institucionales, grandes empresas... estos inversores pasarán a ser accionistas mediante la oportuna ampliación de capital⁵². A esta primera inversión se le llama “*first closing*” y hasta que se cierra la inversión total en dicho fondo transcurren alrededor de un año y medio con el “*final closing*”.

Entre esta primera aportación y la última, los nuevos inversores deberán suscribir su capital y adquirir la condición de socio con las sucesivas ampliaciones de capital y todo lo que esto conlleva. Es decir, el acuerdo de la junta general, la correspondiente

⁴⁹ La actividad de comercialización previa a la inscripción en el registro de la CNMV está prohibida en el artículo 75.5 de la Ley 22/2014. La CNMV entiende por comercialización, “la captación mediante actividad publicitaria de clientes para su aportación a la ECR de fondos, bienes o derechos”. Por lo que no se puede contactar con inversores antes de su inscripción con el fin de promover la suscripción del vehículo. Si la SCR fuera de otro país, se necesitará que la autoridad del mismo, notifique el pasaporte. (Disponible en <https://www.cnmv.es/docportal/Legislacion/FAQ/QAsIIC.pdf>)

⁵⁰ Ibid. p.4

⁵¹ CNMV, “Preguntas y respuestas sobre las normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados” Consulta número 39.

⁵² Ibid. p. 5

modificación de los estatutos sociales y la mayoría que eso implica en sede junta, su elevación a público y la inscripción en el Registro Mercantil. Esto puede no suponer un problema con los primeros cierres, pero a medida que el número de socios se ve aumentado, esto se vuelve más rígido (plazo para la convocatoria de la junta, adopción de los acuerdos...). Realmente los vehículos no cuentan con ese dinero efectivamente, si no que los socios desembolsan lo necesario para adquirir tal condición y, posteriormente, se firma un “*limited partnership agreement*” o LPA, mediante el cual los socios se comprometen a aportar cierto capital. Este capital será requerido por el vehículo mediante las llamadas de capital o “*capital call*” en la que los socios están obligados bajo el LPA a aportar ese capital en el plazo de un mes de acuerdo con el artículo 81 LSC, lo que parece un plazo excesivo y alejado de la realidad del funcionamiento de estas entidades que requieren mucha más flexibilidad y posibilidad de actuar de manera más ágil.

Para disponer de ese capital suele llevar un proceso y si, adicionalmente se necesita la previa ampliación de capital, se convierte en una manera poco práctica y eficiente de funcionar, cuando lo que estos fondos necesitan es mucha más flexibilidad y rapidez a la hora de funcionar.

Existen autores que ofrecen solución o alternativas a esta rigidez innecesaria, tanto con ejemplos extranjeros como dentro de nuestro ordenamiento jurídico. En Luxemburgo, se recurre a “*un mecanismo de capital social variable: a partir de un determinado capital social mínimo, pueden suscribirse nuevas acciones emitidas en el marco de sucesivas ampliaciones de capital que no requieren un acuerdo de la junta general de accionistas, ni tampoco la modificación de los estatutos sociales. Lo mismo resulta aplicable a las reducciones de capital que tengan lugar como consecuencia ,de la realización de distribuciones de capital y rentabilidad entre los inversores, en las que la sociedad adquiere sus propias acciones para después amortizarlas*”⁵³.

Y, como hemos mencionado, un mecanismo similar existe en nuestro ordenamiento jurídico, concretamente en la regulación de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), los estatutos sociales establecen un capital social mínimo y máximo y entre esas cifras se puede aumentar y reducir sin necesidad de modificación de los estatutos sociales. En este mismo sentido se mueve la propuesta de modificaciones que realizó

⁵³ Ibid. p. 5

ASCRI en 2020 para la Ley 22/204, en la que se propone añadir un nuevo artículo que contenga la posibilidad de constituir una SCR de capital variable⁵⁴. En esta propuesta se habla también de un posible obstáculo al correcto funcionamiento de estos vehículos, la distribución de dividendos mediante la compra por parte de la sociedad de sus propias acciones y posterior amortización. Para ello, propone añadir un apartado dentro de este último artículo, en el que se estipule que la adquisición de acciones propias por parte de la sociedad no estará sujeta a las limitaciones establecidas en la LSC, siempre que estén entre el máximo y el mínimo fijado. Esto puede ser de gran ayuda a la hora de repartir beneficios mediante este mecanismo, ya que no sería necesario ofrecerlas a todos los accionistas con motivo del derecho de adquisición preferente.

3.3.3 Operaciones sobre activos esenciales y su aprobación por la junta

La propuesta de modificación por parte de ASCRI también busca la regulación de este apartado, mediante la inclusión de un nuevo artículo en la ley. La propuesta establece lo siguiente, “*Artículo 38.6 (Nuevo)- A los efectos previstos en el artículo 160.1 f) de la Ley de Sociedades de Capital, se entenderá que la Sociedad Gestora hará las veces de la Junta de Accionistas de las SCR o SICC excepto que se trate de SCR o SICC autogestionadas*”⁵⁵. A este respecto, este nuevo artículo busca que no tenga que ser la junta general de accionistas de la sociedad vehículo la que tenga que aprobar aquellas transacciones sobre activos esenciales, recogida en el artículo 160.1 f) LSC. Esto supone una formalidad innecesaria en este tipo de sociedades vehículo que han delegado toda su gestión en la sociedad gestora. En este caso, se busca que sea la propia gestora la que pueda tomar acuerdos para este tipo de operaciones ya que no es raro que alguna operación supere el 25% del valor de los activos del último balance aprobado.

3.3.4 Ventajas de los promotores y gestores de los vehículos

En este sentido, es importante aclarar qué tipo de beneficios económicos pueden recibir los gestores al constituir el fondo. En primer lugar, se puede hablar del “*envy ratio*” que consiste en el ratio que muestra el valor de la inversión realizada por los gestores, respecto

⁵⁴ Disponible en https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2020/07/Observaciones-a-la-Consulta-publica-transposici%C3%B3n-Directiva-2019_1160_ASCRIv2.pdf

⁵⁵ Ibid. p. 12

de la de los inversores que acuden a la ampliación de capital⁵⁶. Por ejemplo, si los gestores aportan 500.000€ con un *envy ratio* de 2, el valor real de su participación será de 1.000.000€ en la sociedad vehículo, de manera que su participación en los beneficios será mayor en proporción respecto de los inversores. Otro de los posibles incentivos es el “*performance ratchet*”, que se trata de “*un acuerdo diseñado para que el porcentaje del capital de la nueva empresa (Vehículo) en manos de la gestora varíe en función de los resultados de la empresa tras la inversión, aumentando si la empresa tiene un buen rendimiento y disminuyendo si no lo tiene. Esto suele introducirse en las negociaciones entre la gestora y los inversores de capital riesgo para salvar la diferencia entre las previsiones optimistas de la gestora y las proyecciones más conservadoras de los inversores de capital riesgo*”⁵⁷. Por lo tanto, es un beneficio económico negociado normalmente en los pactos parasociales, del que disfrutaban los gestores del fondo.

