



FACULTAD DE DERECHO

**ESPECIALIDADES DE LAS OPERACIONES
DE *M&A* POR LOS FONDOS DE *PRIVATE
EQUITY***

Autor: Jesús Bécares Sánchez

5º, E-3 A

Derecho Mercantil

Tutor: Mónica Martín de Vidales Godino

Madrid
Abril de 2018

RESUMEN:

Las entidades de *private equity* no han dejado de ganar importancia en la economía española en los últimos años y todo indica que seguirán haciéndolo en el futuro. Por ello, mediante el presente estudio se pretende, a nivel jurídico, arrojar luz sobre el funcionamiento de estas entidades. Con este objetivo en mente, se trata de poner el acento en el proceso que da lugar a las operaciones de fusiones y adquisiciones que llevan a cabo las entidades de *private equity*. Se trata, por ende, de determinar y analizar las principales especialidades que diferencian a las operaciones de *M&A* cuando las realiza una entidad de *private equity* de las que pueden realizar compradores estratégicos. Para ello el estudio se centra en las especialidades de este tipo de operaciones en cinco ámbitos: las motivaciones de ambos tipos de entidades para realizar adquisiciones, el nombramiento de los consejeros y directivos del *private equity* en la sociedad participada, las operaciones de compra apalancadas, las garantías que estas entidades exigen en los acuerdos de inversión y los tipos de procesos desinversión más importantes. Finalmente se analiza un caso real, mediante el cual se trata de ejemplificar el funcionamiento práctico que pueden realizar estas entidades en el mercado.

Palabras clave:

acuerdo de inversión, capital-riesgo, compra apalancada, consejo de administración, fusiones y adquisiciones, pactos parasociales, *private equity*.

ABSTRACT:

Private equity funds have been increasing their importance in the Spanish economy in recent years and everything indicates that they will continue to do so in the future. Given that, the present paper aims, in legal terms, to shed light on the operation of these funds. With this goal in mind, the emphasis is on the process that leads to mergers and acquisitions carried out by private equity funds. Therefore, it is about determining and analyzing the main specialties that differentiate M&A operations when they are carried out by a private equity entity that can be made by strategic buyers. For this purpose, the study focuses on the specialties of this type of transactions in five areas: the motivations of both types of entities to make acquisitions, the appointment of the directors and managers of private equity in the portfolio company, the leveraged buy-outs, the guarantees that these funds demand in investment agreements and the most important types of divestment processes. Finally, a real case is analyzed which gives an example of the practical performance that these funds can make.

Key words:

board of directors, investment agreements, leverage buyout, mergers and acquisitions, private equity, shareholder agreements.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN: PRIVATE EQUITY Y VENTURE CAPITAL.....	1
1.1. Justificación del interés de la cuestión	1
1.1.1. <i>Definición.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>Evolución histórica</i>	<i>3</i>
1.1.3. <i>Actual relevancia de la misma del Private Equity y el Venture capital.....</i>	<i>4</i>
1.2. Objetivos del trabajo	9
1.3. Estructura.....	10
2. ELEMENTOS PECULIARES DE LAS OPERACIONES DE M&A POR LAS ENTIDADES DE PRIVATE EQUITY	11
2.1. Diferencias de intereses frente a las operaciones de M&A realizadas entre sociedades industriales	11
2.2. La entrada de los ejecutivos designados por los fondos de Private Equity en la sociedad objetivo y sus consecuencias	15
2.3. La financiación, el apalancamiento y los leveraged buy-out	19
2.4. Garantías exigidas por los fondos en las operaciones de M&A	25
2.5. La desinversión	35
2.5.1. <i>Venta a otra sociedad industrial</i>	<i>35</i>
2.5.2. <i>Venta a otra entidad de private equity</i>	<i>36</i>
2.5.3. <i>Salida a Bolsa</i>	<i>37</i>
2.5.4. <i>Venta a los propios ejecutivos de la empresa.....</i>	<i>38</i>
3. EL PRIVATE EQUITY EN LA PRÁCTICA: EL CASO PANRICO	40
4. CONCLUSIONES.....	42
5. BIBLIOGRAFÍA.....	45

LISTA DE ABREVIATURAS

ASCRI: Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión.

CC: Código Civil.

CEO: Chief Executive Officer (Director General).

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

DGRN: Dirección General de Registros y del Notariado.

DOUE: Diario Oficial de la Unión Europea.

ECR: Entidades de Capital-Riesgo.

IIC: Instituciones de Inversión Colectiva.

LBO: Leverage Buy-Out (compra apalancada).

LBU: Leverage Build-up (acumulación apalancada).

LDC: Ley de Defensa de la Competencia.

LEBO: Leverage Employee Buy-out (compra apalancada por parte de los empleados).

LECR: de Entidades de Capital-riesgo.

LIS: Ley del Impuesto sobre Sociedades.

LMV: Ley del Mercado de Valores.

LSC: Ley de Sociedades de Capital.

M&A: mergers and acquisitions (fusiones y adquisiciones).

MBI: Management Buy-in (compra apalancada por parte de una directiva externa).

MBO: Management Buy-out (compra apalancada por parte de la directiva de la sociedad comprada).

OPV: Oferta Pública de Venta.

pp.: páginas.

RD: Real Decreto.

RDAD: Real Decreto de Alta Dirección.

RIIC: Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva.

RRM: Reglamento del Registro Mercantil.

SL: Sociedad Limitada.

TIR: Tasa Interna de Retorno.