Una vez introducidos estos principales beneficios, hay que acudir a la legislación de las sociedades de capital, donde se regulan estos beneficios económicos a favor de los fundadores de la sociedad, concretamente en el art. 27 LSC. Este artículo establece que el valor de estos derechos económicos, no puede exceder en conjunto y por un máximo de diez años, del diez por ciento de los beneficios netos obtenidos, una vez destinada la cantidad oportuna a la reserva legal⁵⁸. Por lo tanto, se trata de una limitación que puede tener un gran impacto en este tipo tan característico de sociedades, donde muchas veces los beneficios repartidos son muy altos. En este sentido, aunque se suele regular en los pactos entre los socios, una aplicación estricta de este precepto podría suponer obstáculos para la constitución y funcionamiento del fondo, por lo tanto, se podría excluir a estas sociedades, del cumplimiento de este requisito, al tratarse de un elemento fundamental del funcionamiento de estas entidades.

3.3.5 PYMES. Problemática por los umbrales adoptados en la Ley 22/2014

En último lugar, una de las principales deficiencias que tiene la ley actual, es la regulación de las pymes. Este punto ha sido tratado en apartados anteriores y, en este punto,

⁵⁶ Disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/envy-ratio/>

⁵⁷ Definición obtenida de: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-107-6994?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-107-6994?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)

⁵⁸ “Los vehículos de inversión alternativa con forma societaria: el posible uso de figuras comanditarias y otras mejoras de lege ferenda” *cit.* p. 8.

intentaremos sintetizar las ideas principales que nos hacen sostener esta deficiencia normativa.

En primer lugar, la regulación de las ECR – Pymes tiene un lugar “marginal” dentro de la Ley 22/2014, parece que la propia ley no tiene en cuenta la realidad de la actividad empresarial española y establece unos límites muy altos que no se ajustan a la realidad. E decir, muchos fondos pondrán beneficiarse de las ventajas o flexibilidades que ofrece ser considerada una ECR – Pyme invirtiendo en empresas que, para nada, puede considerarse una mediana empresa teniendo en cuenta sus niveles de facturación o beneficios netos. Por lo que, en nuestra opinión, está dando acceso a esta flexibilidad a aquellos ECR que están invirtiendo en empresas de un tamaño suficientemente grande como para, teniendo en cuenta la realidad, no considerarse pyme en el sentido estricto, aunque si esté dentro de los límites legales para hacerlo. Si bien es cierto que esta figura acerca a las pequeñas y medianas empresas a este tipo de financiación, realmente las que se van a beneficiar de ello, serán empresas de una magnitud considerable.

Por último, las ECR tienen una permanencia limitada en las empresas que participan, invierten con el objetivo de sacar rentabilidad en el momento de realizar la desinversión, en este sentido en artículo 20 de la Ley 22/2014, con el requisito de establecimiento de una relación de asesoramiento con la participada, parece romper de manera disruptiva con la temporalidad limitada de estas entidades y su orientación a la desinversión en las participadas en el corto o medio plazo⁵⁹.

3.3.6 Titularidad real

A efectos de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, en su artículo 4 se establece lo siguiente;

“1. Los sujetos obligados identificarán al titular real y adoptarán medidas adecuadas a fin de comprobar su identidad con carácter previo al establecimiento de relaciones de negocio o a la ejecución de cualesquiera operaciones.

2. A los efectos de la presente ley, se entenderá por titular real:

⁵⁹ Paramio, V. y Aldavero, R, F., “Las entidades capital riesgo pyme según la ley 22/2014 de 12 de noviembre, de Capital Riesgo” *cit. p. 78*

b) La persona o personas físicas que en último término posean o controlen, directa o indirectamente, un porcentaje superior al 25 por ciento del capital o de los derechos de voto de una persona jurídica, o que por otros medios ejerzan el control, directo o indirecto, de una persona jurídica.”

En este sentido, cuando fondos de capital riesgo realizan operaciones, o cualquier acto de índole económica, en España, deben mostrar ante el notario el titular real del mismo, mediante un acta de titularidad real⁶⁰. El problema reside en la dificultad que existe muchas veces en demostrar quién es el titular real del vehículo, ya que, como se ha explicado, son multitud de inversores los que participan en el fondo. Y mediante los LPA se desligan de la gestión y control del mismo, de lo cual se encarga la gestora que levanta el fondo.

Por lo tanto, parece que se debería modificar la regulación actual y en el caso de este tipo de entidades y relacionadas, exigir que se muestre la titularidad de la gestora, que es quien realmente ejerce el control sobre el vehículo de capital riesgo. Parece que esta solución tiene mucho más sentido que la normativa actual y que se ajusta mucho mejor a la manera de actuar de este tipo de entidades.

3.3.7 Pactos parasociales.

Ya se ha venido explicando a lo largo de todo el trabajo, pero los pactos parasociales en las entidades de capital riesgo tienen una relevancia alta y merecen su punto concreto dentro de este trabajo. Los pactos parasociales tienen una serie de características que los hacen idóneos para la práctica del capital riesgo que, como se ha explicado, tiene muchos obstáculos legislativos para su correcto funcionamiento. En este sentido, podemos destacar 4 conceptos claros⁶¹;

- i) Es un acuerdo entre los socios de una sociedad.

⁶⁰ Además, el BOE de 27 de marzo de 2018 estableció la obligatoriedad de identificar al titular real de la sociedad, debido a la transposición de la legislación europea en relación con la prevención del blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo.

⁶¹ Martín de Vidales Godino, M. y Sampredo Martín, A., “Los pactos de accionistas: contenido, fines y eficacia”, Revista española de Capital Riesgo, 2008, n. 1, p. 15.

- ii) Se trata de un acuerdo privado, que prevalece sobre lo dispuesto en los estatutos sociales. No son oponibles frente a terceros, ni frente a la sociedad si no únicamente lo son entre las partes firmantes⁶².
- iii) Es un pacto privado no estatutario, ya que muchos de los acuerdos son difícilmente inscribibles en los estatutos.
- iv) Tienen por objetivo completar e incluso modificar el contenido de los derechos y obligaciones contenidas en los estatutos sociales.

Estos pactos ponen solución a muchos de los problemas mencionados *supra* y permiten a los fondos y sociedades gestoras funcionar de una manera más sencilla y eficaz. La única duda que cabe acerca de estos pactos privados es su exigibilidad entre las partes, es decir, los mecanismos para hacerlos vale. Resaltando que se amparan en los artículo 1.091 CC (“las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse al tenor de los mismos”) y 1.255 CC (“los contratantes pueden establecer los pactos, cláusulas y condiciones que tengan por conveniente, siempre que no sean contrarios a las leyes, a la moral, ni al orden público”), otorgándoles validez y plena eficacia interpartes. En este sentido, el Tribunal Supremo entiende que se puede impugnar un acuerdo social que sea contrario al contenido de estos pactos, siempre y cuando los mismos no afecten a terceros. Si tenemos en cuenta que lo que regulan estos pactos suele ser asuntos únicamente relacionados con los socios y no con terceras partes, podemos confiar en la plena validez de los pactos parasociales en la vida de la sociedad.

En definitiva, estos pactos suponen una herramienta al alcance de los socios para poder salvar todas estas rigideces legales, en la medida de lo posible legalmente. Y va a permitir que se puedan ver satisfechas las especialidades que cuentan estas entidades en su funcionamiento.

4. ANÁLISIS DE LAS ADQUISICIONES APALANCADAS (LBO)

En esta parte del trabajo no vamos a detenernos a explicar detalladamente que es un LBO, sus características financieras o algún ejemplo característico. Vamos a centrarnos, tras realizar una breve introducción, en los aspectos especiales de este tipo de operaciones,

⁶² Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho de Sociedades. Tomo 2. P. 95 Thomson Reuters. Tercera edición.

como las estructuras contractuales más utilizadas, sus ventajas, problemas (de manera concisa a la prohibición de asistencia financiera) y sus posibles implicaciones concursales. Debido a que se trata de un trabajo muy estudiado, a los que nos remitimos para una lectura más detallada y profunda.

4.1 Concepto y antecedentes de este tipo de operaciones

El Leveraged Buy-Out (en adelante, “**LBO**”) es un método de adquisición de empresas mayoritariamente utilizado por los Private Equity. Se puede definir como o “*una actividad financiera consistente en proporcionar recursos a medio y largo plazo, pero sin vocación de permanencia ilimitada, a empresas que tienen dificultad para acceder a otras fuentes de financiación, como el mercado de valores o el crédito bancario*”⁶³. Como todas las inversiones realizadas por este tipo de entidades, su objetivo final es la creación de valor u obtención de un beneficio tras la desinversión en la empresa *target*.

Los LBO fueron, en cierta medida, inaugurados por Korhberg, Kravis and Roberts (KKR), uno de las principales firmas de PE a nivel mundial. En 1978 adquirieron el grupo Houdaille por 355 millones de dólares, el fondo se dio cuenta de que esta empresa era más valiosa de manera separada que junta, por lo que decidió adquirirla para luego separar sus empresas subsidiarias⁶⁴. Se trataba de una empresa cotizada en la bolsa neoyorquina que estaba pasando por momentos de apuros a nivel financiero y organizacional. En este sentido, KKR decidió, junto con empleados y directores de la compañía, adquirir un paquete de acciones considerable para intentar rescatarla y obtener rentabilidad en el momento de la desinversión. Se trata de la primera operación de LBO relevante en la historia moderna, en ese momento KKR únicamente tenía un 1/300 del precio de adquisición, el 99% de los 355 millones de dólares los consiguieron mediante préstamos de bancos y de participaciones por parte de inversores institucionales o *limited partners*.

A raíz de esta operación, los LBO vieron incrementada su importancia de manera exponencial hasta la actualidad, donde se ha convertido en una de las principales herramientas usadas por las ECR a la hora de acometer operaciones grandes o complejas, ya que les permite ampliar su *scope* y poder buscar oportunidad que, sin la asunción de

⁶³ Cortés, L.J., “Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo”, Curso de Derecho Mercantil II, Thompson Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 474.

⁶⁴ Gross, D., “Kohlber Kravis Roberts & Co. and the Levereg Buyout”, Forbes Greatest Business Stories of All Time, p. 4.

deuda, no sería posible su adquisición. Además, que los niveles de rentabilidad se van a ver incrementados gracias a la estructura financiera y contractual de estas operaciones.

Por lo tanto, un LBO se trata de una adquisición apalancada de una empresa *target*, es decir, esta compra será financiada en su mayoría por deuda externa, la cual será repagada con los flujos de caja generados por la empresa adquirida, ya que todas estas deudas que se han contraído a la hora de realizar la operación, pasan a integrar el pasivo de la empresa *target*⁶⁵. La principal característica de este tipo de operaciones es que “la posibilidad de obtener financiación no se apoya en la solvencia económica de la entidad adquiriente sino en la capacidad de generación de circulante y de la protección ofrecida por el valor de los activos de la sociedad adquirida”⁶⁶.

Sin ningún tipo de duda este tipo de operaciones se encuadran en el contexto de la compraventa de empresas. Existe cierta discusión sobre si la naturaleza de los LBO es civil o mercantil. Para autores como Segura de Lassaletta, los LBO son transacciones de naturaleza jurídica civil⁶⁷. Sin embargo la mayoría de la doctrina y la jurisprudencia aboga por el carácter mercantil de estas operaciones⁶⁸.

A pesar de esta discusión, lo que si resulta claro es que tanto el Código Civil (“CC”) como el Código de Comercio (“CCom”), son insuficientes a la hora de regular estas operaciones tan complejas, tomando como base la autonomía de la voluntad recogida en el artículo 1.255 CC, se ha ido “configurando una instrumentación jurídica sofisticada” y completa, acorde a estas operaciones⁶⁹.

⁶⁵ Cruz Manzano, M., “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, Banco de España, Revista Estabilidad Financiera n. 13, p. 35

⁶⁶ Sanz Bayón, P. y Palomero Bnezarraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, Revista Doctrinal n. 3, vol 2, Aranzadi, 2013. p. 4.

⁶⁷ Segura De Lassaletta, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones, Marcial Pons, 2006, p. 141 y ss.

⁶⁸ Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 donde se estipula que “la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio [...] por un precio, debe ser considerado como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio”. Sentencia obtenida de la Tesis Doctoral “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo” de D. Antonio Serrano Acitores.

⁶⁹ Serrano Acertis, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo”, Tesis Doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, 2012, p. 172

Por lo tanto, estas operaciones se han ido construyendo sobre el principio de la autonomía de la voluntad contractual, siempre dentro de los límites legales fijados en nuestro ordenamiento jurídico. Como se explica en el siguiente apartado, se trata de una estructura contractual muy compleja y no exenta de problemas, siendo el principal de ellos la prohibición de la asistencia financiera.

Por último, dado que la parte regulatoria más destacada de este tipo de operaciones es la prohibición de asistencia financiera, se tratará en un epígrafe separado.

4.2 Estructura contractual

La forma más común de articular este tipo de operaciones es mediante la constitución o compra de una sociedad vehículo, generalmente denominada Newco, la cual será una sociedad vacía hasta que adquiera la deuda y las aportaciones de capital por parte del fondo y con ello, adquirirá las acciones o participaciones de la *target*⁷⁰.

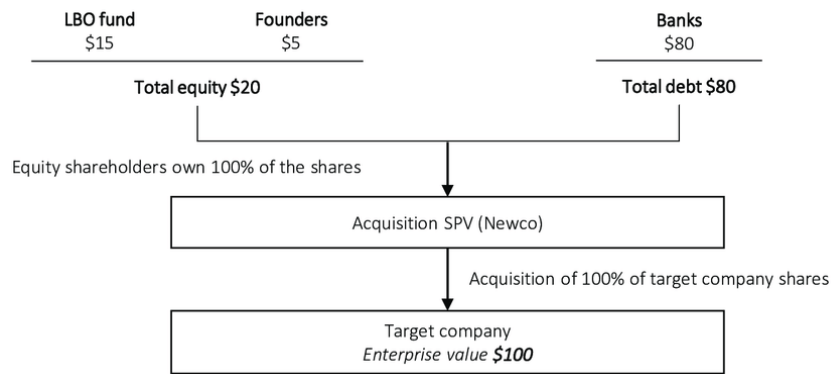
Es la sociedad *target* la que va a soportar el coste de la deuda, ya que tras la fusión de la Newco con la *target*, el pasivo pasará a formar parte de su pasivo. Será la *target* la que con sus ingresos o flujos de caja obtenidos en la explotación del negocio, se amortizará la deuda contraída para su adquisición, mediante reparto de dividendos o concesión de préstamos⁷¹.