1. INTRODUCCIÓN: *PRIVATE EQUITY* Y *VENTURE CAPITAL*.

1.1. Justificación del interés de la cuestión.

1.1.1. *Definición.*

En castellano, el término capital-riesgo ha sido tradicionalmente usado de una manera genérica para referirse a dos conceptos similares, pero que cada uno guarda sus peculiaridades. Es habitual en la literatura en castellano encontrar confusión o solapamiento entre ambos conceptos: el *Private Equity* y el término *Venture Capital*. Por ello, para hacer una primera aproximación al concepto de *Private Equity* hay que contraponerlo al de *Venture Capital*. Ambos engloban el campo del capital-riesgo, siendo sus dos ramas.

Empezando por lo más general, a tenor del artículo 2 de la LECR, se entienden por entidades de capital-riesgo (ECR): “*aquellas entidades de inversión colectiva de tipo cerrado que obtienen capital de una serie de inversores mediante una actividad comercial cuyo fin mercantil es generar ganancias o rendimientos para los inversores*”. Su objeto principal, que podrá extenderse a las funciones que enuncia el artículo 9.2, es esencialmente el que consta en el artículo 9.1 de la LECR:

la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera que, en el momento de la toma de participación, no coticen en el primer mercado de bolsas de valores o en cualquier otro mercado regulado equivalente de la Unión Europea o del resto de países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.

Para la ASCRI (2017) entidad que representa el sector del capital-riesgo en España (sus siglas corresponden a Asociación Española de Capital, Crecimiento e Innovación), el capital-riesgo debe definirse como “*una actividad desarrollada por entidades especializadas que consiste en 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.*”. Además de la aportación de capital, buscando crear valor en sus participadas, se valen también de la aportación de una perspectiva de gestión experimentada a las mismas y la implementación de medidas que busquen suprimir los problemas de agencia, alineando los intereses de los directivos y de los accionistas. Una vez realizada su tarea, en una situación ideal, el fondo procederá a desinvertir obteniendo rentabilidad del aumento de valor de la sociedad que compró (y ahora vende). Por otro lado,

seguramente en la sociedad que deja de estar participada se hayan dado mejoras tendentes a revalorizarla, y con ello, ahora se encontraría presumiblemente en una situación financiera más estable, económicamente más eficiente, estaría más consolidada y tendría un plan de negocio adecuado a la situación, tanto a la interna, de la empresa; como la externa, de la economía.

Para aterrizar ya a los conceptos más específicos, es preciso citar el preámbulo de la LECR, que define los dos conceptos teniendo en cuenta el término “capital-riesgo” que:

comprende tanto lo que se ha venido denominando Venture Capital, destinado a las primeras fases de desarrollo de las empresas, como Private Equity, término este último que incluye inversión en empresas ya maduras con una trayectoria consolidada de rentabilidad y que por lo tanto supone operaciones de mayor envergadura de reestructuración empresarial siendo necesario el recurso de las entidades de capital-riesgo a préstamos para poder financiarlas.

De esta forma, se puede apreciar que existen grandes similitudes entre ambos conceptos, pero también no menos importantes diferencias. El *Venture Capital* es considerado más arriesgado, pues consiste en inversiones en empresas con apenas desarrollo y cuya viabilidad económica aún es muy cuestionable, dado que apenas han comenzado su actividad.

Hay que destacar que la LECR trata de traer al ordenamiento jurídico español el concepto más extendido por la literatura internacional de *Private Equity*: aquellas entidades que realizan inversiones las cuales van destinadas a sociedades que, a pesar de gozar de un cierto tamaño y volumen de operaciones, carecen de la trayectoria y reconocimiento público suficiente como para poder emitir acciones y, en general, se encuentran en busca de una reestructuración de sus actividades operativas o están pasando por dificultades financieras. No obstante, esta necesidad de entrada de este tipo de inversión a la compañía puede venir determinada por otros motivos, entre los más frecuentes están la jubilación del socio-directivo de la sociedad o los problemas hereditarios (Brown, 2012).

Todos los fondos de capital-riesgo tienen un funcionamiento muy similar, que conforme a Dávila y Fernández (2013) se puede dividir en 4 fases. Estas serían las etapas esenciales en el Ciclo de Negocio del capital-riesgo. A continuación, se expone un sucinto resumen cada una de ellas:

- 1) *Fundraising*: se crea el vehículo para captar fondos y se trata de captar capital de las diferentes fuentes de financiación que se pueden sentir atraídas por un fondo de capital-riesgo (fondos de pensiones, fondos de fondos, inversores privados, etc.)

- 2) Inversión: se investigan los mercados en busca de proyectos de inversión, para después tomar una decisión de inversión, negociar las ofertas y llevar a cabo las transacciones.
- 3) Gestión: Tras realizar la operación, se diseñan e implementan los nuevos planes de negocio, operacionales y financieros que afectan a la compañía invertida. Es la fase en la que principalmente se añade valor a la compañía (aunque la rentabilidad del fondo también se consigue mediante inversiones y desinversiones en circunstancias favorables).
- 4) Desinversión: La desinversión ha de tener en cuenta tanto el cumplimiento del plan estratégico como la situación del mercado de capitales, el sector en concreto, variables macroeconómicas, etc. Los métodos de salida más comunes son, como se estudiará en profundidad más adelante, la salida a Bolsa, la venta a otro fondo de capital-riesgo, la venta a los propios ejecutivos de la empresa de la cual se desinvierte y la venta a otra sociedad industrial.