En este sentido es donde se plantea el principal problema de este tipo de operaciones, la **prohibición de asistencia financiera** contenida en la LSC. Analizaremos este punto en los siguientes apartados. A continuación se expone un esquema muy simple de cómo funciona una operación LBO⁷²:

⁷⁰ Ibid. p 174

⁷¹ “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, p. 3.

⁷² Gráfico obtenido de Haloui, Mouad & Aboulaich, R., “Leveraged buyout booms and busts: Can Islamic finance help prevent and mitigate such market distortions?”. Investment Management and Financial Innovations. 2019, p. 305.



Entrando al detalle en la estructura contractual de este tipo de operaciones, podemos diferenciar dos partes, una primera parte preliminar que engloba los acuerdos preliminares y una segunda parte donde se formaliza el contrato de compraventa o el *Share Purchase Agreement (SPA)*.

4.2.1 Acuerdos preliminares

Esta fase de la operación, está caracterizada por una serie de acuerdos preliminares donde la responsabilidad es inexistente o es muy reducida en comparación con momentos posteriores. En esta fase se pueden encontrar distintas figuras o instrumentos precontractuales, entre estos, se puede destacar el precontrato, el contrato de opción, *Non-Disclosure Agreement (NDA)*, la carta de intenciones (*Letter of Intent* o *LOI*) y el *Memorandum of Understanding (MoU)*.

Explicaremos brevemente las dos últimas figuras precontractuales al ser las más comunes en sede preliminar de estas operaciones.

- **Letter of Intent:** se trata de un instrumento comúnmente utilizado en operaciones de adquisición de empresas, y se suele suscribir al inicio de la misma. Tal como se ha explicado, “*carece de carácter vinculante, su finalidad principal es la de dejar constancia de la voluntad de las partes de llevar a cabo en un futuro próximo una determinada operación o negocio jurídico entre las mismas, conforme una serie de condiciones básicas*”⁷³.

⁷³ Mesa, J.M., “La carta de intenciones en las fusiones y adquisiciones”, Mariscal & Abogados. (Disponible en: <https://www.mariscal-abogados.es/la-carta-de-intenciones-en-las-fusiones-y-adquisiciones/>)

Por lo tanto, funciona como una declaración de voluntades entre las partes con la especialidad de la ausencia de responsabilidad en caso de incumplimiento. Las principales cláusulas que se incluyen son;

- (i) Términos mínimos de la operación (estructura, precio inicial, plazo, mecanismos de precio; *Locked Box* o *Purchase Price Adjustment...*)⁷⁴
- (ii) Obligación de exclusividad a favor del comprador.
- (iii) Confidencialidad, normalmente mediante un Non Disclosure Agreement (“NDA”) anexo a la LOI.
- (iv) Proceso de *Due Diligence*⁷⁵.

Aunque no suele generar responsabilidad inter partes, el desistimiento injustificado, podría desembocar en cierta responsabilidad *in contrahendo*.

- **Memorandum of Understanding.** Se puede definir como “*aquellos documentos bilaterales en los que se plasman documentalmente los acuerdos parciales sobre el contrato proyectado que se han ido alcanzando por las partes durante la negociación, y que tienen por finalidad acreditar el estado de las negociaciones de cara a un potencial conflicto o una posible reclamación, y permitir avanzar en la negociación partiendo de unos términos ya consensuados sobre los que en principio no se requiere más negociación*”⁷⁶. En conclusión, son un tipo de instrumento

⁷⁴ El método **Locked Box** supone un cambio en el paradigma de las operaciones en tanto es más reciente que el PPA. Este método supone pactar un precio fijo, usando unos estados financieros anteriores al cierre de la operación. Se asume que la target no realizará salidas de caja en favor del vendedor, denominado *leakage* (dividendos, préstamos intra grupo...) excepto aquellos expresamente permitidos, y si lo hiciera, está sujeto al pago de una cantidad en concepto de indemnización. Como el propio nombre indica, no es susceptible de modificación tras el cierre. Para más información, Serra, E., “El locked box en tiempos de crisis”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 4, 2011, p. 33-41, entre otros.

El método **PPA** es el tradicional, este mecanismo permite el ajuste de precio tras la fecha del cierre de la operación. En este sentido, se prepara lo que se conoce como *completion accounts* y, en base a los mismos, utilizando ratios pactados previamente, se calcula el precio final.

⁷⁵ “La carta de intenciones en las fusiones y adquisiciones”. Cit.

⁷⁶ “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo” p. 374.

preliminar que busca establecer ciertos acuerdos parciales en relación con el contrato de compraventa.

4.2.2 Contrato de compraventa

En este apartado, no se va a tratar de manera genérica el contrato de compraventa de participaciones o acciones, sino que se va a explicar aquellas cláusulas más comunes o específicas de los SPA en relación con las adquisiciones apalancadas y que lo diferencian de un contrato de compraventa de empresas corriente. Las cláusulas diferenciales que contienen los contratos en los que se articula un LBO son las siguientes;⁷⁷

- **Ratio de endeudamiento y la solvencia de la *target*.** Se refiere a la capacidad que tiene la *target* de soportar el ratio de endeudamiento al que va a ser sometida, que suele ser muy alto⁷⁸. Esta cláusula busca asegurar la capacidad para endeudarse hasta que el comprador adquiriera la financiación necesaria para poder realizar la compra de las acciones o participaciones. Es primordial este aspecto ya que un LBO se articula con altísimos niveles de deuda.
- ***Rolling Warranties*.** Esta cláusula busca que las representaciones y garantías (R&W) formuladas en el SPA sean aplicables en el periodo que oscila entre la firma y el cierre, que no tienen por qué ser simultáneos (en el caso que haya condiciones suspensivas). De esta manera el comprador se está defendiendo de que las R&W deban mantenerse durante este lapso de tiempo y, en caso de falsedad de las mismas, se puedan ejecutar los mecanismos de reclamación.
- **Cláusula de escape.** Esta cláusula es común cuando la financiación necesaria para la ejecución de la compra se consigue en un estadio posterior a la firma. Se articula en favor del vendedor, de tal manera que si el comprador no encuentra o consigue la financiación externa, se entenderá el contrato resuelto.

⁷⁷ *Ibid.* p. 448

⁷⁸ Este ratio se obtiene al dividir las deudas tanto a largo como a corto plazo por el patrimonio neto de la *target*. Se recomienda que sea igual o inferior a 1. (Disponible en: <https://wiki-finanzas.com/index.php?seccion=Contenido&id=2012C0486#:~:text=Es%20una%20ratio%20financier%20que,la%20que%20cuenta%20la%20empresa.>)

- **Drop dead clause.** Esta cláusula establece una fecha límite para cerrar la operación y ejecutar definitivamente la compra de las participaciones⁷⁹. De no consumarse la compra en la fecha establecida, el contrato queda resuelto sin posibilidad de reclamar indemnización alguna entre las partes.