1.1.2. Evolución histórica.

Existe gran discrepancia doctrinal sobre el origen e inicios del capital-riesgo tal como lo ponen de manifiesto Dávila y Fernández (2013), de hecho, algunos autores retrotraen esta fecha a las financiaciones de nobleza y banqueros a las expediciones marítimas de la Era de los Descubrimientos. No obstante, la opinión más generalizada es que el actual capital-riesgo nació a principio de los años ochenta, y su auténtico precursor, como relata Brown (2012) no es otro que la *American Research & Development Corporation* entidad creada en 1946 por el gobierno estadounidense como medio para financiar los negocios de los veteranos de la Segunda Guerra Mundial, que, tras la finalización del conflicto, volvían sin empleo a sus hogares. La hipótesis en la que se basaba esta institución era simple, había que combinar negocios recientes que precisaban de financiación con gestores externos, capaces de explotar su potencial mejor y más rápidamente, consiguiendo simultáneamente dos objetivos, tanto una financiación más rápida y abundante de los nuevos negocios, como unas rentabilidades más altas para sus inversores.

En el desarrollo y consolidación del capital-riesgo global, especialmente del *venture capital*, la existencia de Silicon Valley debe considerarse un episodio fundamental. Pues es en este valle

donde tantas empresas tecnológicas que empezaron siendo pequeñas *start-ups* han madurado y dado sus frutos. La mayoría de ellas han estado participadas por este tipo de fondos, que se dedicaron a impulsarlas especialmente en épocas tempranas, en los años sesenta y setenta, lo que ha implicado un espectacular desarrollo recíproco que ha impulsado al sector tecnológico a nivel global.

Conforme a Loos (2007), en Europa no sería hasta finales de la década de los 90 cuando este sector empezara a tener relevancia, gracias a una inflación baja que supuso el movimiento de capitales de renta fija a acciones y otro tipo de instrumento financieros, así como potenciada por la libertad de movimiento de capitales que amparaba la Unión Europea.

La época dorada del capital-riesgo duró hasta 2007, tras ello, la crisis financiera también arrastro a esta industria, que pasó por unos años oscuros. No obstante, ahora las cifras vuelven a crecer y parece que estamos ante lo que a todas luces parece un resurgimiento de la misma.

En España, hasta 1972 no aparecerá esta industria, pues es esa fecha cuando, de la mano de Instituto Nacional de Industria, de algunas cajas de ahorro e inversores de carácter minoritario, nacerá la primera entidad de capital-riesgo del país: la Sociedad para el Desarrollo Industrial de Galicia. Más adelante, en los inicios de la década de los noventa, con la entonces reciente entrada en la Unión Europea, se atraería capital extranjero y la inversión pública en este sector permanecería solo de una manera absolutamente secundaria frente a la envergadura de las privadas.

1.1.3. *Actual relevancia de la misma del Private Equity y el Venture capital.*

El capital-riesgo es un sector en constante crecimiento durante los últimos años, y cuyo potencial no se puede negar, no obstante, también su importancia actual es considerable, puesto que según Dávila y Fernández (2013), en 2013 ya suponía el 2% de la capitalización bursátil de las sociedades cotizadas a nivel global, o lo que es lo mismo, el 1% de todas las sociedades de la OCDE.

El crecimiento de la industria del capital riesgo ha sido vertiginoso en los últimos 35 años. En 1980, la época incipiente de la industria, el levantamiento de fondos por parte de este tipo de

entidades fue de alrededor de 5 billones¹ de dólares, mientras que en el año 2006 alcanzaba ya la cifra de 400 billones, es decir, en 26 años se había multiplicado la inversión en estas entidades por 80 (Phalippou, 2007). En cuanto a activos bajo gestión, a principios de la década de los 80 su valor era ínfimo, casi despreciable, pero en ese momento llegó el primer “boom” del sector, y fue cuando se empezó a desarrollar seriamente, llegando a representar 180 billones de dólares en activos en el año 2000 (Kaplan y Schoar, 2005). Poco después en 2006, en los mejores momentos de bonanza económica de la economía mundial ya representaba más de 1 trillón de dólares; de esta cantidad, más de dos tercios se encontraban en la cartera de fondos *buy-outs* (de los que se hablará adelante en mayor profundidad). Se calcula en que 2011, solo los inversores institucionales poseían participaciones por más de 2 trillones de dólares en las distintas entidades de capital riesgo del mundo (Ang, et al., 2013).

En cuanto a nivel europeo, según el último informe de Invest Europe (2016), asociación que representa los intereses de la industria del *private equity* a nivel europeo, estas entidades, en 2015 captaron fondos por valor de casi 74 billones de euros (batiendo récords históricos, no conseguidos ni siquiera en la cumbre de la burbuja financiera en 2008), lo que supone casi un 40% de aumento respecto del año anterior, y tienen en cartera activos por un total de 600 billones. De este total, cerca de un tercio provenía de fondos de América del Norte, siendo el montante que tenía un origen dentro de países de la Unión Europea, algo inferior al 60%, por lo que el factor exterior y las inversiones transfronterizas son muy importantes en este sector. Por su parte, las entidades de *private equity* que se dedicaban a las operaciones de *buy-out* representaban 56,3 billones de euros captados, con una tendencia a la concentración de esas captaciones en entidades de mayor volumen. Por su parte el *venture capital* europeo logró captar cerca de 6,3 billones de euros (también batiendo récords históricos). Las inversiones realizadas ese año supusieron 52,5 billones de euros, destinadas a más de 6.000 compañías, pequeñas y medianas empresas en un 83% de los casos. La desinversión alcanzó un montante total de 38,5 billones relativa a unas 3.500 transacciones distintas.

Los principales *targets* de esa inversión en Europa fueron en primer lugar, sociedades del sector de bienes de consumo y servicios (28% en valor, 17% en número de operaciones), seguidas de las de tecnologías de información (20% y 32% respectivamente) y de bienes y servicios empresariales (con el 20% y el 18%).

¹ Miles de millones de euros, en terminología española.

La desinversión a nivel europeo se realizó principalmente, teniendo en cuenta datos por volumen de las operaciones, a través de los siguientes métodos: la venta a una entidad distinta de capital-riesgo (29%), la venta a otra compañía industrial (28%) y oferta pública de venta (17%). De una forma más residual, también alcanzó el 7% la venta a los directivos, y el 5% a instituciones financieras).

Por otro lado, el informe ASCRI (2017), desglosa los datos relativos a España en el año 2016, donde el capital-riesgo, aunque algo infradesarrollado con respecto al alemán, el británico o el francés, sigue creciendo de una manera inexorable. Se lograron captar 2.271 millones de euros ese año, un aumento casi rozando el 50% con respecto a 2015, de los que las entidades de *Private Equity* representan €1.702 millones, y las de *Venture capital* 568 millones. Las inversiones supusieron algo más de 3.619 millones de euros, de los cuales más de la mitad (el 54%) se repartía en tan solo 8 operaciones (MásMovil, Telepizza, Hotelbeds, Renovalia Energy, Garnica, Tinsa, Invent Farma y Cupa).

A pesar de esto, según el estudio de Groh, Liechtenstein y Lieser (2010), Reino Unido e Irlanda lideran la clasificación de países más atractivos donde realizar inversiones de capital-riesgo de Europa (sobre todo por las medidas de protección que garantizaban a los inversores, siendo en el resto de parámetros analizados, bastante semejantes al resto de países), mientras que España se debía conformar con el puesto 21 de un total de 25 países analizados (no obstante, con respecto a las operaciones de entidades que practicaban *buy-out* aparecía en la media, pero poseía una situación especialmente mejorable en lo que refiere al *venture capital*). No se puede olvidar que el Brexit va a obligar a las firmas de capital-riesgo a buscar una menor exposición a Reino Unido, y, por lo tanto, quizás sea el momento de España para mover ficha mejorando las reglas mediante las que se protege a los inversores si quiere resultar atractiva para la industria.

Por sectores, despuntaba la inversión en Ocio y Hostelería (25,7% por volumen de operaciones, muy propiciado por las operaciones antes mencionadas de Telepizza y Hotelbeds, y una en el Grupo VIPS) seguido del sector de Productos de Consumo (que lograba un 10,6%), Comunicaciones (con un 9,6%) e Informática (8,1%), este último encabezaba el ranking por número de operaciones, con más del 40% de las mismas, debido a la tendencia de impulsar pequeñas *start-ups* con un fuerte componente tecnológico.

Las entidades de capital-riesgo poseían participaciones en España por valor de más de 20 billones de euros distribuidos en 2.759 empresas que daban trabajo a más de 330.000 personas.

Por ello, a pesar del ya comentado subdesarrollo español en este campo, tiene una notable influencia en la economía, sirviendo de capital para importantes proyectos empresariales que conllevan una extraordinaria dinamización del mercado laboral, tan castigado en este país.

La destacable importancia de esta industria, que supone una gran fuente de financiación actualmente para los proyectos de todos los sectores de la economía, especialmente los que se encuentran a la vanguardia tecnológica y de investigación, y cuyas perspectivas no son más que al alza, hace preciso realizar un análisis pormenorizado de los aspectos jurídicos que atañen al *private equity* en España y que suponen en muchos casos especialidades con respecto al régimen general del resto de operadores económicos con respecto a las operaciones de fusiones y adquisiciones de sociedades.

En cuanto al contexto jurídico, el 14 de noviembre de 2014 entró en vigor la LECR, que aparece como transposición de la Directiva 2011/61/UE en la que se pretende establecer un mercado interior para los gestores de fondos de inversión alternativos y un marco armonizado europeo dentro del cual cada país pueda instaurar la regulación y los mecanismos de supervisión de los mismos. Si bien el plazo para su transposición expiraba en 2013 no fue hasta 2014 cuando esta se llevó a cabo.

Entre sus novedades la LECR ha introducido en su artículo 74 disposiciones anti *asset stripping* con respecto de la adquisición de participaciones de control de empresas no cotizadas por parte de las entidades de capital-riesgo con el objetivo de no descapitalizar la empresa adquirida. Estas generan ciertas obligaciones que fundamentalmente son: el deber de información a la CNMV de ciertos aspectos de la adquisición, la obligación de evitar ciertas operaciones de distribución de dividendos y de adquisición y amortización de autocartera, así como de reducción de capital durante los 2 años posteriores. Todas estas obligaciones tratan de alinear los intereses de los acreedores a la par que buscan otorgar una mayor posibilidad de supervivencia a largo plazo de la compañía (Sanz, 2015).

Según el artículo 75 de la LECR, estas entidades son solamente comercializables a inversores profesionales tal como los definía la LMV del año 1985 en su artículo 78 bis, apartados 2 y 3. No obstante, tal Ley quedó derogada por la entrada en vigor el 13 de noviembre de 2015 del Real Decreto que aprobaba la nueva LMV de 2015, y por ello, ahora habrá que atenerse a la lista que figura en el artículo 205 de dicho Real Decreto Legislativo.