- **Refinanciación de la deuda.** Normalmente la deuda *senior* se utiliza para refinar la deuda que poseía la *target*, buscando unas condiciones más beneficiosas, debido a la enorme cantidad de nueva deuda que va a formar parte de su pasivo⁸⁰. Para ello, es necesario establecer mediante esta cláusula, la capacidad de los compradores para renegociar los términos de esta deuda con las entidades financieras pertinentes.

- **Cesión del contrato.** En los LBO la cesión del contrato tiene ciertas especialidades. Ya que dado el caso de que la operación fracase, será más fácil ceder el contrato y los derechos y obligaciones bajo el mismo, es decir, vender de nuevo la *target*, que ejecutar las garantías pactadas⁸¹.

Como apunte final a este apartado, se debe tener en cuenta que si la empresa *target* cotiza en algún mercado de valores, las condiciones o cláusulas serán distintas. En este sentido, será el régimen de OPA ((LMV y RD 1066/2007⁸²) el que regule este tipo de compras (si se alcanzan los umbrales establecidos en la misma), además que se tendrá que excluir la *target* de cotización mediante lo que se conoce como una operación *public to private* (P2P), entre los mecanismos para realizarlo, destacan la

⁷⁹ Disponible en: <https://www.investopedia.com/terms/d/drop-dead-date.asp>

⁸⁰ La **deuda senior** es aquella cuya principal característica es que se coloca por delante de la deuda junior, participaciones preferentes y acciones ordinarias en el orden de prelación de créditos y, por tanto, es la deuda que antes debe ser devuelta si la compañía emisora quiebra. Además, la deuda senior suele ir acompañada de un colateral que garantiza su pago en caso de quiebra de la compañía emisora. (Disponible en: [https://www.edufinet.com/preguntas/renta-fija/que-diferencia-hay-entre-la-deuda-senior-y-la-deuda-junior#:~:text=La%20deuda%20senior%20o%20preferente,si%20la%20compa%C3%B1a%20emisor%C3%A1%20quiebra.](https://www.edufinet.com/preguntas/renta-fija/que-diferencia-hay-entre-la-deuda-senior-y-la-deuda-junior#:~:text=La%20deuda%20senior%20o%20preferente,si%20la%20compa%C3%B1a%20emisor%C3%ADa%20emisor%C3%A1%20quiebra.)

⁸¹ “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo” p. 448.

⁸² Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

OPA de exclusión, el *squeeze out*⁸³ o compra forzosa de acciones o la aplicación de alguno de los supuestos de excepción del artículo 11 del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores⁸⁴.

4.3 Problemática e implicaciones concursales derivadas de los LBO

Como se ha venido indicando a lo largo de esta parte del trabajo, uno de los principales problemas que tienen los LBO, es su encaje jurídico debido a la prohibición de asistencia financiera contenida en la LME. Considerando este problema y las posibles implicaciones concursales que tienen estas operaciones, centraremos este punto únicamente en esas dos cuestiones.

La prohibición de asistencia financiera pretende evitar que la empresa adquirida, concretamente sus activos y flujos de caja, financie el endeudamiento de la adquirente. Con esta prohibición se pretende proteger a los acreedores de la entidad adquirida, en tanto van a ver sus derechos de crédito comprometidos debido al excesivo endeudamiento. Esta prohibición se recoge en los artículos 143, 149 y 150 LSC, que establece el marco legal para las sociedades limitadas y las anónimas.

Centrándonos en el art. 150 LSC, contiene una serie de supuestos que quedan prohibidos al tenor literal del precepto, entre ellos, encontramos la anticipación de fondos, concesión de préstamos, constitución de garantía y cualquier tipo de asistencia financiera. Está claro que este artículo adolece de una extrema amplitud y resulta ser muy gris, ya que ha tenido que ser la doctrina y jurisprudencia quien siente el contenido exacto de estos conceptos. La doctrina entiende que cuando el artículo se refiere a “asistencia financiera” supone una cláusula de cierre y es lo que realmente se está prohibiendo en la ley, y que el resto son ejemplos de lo que puede suponer asistencia financiera⁸⁵.

⁸³ El procedimiento de **compra forzosa de acciones** (*squeeze out*) permite al accionista mayoritario de una empresa cotizada adquirir automáticamente la propiedad de las acciones de los accionistas minoritarios tras una oferta pública de adquisición. Funciona como un derecho de arrastre o *drag along*. (obtenido de: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=3e6bf644-9a94-4d13-b8fc-e4b65c59a44a#:~:text=The%20squeeze%2Dout%20procedure%20entitles,private%20companies%20in%20shareholders%20agreements.>)

⁸⁴ Cazorla, L., “¿Qué es una operación Public-to-Private o «P2P»?”, El Blog de Luis Cazorla. (Disponible en: <http://luiscazorla.com/2014/02/que-es-una-operacion-public-to-private-o-p2p/>)

⁸⁵ “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, p. 13.

En definitiva, se trata de una prohibición que busca la protección de los acreedores de la empresa adquirida y la propio empresa. Trata de evitar que sea la misma *target* la que garantice o financie el endeudamiento del fondo de CR.

La manera más común para evitar esta prohibición es mediante lo que se conoce como una fusión apalancada o *forward merger* LBO. Esta fusión se lleva a cabo mediante el mecanismo ya explicado, es decir, el fondo crea una sociedad vehículo normalmente denominada Newco, que se endeuda para adquirir la *target*. Tras la compra de las acciones o participaciones, se produce la fusión por absorción de la *target* por parte de la Newco⁸⁶. Esta fusión se lleva a cabo mediante el procedimiento establecido en el art. 35 LME, de esta manera, si se cumple todo lo establecido en este artículo, se podrá eludir la prohibición de asistencia financiera ya que protege los intereses de los acreedores y socios afectados (por sus derechos de crédito y dilución de sus participaciones respectivamente).

En mi opinión, poder eludir tal prohibición mediante una fusión “más compleja” en cuanto a requisitos se refiere, vacía de contenido el art. 143.2 y 150 LSC y no permite cumplir con su objetivo final, es decir, la protección de los intereses de las partes afectadas. Ya que es relativamente fácil eludir la aplicación de la misma y este tipo de operaciones son de lo más común en el mundo del Capital Riesgo. Creo que se dan por hecho muchos riesgos que están implícitos en los LBO, especialmente el alto nivel de deuda adquirido, y que de ninguna manera quedan reflejados en el art. 35 LME.

Por lo tanto, en a mi modo de entender, pienso que la regulación de estos puntos es muy deficiente y los legisladores deberían intentar incluir ciertos ratios financieros o endeudamiento o límites similares que dificulten este tipo de operaciones (cuando sean especialmente arriesgadas) por el riesgo de insolvencia que llevan aparejado y la poca protección que ofrecen a las potenciales partes afectadas. Especialmente la empresa y su viabilidad en el medio y largo plazo que son quienes realmente soportan los riesgos de esta operación. Se debe recalcar el incremento del riesgo de entrar en concurso de acreedores por parte de la *target* que supone este tipo de operaciones⁸⁷.

⁸⁶ Ibid. p. 25

⁸⁷ “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, cit. p. 11

Los LBO son operaciones donde los niveles de deuda alcanzados son excesivamente altos, tienen ventajas sobre la utilización de fondos propios, pero también tienen riesgos, como son las implicaciones concursales que puede derivar este enorme endeudamiento. Son muchos los autores que piensan que la regulación del procedimiento de fusión apalancada es deficiente en cuanto a única vía para implementar un LBO evitando la prohibición, ya que no va a contemplar el riesgo que supone este tipo de operaciones y que puede desembocar en situaciones de insolvencia y, por ende, en concurso de acreedores⁸⁸.

A este respecto, el principal problema va a aparecer en el momento que los flujos de caja generados por la *target* no sean suficientes para pagar la deuda contraída. Es decir, que no se cumplan las previsiones de generación y no sea posible cumplir el calendario de amortización de la deuda contraída. Los dos principales problemas que surgen son, si la fusión podría ser considerada como un acto perjudicial contra la masa y si, declarado el concurso, los contratos de financiación deberán tenerse en cuenta y clasificarse de acuerdo a lo establecido en los mismos.

Respecto a la primera de las dos situaciones, resulta de aplicación lo contenido en el art. 226 TRLC, de esta manera si se prueba que la masa activa tendría más valor de no haberse producido la fusión apalancada, podría, con base a este precepto, ser rescindida y ejecutar la oportuna acción de reintegración. Sin embargo, la Ley de Modificaciones Estructurales (“LME”) parece proteger las fusiones y evitar que se pueda impugnar la fusión apalancada⁸⁹. En concreto, el artículo 47 LME protege la fusión de posibles ataques, en su primer apartado establece que ninguna fusión puede ser impugnada si se ha realizado conforme a lo establecido en la LME y ha sido inscrita correctamente. Y, el apartado 2, otorga un plazo muy breve para poder impugnar la fusión. La mayor parte de la doctrina entiende que es muy difícil, si no imposible, impugnar una fusión de estas características, ya que sería excesivamente complejo deshacer la operación y reintegrar todo en la masa activa, incluso los vendedores pasarían a ser acreedores subordinados de la *target*. Además, el perjuicio a probar para poder ejercitar la acción de rescisión debe aparecer en el momento en que se realiza la fusión y no en el momento en que se pretende ejercitar la

⁸⁸ Ibid. p. 30

⁸⁹ Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo” p. 347

acción⁹⁰. A mi modo de entender, parece que tanto la ley como la doctrina se muestran reacios a esta solución, ya que atendiendo al sentido de la ley, parece que ya se ofrecen mecanismos de defensa frente a este tipo de operaciones y no tendría sentido rescindirla sin haber hecho uso de estos mecanismos de defensa y oposición.

Por lo tanto, parece muy difícil que una fusión apalancada sea rescindida apoyándose en que ha sido perjudicial para la masa. Únicamente serán rescindibles aquellos acuerdos que tuviesen vicios no susceptibles de detección por los registradores o lo que es lo mismo, si había irregularidades que sí tuvieron que ser calificadas, la fusión no podrá ser rescindida⁹¹.

En mi opinión y en línea con el sentido de la TRLC y LME y la mayoría doctrinal, creo que la acción de rescisión es una medida muy drástica y extrema y que no sería necesario recurrir a ella si se hubiese hecho uso de los mecanismos de protección frente a estas operaciones contenidos en las leyes. Como establece alguna parte de la doctrina, la LME ya contiene los mecanismos de protección y de oposición frente a las operaciones de modificación estructural, por ejemplo el contenido en el art. 44 LME, siendo los acreedores de las sociedades que se fusionan los titulares de dicho derecho de oposición. En definitiva, todo hace pensar que no se debe rescindir estas operaciones, por cuanto las leyes ya ofrecen los mecanismos necesarios para oponerse o impedir la si se aprecia en su momento que es perjudicial para la compañía absorbida.

En segundo lugar, respecto la calificación de los créditos nacidos de los contratos de financiación contraídos para acometer la compra. En estos contratos se suele incluir una cláusula que trate la clasificación de los créditos en caso de concurso (válido únicamente inter partes). A grandes rasgos, se suele diferenciar entre deuda *senior*, deuda *secon lien* (se trata de un instrumento de deuda híbrido entre la deuda *senior* y la *mezzanine*) y deuda *mezzanine* entre otras. Siendo la primera de ellas la que posee mayores garantías (normalmente garantizado con los activos de la target o una prenda sobre las

⁹⁰ Pérez, J., “El perjuicio patrimonial y la posibilidad de rescisión independiente de las garantías en el concurso”, boletín de Derecho Mercantil, 2012 (disponible en <https://elderecho.com/el-perjuiciopatrimonial-y-la-posibilidad-de-rescision-independiente-de-las-garantias-en-el-concurso>).

⁹¹ Sánchez-Calero, J. y Fernández, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, 2011, p. 148

participaciones de la misma) y preferencia en el repago de la misma (se suele estipular en los contratos entre acreedores o *Intercreditor Agreement* o “ICA”)⁹². Es conveniente recordar en este punto, que parte de la deuda contraída servía para refinanciar la deuda existente, lo que puede suponer que esta se subordine a la nueva deuda y vea relegada su consideración y, por lo tanto, su posible pago en caso de concurso.

En este aspecto, es importante hacer hincapié en que el orden jerárquico establecido en los contratos de financiación tiene naturaleza exclusivamente contractual, de lo cual se derivan una serie de consecuencias clave. En primer lugar, solo va a ser vinculante a los acreedores que son parte del ICA y no podrá afectar a la calificación concursal de los créditos, es decir, como privilegiado, ordinario o subordinado⁹³. Esto puede ser de gran relevancia para los acreedores.

Una de las soluciones que se suele pactar para evitar esto, es que sea el acreedor *senior* el que solicite el concurso, de esta manera de acuerdo al art. 280.7 TRLC, la mitad del importe del crédito del que sea titular será calificado como privilegiado general. Normalmente se pactan unas reglas entre los acreedores para el reparto de los fondos obtenidos en el concurso⁹⁴. De esta manera, se va a evitar que un acreedor con deuda *mezzanine* tenga un privilegio mayor que uno *senior*.

Como concluiremos a continuación, los LBO tienen mucha fama de generar situaciones de insolvencia o concurso y, al ser operaciones con muchos tipos de deuda y distintos tramos dentro de la misma, son de gran relevancia concursal. Desde mi breve experiencia práctica, el tratamiento concursal que se le da a estas operaciones vacía de contenido muchos de los acuerdos de financiación que se firmaron en el momento de estructurar la operación ya que la calificación concursal y la masa pasiva, queda regulada en la propia ley y no se rige por el principio de la autonomía de la voluntad⁹⁵. Por lo que el sentido de

⁹² Cruz Manzanos Frías, M., “La evolución de las operaciones de Leveraged Buy Out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, *Estabilidad Financiera*, n. 13, 2007, pág. 33 y ss.