Según la LECR, existen dos formas jurídicas de articular las entidades de capital-riesgo:

- Sociedades de capital- riesgo: se trata de sociedades anónimas cuyo capital mínimo suscrito ha de ser 1.200.000 €, 900.000€ si cumple las especialidades para ser ECR-pyme, en todo caso desembolsado al 50% al momento de constituir la sociedad y el resto en los 3 años siguientes. En principio su objeto social no estará limitado en el tiempo, aunque habrá que estar a los estatutos sociales que las regulen.
- Fondos de capital riesgo: Son patrimonios separados sin personalidad jurídica. Son propiedad de multiplicidad de inversores, pero sobre ellos ejerce las funciones de dominio la correspondiente sociedad gestora. Tienen un periodo de vida limitado tras el cual se liquidan. Deben constituirse por un mínimo de 5 inversores y 1.650.000 €.

El objeto de las entidades de capital-riesgo viene recogido en el artículo 9 de la LECR y es fundamentalmente: *“la toma de participaciones temporales en el capital de empresas de naturaleza no inmobiliaria ni financiera ...”* siempre que en el momento de tomar participación no coticen en mercados de valores dentro de la OCDE; excepcionalmente, dentro de unos límites también relatados en ese mismo artículo, podrían invertir en empresas cotizadas o inmobiliarias. Según el artículo 10 de la LECR, pueden realizar actividades complementarias consistentes en la concesión de préstamos participativos, así como el asesoramiento de negocio en las empresas participadas.

A pesar de lo anterior, se permitirá la entrada de minoristas siempre y cuando sea por una inversión de 100.000 euros o más y una declaración de ser consiente de los riesgos ligados a dicha inversión. No deberán cumplir estos requisitos siempre que se trate de empleados de la sociedad gestora o de las autogestionadas, o la ECR cotice en bolsa o declaren poseer experiencia en la gestión, inversión o asesoramiento en ECR similares.

Por otro lado, mediante la aprobación del Real Decreto del RIIC, se introducen mejoras en la protección del inversor, que pasan por la inclusión un mayor volumen de información en el folleto de las IIC. Especialmente destacable es la inclusión de información sobre la política remuneratoria de la sociedad gestora; este deber de información consistirá como mínimo en incluir la forma de calcular la remuneración y beneficios de la gestora; así como la identidad de los responsables de hacerlo, y si lo hubiese, la composición del comité de remuneraciones. Otra principal novedad es el deber de señalar al gestor relevante de los llamados “fondos de autor” cuando este sea uno de los rasgos característicos de la IIC. De esta forma, la modificación de gestor es considerada un cambio sustancial en la política de inversión y

subsecuentemente genera un derecho de separación ejercitable durante los 10 días posteriores a su salida (Pedroviejo, 2015).

1.2. Objetivos del trabajo.

El objetivo principal de este trabajo es analizar las diferencias entre las operaciones de fusión cuando se dan únicamente entre sociedades industriales y este mismo tipo de transacciones cuando en ellas intervienen entidades de capital-riesgo, especialmente de *private equity*.

Dado este objetivo principal, se han dotado ciertos objetivos secundarios más específicos para su consecución, de tal forma que, una vez logrados todos ellos, se pueda dar por satisfecho el objetivo principal, es decir, se puedan concluir globalmente los contrastes entre operaciones de *M&A* entre industriales y mediando una entidad de *private equity*.

- Comparar los intereses que llevan a realizar operaciones de fusiones y adquisiciones a las entidades de *private equity* y a una sociedad industrial.
- Analizar la forma y consecuencias de la entrada en la sociedad objetivo de los consejeros y ejecutivos designados por la entidad de *private equity*.
- Examinar el funcionamiento de las *leveraged buy-out*.
- Estudiar los pactos más frecuentemente exigidos por las entidades de *private equity*, en las operaciones de *M&A*, los cuales suponen una serie de garantías para su inversión.
- Detallar los procedimientos más comunes de desinversión de este tipo de entidades.
- Analizar un caso real de una adquisición realizada por una entidad de *private equity* donde se puedan evaluar los elementos característicos del sector.

1.3. Estructura.

El trabajo consta de 4 secciones y bibliografía.

La primera de estas secciones está ya concluyendo y es la introducción, que trata de definir los términos *private equity*, *venture capital* y *capital-riesgo*, para después realizar un recorrido histórico hasta la actualidad y exponer la actual relevancia del sector en el mundo, en Europa y en España, poniendo de manifiesto la importancia del volumen del sector como fuente de financiación y vehículo de inversión. Posteriormente, se han definido los objetivos de este trabajo, con cuyo estudio se pretende arrojar algo de luz a una cuestión tan oscura y poco investigada en el ámbito jurídico en España como es el *private equity*.

En la segunda sección se procede a examinar las especialidades propiamente dichas más significativas de las fusiones y adquisiciones realizadas por una entidad de *private equity*.

En la tercera sección, se trata de, mediante un caso real estudiado, ilustrar las posibilidades del *private equity* (o más bien, sus potenciales desmanes).

En la cuarta y última sección se encuentran las conclusiones. En ella se exponen los principales hallazgos de la investigación que supone este estudio.

2. ELEMENTOS PECULIARES DE LAS OPERACIONES DE M&A POR LAS ENTIDADES DE PRIVATE EQUITY.

2.1. Diferencias de intereses frente a las operaciones de M&A realizadas entre sociedades industriales.

Lo más importante de este apartado es entender la racionalidad económica de las operaciones de M&A de *private equity* frente a operaciones análogas que puedan ser llevadas a cabo por sociedades con un objeto social industrial.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que, como indica Ruiz de Velasco (2007), los requisitos exigibles a un *private equity* a la hora de invertir, han de coincidir con los que exige la LECR en su artículo 9, son:

- La promoción de entidades no financieras, pues la finalidad de estas entidades es promover el negocio de entidades industriales.
- El carácter temporal de la inversión, pues no es la intención convertir estas entidades en grandes *holdings*.
- Que los títulos representativos de capital no coticen en mercados secundarios oficiales, pues el objetivo de estas entidades es ser la principal fuente de financiación de las compañías.