⁹³ Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo” p. 349-350

⁹⁴ *Ibid.* p. 350

⁹⁵ Para un análisis en mayor profundidad sobre la calificación de los créditos y la masa pasiva del concursado, ver Veiga Copo, A. y Martínez Muñoz, M., “El acreedor concursal en el derecho concursal y preconcursal a la luz del texto refundido de la ley concursal”, Thomson Reuters Civitas, 2020, Veiga Copo, A., “Los créditos subordinados en procesos de insolvencia. Especial situación de los créditos de sociedades”, *Aranzadi Revista Doctrinal*, 2011 o Veiga Copo, A., “La delimitación de la masa pasiva en el concurso”, 2004.

los acuerdos de entre acreedores u otros similares, se centra únicamente en intentar obtener el mayor repago de la deuda posible en caso de concurso, esto lo hacen apoyándose en el artículo 280.7 TRLC como ya se ha mencionado. Tendremos que analizar el impacto de la Directiva de reestructuraciones en este campo, la cual contiene mecanismos de alerta temprana y de reestructuración preventiva con el objetivo de evitar estas situaciones de insolvencia y concurso.

5. CONCLUSIONES

1. En primer lugar, se ha podido comprobar la importancia que tienen las ECR en la economía española debido a su activismo y a la cantidad de ventajas que generan en el mercado. Desde la aportación de experiencia en sectores muy concretos hasta financiación de fácil acceso y con más beneficios incorporados que los métodos de financiación tradicional, ya sean bancos, mercado de capitales o ampliaciones de capital. Como se ha explicado en el apartado correspondiente, las ECR han facilitado el acceso a financiación a muchas empresas y ha permitido aumentar la competencia interna dentro de determinadas industrias gracias a la inyección de capital y de gestión que viene ligado a esta inversión.

Estas entidades tienen gran parte de su origen en el derecho anglosajón y por lo tanto nuestra regulación aun es deficiente e impide que operen al máximo de eficiencia. A nivel internacional la regulación está mucho más avanzada y adaptada a la realidad de las ECR, España se encuentra un par de escalones por detrás de las principales potencias del PE y VC. En este trabajo se ha hecho mención a algunas de las principales deficiencias que tiene la legislación actual respecto a las ECR. Aun así, el margen de mejora aún es muy amplio y esto va a permitir que el sector siga creciendo a un ritmo muy alto.

2. Además, se ha podido observar el tremendo impacto que ha supuesto en este mercado la pandemia originada por el COVID-19, tanto en la actividad del mismo como en la manera de actuar de los operadores. Se espera que en los próximos meses del año, esta actividad vuelva aún más fuerte que antes de la pandemia debido al excedente de dinero y fondos que cuentan estos fondos. Además de las innumerables oportunidades de inversión que han surgido a raíz de la crisis derivada del COVID-19, ya que muchas empresas están pasando por dificultades y la inversión inicial va a ser menor

y si la recuperan la rentabilidad puede ser muy alta. Todo esto, se ha visto potenciado por la flexibilidad y ayudas que ha implementado el Estado, con el único objetivo de recuperar los niveles de actividad económica previos a la pandemia. Estas medidas urgentes van a suponer grandes oportunidades para las ECR, lo que ayudará a aumentar su importancia dentro de nuestra economía.

3. En cuanto a los LBO, se ha podido observar cómo va de la mano de los PE debido a los importes y las empresas target que caracterizan este tipo de operaciones. A pesar de suponer una forma de adquirir empresas que lleva aparejadas numerosas ventajas, como la mayor rentabilidad a los fondos propios aportados, la posibilidad de adquirir empresas más grandes o ciertas ventajas post-adquisición como son el escudo fiscal o la eliminación de los costes de agencia, se tratan de operaciones de un riesgo desmesurado.

Este riesgo no está perfectamente contemplado en la legislación y se trata de un aspecto a mejorar de cara al medio y largo plazo, para poder garantizar el correcto funcionamiento de estas empresas y evitar ciertos abusos que puedan cometer sobre empresas vulnerables o más pequeñas que estén necesitadas de la inversión que realizan estas entidades para poder reflotar o expandir su negocio.

4. Entre estos problemas, primero debemos comentar la prohibición de asistencia financiera contenida en la LSC, como se ha comentado en el apartado respectivo, en mi opinión se trata de una prohibición fácilmente eludible y que, de ninguna manera, se ajusta a la realidad ni consigue proteger los intereses de los afectados. Se trata de una regulación muy mejorable y que, como pasa con las ECR y su funcionamiento, no se ajusta a la realidad de la misma y se vuelve en cierta medida vacía e inoperante, en cuanto se puede salvar con una fusión sujeta a ciertas características. Pero creo que se obvia quien soporta el riesgo de las operaciones y la protección que se les ofrece, en mi opinión, es escasa.
5. Enlazando con lo último, muchas LBO devienen en concurso de acreedores, debido a la incapacidad de la sociedad fusionada de generar los flujos de caja suficientes para cumplir el repago de la deuda contraída. Los concursos de acreedores son momentos muy delicados dentro de la vida de una sociedad, y los LBO propician la celebración de concursos en empresas que antes de la operación no tendrían que haber sido

declaradas en concurso. Es por ello, por lo que creo que la regulación actual no es fiel a la realidad y se deberían incorporar más límites o ratios a cumplir para poder acometer este tipo de operaciones con la mayor garantía posible. Además de intentar ajustar o buscar un equilibrio con el funcionamiento real de estas entidades, ya que, como se viene diciendo a lo largo del trabajo, la legislación no se encuentra en el mismo escalón que el verdadero funcionamiento de las ECR y esto genera ciertas ineficiencias y riesgos no contemplados que provocan este tipo de problemas.

6. En definitiva, este es un tema aún por explotar en España, tanto a nivel operacional como regulatorio. Habrá que observar atentamente el devenir de los años para ver qué camino toma esta industria y ver si adquiere la importancia capital que tiene en otros países como EEUU o Reino Unido. Parece que la pandemia va a acelerar el proceso de adaptación de la legislación al funcionamiento de estas entidades y que podremos ver muchos avances en los próximos años e incluso meses.

6. BIBLIOGRAFÍA

Amantegui, J., Azzouzi, S. y García, T., “Ley 22/2014: el nuevo marco normativo del capital riesgo español”, Briefings Clifford Chance, 2014.

Andres, C., Betzer, A. y Hoffmann, M., “Going private via LBO – shareholders gains in the European markets”, Review of University of Bonn, 2003.

Arango, L y Durango, M., “Private equity y venture capital; diferenciación y principales características”, Clío América, vol. 8, n. 16, 2014.

Bayón, A., “El BCE alerta del alto apalancamiento de las compras de capital riesgo”, Cinco Días El País, 2 de junio de 2020. Disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/06/01/mercados/1591035647_478034.html)

Cazorla, L., “¿Qué es una operación Public-to-Private o «P2P»?”, El Blog de Luis Cazorla. (Disponible en: <http://luiscazorla.com/2014/02/que-es-una-operacion-public-to-private-o-p2p/>)

“¿Cómo son las pymes en España? [Infografía Estudio 2015]”, Facto, por tu interés, 28 enero 2016 (Disponible en: <http://www.cuentafacto.es/tu-interes/pymes-espana-estudio-2015/>)

Cortés, L.J., “Inversión Colectiva, Titulización de activos financieros. Capital Riesgo”, Curso de Derecho Mercantil II, Thompson Civitas, Cizur Menor, 2007.

Cruz Manzano, M., “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”, Banco de España, Revista Estabilidad Financiera n. 13.

De Los Ríos, S., Rodríguez, I. y Sáenz-Díez, R., “Iniciativas públicas e la industria europea de capital riesgo: una comparativa entre programas del Reino Unido y

España”, Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales, n. 100, 2017.