Para que exista viabilidad económica y dicha operación sea atractiva para una entidad de *private equity*, especialmente centrándonos en entidades cuyo *modus operandi* es la realización de *leverage buy-outs* es preciso que la sociedad objetivo cumpla unas condiciones según Mascareñas (2005):

- Endeudamiento bajo previamente a la adquisición, de tal manera que la estructura de capital pueda soportar en su caso una *LBO*.
- Flujos de caja estables, poco afectados por el ciclo económico, y suficientes como para pagar los gastos financieros en los que se incurre a raíz de la operación. Es preciso que sea una empresa con posibilidades de crecimiento, pero madura (al contrario que en *venture capital*), ya que, si está en fase de crecimiento rápido, se necesitaría para potenciar el mismo los flujos de caja que en este caso se van a utilizar para pagar los gastos financieros.

- Equipo directivo experimentado que sea capaz de operar bajo un alto ratio de endeudamiento y que sean a su vez, o que se puedan convertir, en accionistas de tal forma que se alineen los intereses de ambos colectivos.
- Existencia de la posibilidad de cubrir ineficiencias para añadir valor a la sociedad.
- Posibilidad de vender activos no esenciales para la actividad de la compañía para obtener liquidez suficiente como para afrontar los gastos financieros en caso de que los flujos de efectivo que genere el negocio adquirido sean insuficientes.

Donde realmente generan valor las compañías de *private equity* y donde buscan su rentabilidad, como es deducible, no es en los retornos que genere el negocio en sí, puesto que estos retornos van a pagar a menudo la deuda del *LBO* o si no las inversiones precisas del mismo, lo que realmente nutre a las entidades de *private equity* es obtener rentabilidad mediante una salida a un precio mayor que la entrada. Con vistas a ello, los factores más importantes para un *private equity* son la posibilidad de añadir valor a la compañía generando mayores ingresos y mayor compromiso por parte de la directiva, optimizando su sistema de incentivos en busca de una mejora del gobierno corporativo, es decir, lograr que los intereses de los directivos y los accionistas sean idénticos para mejorar la gestión de la empresa (Jensen y Meckling, 1976) pues de este modo generan buena parte de su rentabilidad (Cumming, Siegel y Wright 2007). Tiene también una especial importancia para la consecución de los objetivos de rentabilidad de los *private equity* la implantación de un plan de ingeniería financiera adecuado. Asimismo, estas entidades al final acababan realizando sustituciones en la directiva de sus participadas, así como reducciones en los costes operativos a pesar de que, a priori, no eran estrategias que considerasen importantes en su búsqueda de generar valor (Gompers et al., 2016).

Por el otro lado, los principales objetivos que tiene un comprador estratégico o industrial, es decir, aquel que compite o se halla relacionado con la misma industria o sector de la economía que la sociedad que va a comprar, son, generalmente, los siguientes:

- Conseguir sinergias: Es el principal motor a la hora de realizar operaciones de *M&A*. Estudios demuestran que las sinergias operativas, solo alcanzables por estos compradores estratégicos, son las más importantes por delante de las financieras y las fiscales (Hoberg y Phillips, 2010)

- Diversificar del negocio: muchos directivos confían en que diversificando el riesgo mejoran la rentabilidad de la empresa, y así se ha demostrado que una diversificación relacionada dentro de una misma industria genera mejores desempeños, no así cuando no está relacionada (Rumelt, 1974) de tal forma que la misma sigue teniendo importancia, pero no tanto como en tiempos pasados.
- Incrementar su poder en el mercado: ganando poder de negociación frente clientes, proveedores y el resto de *stakeholders* de la compañía y aumentando el poder en la competición frente al resto de empresas del sector (Dirección General de Política de la Pyme, 2007). No obstante, es posible que existan conforme a ley, ciertas restricciones al realizar operaciones de concentración de empresas y sea preciso obtener informe previo de la Comisión Nacional de los Mercados y de la Competencia cuando la operación tenga lugar en el marco de alguno del supuesto artículo 8 de la LDC.
- Celeridad: el crecimiento inorgánico a través de adquisiciones tiene la ventaja de que es mucho más rápido que el orgánico o interno, y, aunque en general suele ser más caro (Mascareñas, 2005), no existen garantías de que desarrollar el negocio por el propio adquirente sea más barato, aunque sí tendría, lógicamente, un mayor control sobre él. Esta es una de las fuentes de la prima sobre el precio que paga el comprador industrial que no pagaría el financiero, puesto que este último está interesado en comprar barato y el primero está forzado a menudo a realizar operaciones dentro de una industria dada.

De hecho, está demostrado que los compradores estratégicos están dispuestos a pagar una cuantía mayor por las sociedades al adquirirlas, especialmente cuando estas tienen necesidades de liquidez a corto plazo o tienen un fuerte gasto en investigación y desarrollo, que los compradores financieros. Los estudios también concluyen que las diferencias al poner precio a una sociedad entre los distintos compradores estratégicos son mayores que entre los financieros, dado que estos últimos tienden a valorar comparativamente más a las empresas que están atravesando dificultades o tienen equipos gestores menos cualificados. Esto es debido a que los compradores financieros tienen más experiencia a la hora de valorar activos y negociar su precio, además, al solo buscar poseer la participación en la empresa por unos años para venderla generando una plusvalía, ven en las empresas que están atravesando dificultades una oportunidad, mientras que los industriales al buscar integrar dichas sociedades dentro de la suya con carácter permanente dan más importancia a los potenciales problemas y dificultades que esto podría conllevar (Gorbenko y Malenko, 2014).

Por otra parte, es remarcable que en una adquisición por una entidad de *private equity* (salvo que esté muy especializado en ese sector) es mucho más difícil obtener sinergias que si lo hace un comprador estratégico que opere en la misma industria que la sociedad adquirida o en una relacionada, pues comparten negocio, pueden compartir activo, clientes, proveedores, *know-how*, asignar los recursos de una forma más eficiente y crear economías de escala, por todo ello, también es un hecho que estas pueden generar problemas relativos a la competencia mientras que es totalmente inusual que los *private equity* adquirente se encuentren con dichos problemas dada la diversificación de sus operaciones. Además, la práctica evidencia que los compradores estratégicos adquieren financiándose principalmente mediante excedentes de caja frente al endeudamiento de los compradores financieros. Por razones obvias los adquirentes industriales, especialmente si es una adquisición entre competidores o dentro de una misma cadena de valor, no tienen un horizonte de inversión prefijado, pues tratan de obtener rentabilidad de la operación mediante la integración de las operaciones de ambas compañías, mientras que las entidades de *private equity* solo buscan optimizar sus rendimientos, mejorar su eficiencia y aumentar su volumen de operaciones para vender en el medio plazo en un horizonte temporal predeterminado. Los horizontes de estas inversiones eran de hecho, de tan solo 5 años, pues tras ellos suponían haber podido hacer todos los cambios precisos para generar valor en la sociedad participada y tener la misma disponible para la venta (Gompers et al., 2016).

Un estudio realizado por Kaplan (1989) concluyó, en concordancia con otro de Boucly, Sraer y Thesmar (2009) que, si bien el salario y empleo en las sociedades participadas por este tipo de entidades sigue subiendo, normalmente lo hace a unos ritmos algo más lentos que las empresas que no gozan de esta participación, probablemente por la, a priori, ansiada búsqueda de eficiencia de estas compañías. Y con el término “a priori” se pretende enfatizar que en recientes estudios, frente a la idea generalizada de la actuación de las entidades de capital-riesgo consistente en reestructuraciones, reorganizaciones y búsqueda de la eficiencia, se ha determinado que lo más importante para los gestores de las mismas es la adición de valor mediante el aumento de la cuota de mercado y el incremento del importe neto de la cifra de negocio (Gompers, Kaplan y Mukharlyamov, 2016).

Es un factor importante la relevancia que puede llegar a tener la inversión de las entidades de capital riesgo en relación a la innovación y las patentes de invención. De hecho, como enuncia el estudio a nivel de Europa y Estados Unidos de Popov y Roosenboom (2009) y suscribe, a nivel nacional, el último informe relativo al impacto económico de esta actividad elaborado

por ASCRI (2012), la inversión realizada por estas entidades es un estímulo para las empresas a la vanguardia tecnológica y es también fuente de innovación. Y esto queda acreditado por el hecho de que las empresas participadas por firmas de capital-riesgo, históricamente, han sido capaces de registrar patentes a un ritmo más rápido que sus competidoras en situaciones semejantes de tamaño e industria. Es esta una circunstancia especialmente importante en el ámbito de la informática y la biotecnología, que son a su vez, dos de los sectores preferidos del capital-riesgo mundial. Esto no deja de ser una evidencia de que estas entidades buscan también la maximización de la innovación tecnológica de cara a mejorar la eficiencia de sus participadas más allá de lo que son capaces de hacerlo las empresas genuinamente industriales

Finalmente, es reseñable el estudio de Gompers et al. (2016) para el caso de Estados Unidos, aunque en este ámbito fácilmente extrapolable a España puesto que la racionalidad económica de las operaciones es prácticamente idéntica, en el que se concluye que los gestores de *private equity* realizaban sus decisiones de inversión teniendo en cuenta indicadores muy distintos a los compradores estratégicos. Consideraban que debían realizar retornos absolutos y se medían a través de la TIR y el Múltiplo del Capital Invertido (que expresa cuantas veces la cuantía que retorna finalmente contiene a la que se invirtió inicialmente), mientras que los segundos se marcaban un *benchmark*, generalmente S&P 500 (en nuestro caso el IBEX 35) y además valoraban estos proyectos mediante descuento de flujos, cobrando este método cada vez más importancia durante los últimos 20 años (Graham y Harvey, 2001). Esto no puede anunciar otra cosa que, dado que no miden sus rendimientos igual, no llegarán a las mismas conclusiones sobre dónde invertir, en que cantidad, como fijar los precios, cuando salir y sobre la evaluación de la virtud de la operación.

2.2. La entrada de los ejecutivos designados por los fondos de Private Equity en la sociedad objetivo y sus consecuencias.

En la LECR de 2005, que fue derogada por la LECR de 2014, establecía como una de las funciones de las entidades de *private equity* que se recogían en el artículo 43, concretamente en su apartado 3.g, la designación de las personas que fuesen a los órganos de gestión y administración de sociedades participadas.