Ferrán, E., “After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU”, European Business Organization Law Review n. 12, 2017.

Fundamentos de Derecho Empresarial. Derecho de Sociedades. Tomo 2. P. 95 Thomson Reuters. Tercera edición.

García Rodríguez, A., “Unión Europea. La Directiva AIFMD y su transposición en España”, Actualidad Jurídica Uría Menéndez, n. 35, 2013.

Gilligan, J & Amess, K., “The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know”, Venture Capital, n. 11:1, 2009.

Gross, D., “Kohlber Kravis Roberts & Co. and the Levereg Buyout”, Forbes Greatest Business Stories of All Time.

Gusti, G., “Private equity deal making post-AIFMD: asset stripping rules”, Diritto Bancario, 13 marzo 2014. (Disponibile en:

<https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/private-equity-e-venture-capital/private-equity-deal-making-post-aifmd-asset-stripping-rules>)

Haloui, Mouad & Aboulaich, R., “Leveraged buyout booms and busts: Can Islamic finance help prevent and mitigate such market distortions?”, Investment Management and Financial Innovations. 2019.

Heapey, M., “Ventajas de la financiación mediante sociedades de capital riesgo”, Estrategia financiera, n. 218, junio 2005.

Hill, P., “Private equity acquisitions - asset stripping rules”, Lexology, 5 junio 2015. (Disponible en: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8bbd4dbf-8ab5-4f8f-87b0-545cc0889113>)

Martí Pellón, J., “El Efecto del capital riesgo”, Partida Doble, n. 192, 2007.

Martín de Vidales Godino, M. y Sampedro Martín, A., “Los pactos de accionistas: contenido, fines y eficacia”, Revista española de Capital Riesgo, n. 1 2008.

Martínez-Echevarría, A., “El Capital-Riesgo: su operativa”, Thomson Reuters, Aranzadi, Navarra, 2014.

Martínez Muñoz, M., “Las oportunidades de la reestructuración empresarial para el capital riesgo en un contexto post COVID-19”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 4/2020.

McCahery, J, A., Vermeulen, E, P., “Private Equity regulation: a comparative analysis”, J Manag Gov, n. 16, 20 noviembre 2010.

Mesa, J.M., “La carta de intenciones en las fusiones y adquisiciones”, Mariscal & Abogados. (Disponible en <https://www.mariscal-abogados.es/la-carta-de-intenciones-en-las-fusiones-y-adquisiciones/>)

Miller, M., & Modigliani, F., “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” The American Economic Review, vol. 48, n. 3, 1958.

Muñoz, A., “La pandemia abre las puertas a que el capital riesgo amplíe sus periodos de inversión” , El Economista, 27 de octubre de 2020 (Disponible en: <https://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/10850036/10/20/La-pandemia-abre-las-puertas-a-que-el-capital-riesgo-amplie-sus-periodos-de-inversion.html>)

Paramio, V, Aldavero, F, R., “Las entidades de capital riesgo Pyme según la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, de Capital-Riesgo”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 2, 2015.

Payne, J., “Private Equity and Its Regulation in Europe”, European Business Organization Law Review, n. 12, 2011.

Perez cano, L., “Estructura de un Fondo de Capital Privado”, 8 de febrero de 2010, (Disponible en <http://www.capitalprivado.com.mx/2010/02/08/estructura-de-un-fondo-de-capital-privado/>)

Pérez, J., “El perjuicio patrimonial y la posibilidad de rescisión independiente de las garantías en el concurso”, boletín de Derecho Mercantil, 2012. (Disponible en <https://elderecho.com/el-perjuiciopatrimonial-y-la-posibilidad-de-rescision-independiente-de-las-garantias-en-el-concurso>).

Pulgar Ezquerria, J., “Reestructuración empresarial y alarma Covid 2019: legislación preconcursal y concursal de emergencia”, Diario La Ley, n. 9608, 2020

Pulgar Ezquerria, J., “Marcos de reestructuración preventiva y segunda oportunidad en la Directiva UE 2019/1023”, Diario La Ley, n. 9474, 2019.

Ramón Pintado, T. y García Pérez De Lema, D., “La participación financiera del capital riesgo español según la procedencia pública o privada de sus recursos”, Revista de Economía Industrial, n. 362, 2006.

Ruiz Bachs, S., “La prohibición del Asset Stripping en el artículo 71 de la Ley 22/2014”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 2, 2015.

Sánchez Monjo, M., “Los vehículos de inversión alternativa con forma societaria: el posible uso de figuras comanditarias y otras mejoras de lege ferenda”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, nº 24, 2019.

Sánchez-Calero, J. y Fernández, I., “Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso (Oportunidad y acierto del art. 35 LME)”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, 2011.

Sanz Bayón, P. y Palomero Benzarraf, A., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, Revista Doctrinal Aranzadi civil-mercantil, vol. 2, n. 3, 2013.

Segura De Lassaletta, R., “Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales”, Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones, Marcial Pons, 2006.

Serra, E., “El locked box en tiempos de crisis”, Revista Española de Capital Riesgo, n. 4, 2011.

Serrano Acitores, A., “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo”, Tesis Doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, 2012.

Streich, F., “Value drivers in leverage buyouts and its differences between primary and secondary buyouts: a quantitative analysis.” Copenhagen Business School, 2013.

Veiga Copo, A., “La Masa Pasiva del Concurso de Acreedores”, Editorial Civitas, 3ª edición, Thomson Reuters, 2017, p. 1469 y ss.

Veiga Copo, A. y Martínez Muñoz, M., “El acreedor concursal en el derecho concursal y preconcursal a la luz del texto refundido de la ley concursal”, Thomson Reuters Civitas, 2020.

Veiga Copo, A., “Los créditos subordinados en procesos de insolvencia. Especial situación de los créditos de sociedades”, Aranzadi Revista Doctrinal, 2011.

W. Fenn, G., Liang, N., Prowse, S., "The Private Equity Market: An Overview", Financial Markets, Institutions & Instruments, Vol. 6, 2001.

Fuentes legislativas

Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

Real Decreto Ley 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Informes de organismos institucionales

“¿Cómo son las pymes en España? [Infografía Estudio 2015]”, Facto, por tu interés, 28 enero 2016 (Disponible en: <http://www.cuentafacto.es/tu-interes/pymes-espana-estudio-2015/>)

CNMV, “Preguntas y respuestas sobre las normativa de IIC, ECR y otros vehículos de inversión colectiva cerrados” Consulta número 39.

European Commission, “Assessing the application and the scope of Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers”, 16 junio 2020. (Disponible en: https://ec.europa.eu/info/publications/200610-aifmd-application-scope-report_en)

Informe Anual sobre las PYMES europeas 2018/2019 realizado por Price WaterhouseCoopers para la Comisión Europea (Disponible en: <https://europa.emprenemjunts.es/?op=13&n=13095>)

Informe de actividad. Venture Capital & Private Equity en España. Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión. (Disponible en: <https://www.ascri.org/en/estadisticas-publicaciones/activity-reports/>)

“Retrato de la PYME 2019”, Estudio elaborado por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. (Disponible en: <http://www.ipyme.org/Publicaciones/Retrato-PYME-DIRCE-1-enero-2019.pdf>)