A partir de la entrada en vigor de la LECR de 2014, prácticamente el mismo contenido reside en el apartado h del artículo 12. En él se enuncia que las decisiones tomadas para el cumplimiento de su objeto con respecto a las modalidades de intervención en las sociedades participada y las fórmulas de presencia en sus órganos de administración deben serán consideradas uno de los elementos que conforman la política de inversiones de la entidad de capital-riesgo. Es indiscutible que esta intervención de las *private equity* está legamente prevista como uno de los elementos esenciales de su actuación en las sociedades pertenecientes a su cartera de inversión, con independencia de que dicha actividad haya pasado de considerarse legislativamente una función de dichas entidades, a ser estimada como un elemento de la política de inversión de las mismas. Esto les aporta legitimidad para poder designar a miembros del Consejo de Administración afines siguiendo el correspondiente proceso ordinario como el resto de socios de la participada, así como para intervenir en esa sociedad mediante la designación de ejecutivos y directivos de la misma.

Con respecto a los altos ejecutivos, se puede extinguir el contrato de alta dirección de una empresa sin más motivo que el desistimiento del empresario en virtud del artículo 11 del RDAD.

Por otro lado, para el nombramiento de un consejero es necesario acuerdo mayoritario de la Junta General, no obstante, a tal efecto también cabe la posibilidad de agrupar acciones. Esta última alternativa no está prevista específicamente para las S.L. aunque jurisprudencialmente viene siendo aceptada (STS 138/2009, de 6 marzo). A juicio de Alfaro (2017) estas reglas no pueden sustituirse estatutariamente por otra cláusula que reparta los puestos del consejo entre los grupos de accionistas, a la luz de la resolución de la DGRN de 15 de octubre de 2010 que enuncia que: “... *no pueden los Estatutos alterar el sistema proporcional en la designación de los Consejeros, estableciendo un número fijo que corresponda a uno u otro socio, con independencia del capital que ostente en la sociedad...*”. No obstante, esto no es nada que no pueda lograrse a través de un pacto parasocial (no inscribible en el RM) que determine el sentido en el que han de votar cada una de las partes en la elección de los consejeros.

De esta forma, mediante la adquisición mayoritaria de las acciones o participaciones, o mediante pactos parasociales, generalmente las entidades de *private equity* adquieren la mayoría de la representación en Consejo de Administración de la sociedad participada. Esto implica que tienen el dominio, como mínimo, en las facultades indelegables que el artículo

249 *bis* de la LSC enuncia, como son las estrategias generales de la sociedad y la formulación de cuentas anuales entre otras.

A menudo en las sociedades participadas se sustituye a un número importante de consejeros externos en favor de consejeros de la entidad de *private equity*, aunque se dice que la presencia de un mayor número de consejeros independientes en el Consejo de Administración es mejor para la empresa porque evita que Consejeros interesados realicen actos ineficientes. Las empresas que poseen los Consejos que tienen un mayor número de miembros del *private equity* entre sus componentes son habitualmente las que desarrollan mayores mejoras operativas y de eficiencia en detrimento de unos mayores ingresos, esto se debe a que tienen un objetivo de reestructuración en el medio y largo plazo para cambiar el paradigma de actuación de la empresa (Cornelli y Karakaş, 2012)

Los cambios en la directiva tras una operación de *private equity* van destinados a reducir el tamaño del equipo asesor, descentralizar a las decisiones operativas y centralizar las estratégicas, acercar la comunicación entre la dirección y el resto de la sociedad haciéndola más flexible y fluida, modificar el sistema de incentivos para alinear los intereses de empleados y accionistas (Mascareñas, 2005) y de esta forma reducir los costes de agencia. En este sentido y con ese fin, no es infrecuente que unido a su condición de directivo o consejero se posean acciones, y que estas estén ligadas a unas prestaciones accesorias remuneradas de las expuestas en el artículo 86 LSC para estrechar la vinculación del socio. Por otra parte, buscando alinear sus objetivos, es muy frecuente permitirles participar en el capital de la sociedad a un precio con descuento o simbólico (Serrano, 2012). No obstante, de acuerdo con la tesis de Loos (2007) no se puede determinar con fiabilidad que en las operaciones de *private equity* otorgar propiedad de parte de las acciones o participaciones en el capital sociales de la sociedad adquirida a los directivos de la misma aumente la rentabilidad de la inversión. Esto contradice los más clásicos enunciados de la teoría de la agencia que manifiestan que al existir copropiedad de los directivos se reducen los costes de agencia y con ellos aumenta la eficiencia al alinear objetivos de accionistas y directivo (por ser estos últimos también accionistas (Jensen and Meckling, 1976; DeAngelo, DeAngelo y Rice, 1984). Hay que remarcar que, a pesar de las conclusiones de Loos (2007), las entidades de *private equity* siguen optando por introducir o mantener a los directivos de la sociedad en el accionariado, a menudo como medida de precaución, por el desconocimiento técnico que los inversores tienen sobre el funcionamiento del sector invertido, y la confianza que les da coinvertir con socios (es decir, los propios directivos) que llevan dentro de él décadas.

Otra fórmula utilizada para reducir los costes de agencia es gracias a la mayor facilidad de control del Consejo que tiene el *private equity* como entidad con un gran porcentaje de participación en el capital de la sociedad, frente a la mayor dificultad que tendría el control de la sociedad si esta estuviera compuesta por un amplio número de socios con una participación muy atomizada (Vives, 2009)

En cualquier caso, la clave para reducir los costes de agencia es el buen gobierno corporativo. Este consiste en grupo heterogéneo de herramientas orientadas hacia lograr la alineación de los intereses de los *insiders*, es decir, el equipo gestor de la compañía y en este caso el equipo de control ligado la entidad de *private equity* accionista; y los *outsiders*, que no son otros que los accionistas minoritarios desligados del habitual y normal funcionamiento de la sociedad.

Sin embargo, es muy importante tener en cuenta que no es inteligente desautorizar el consejo de administración de la sociedad adquirida ni a sus ejecutivos o consejeros demasiado rápido puesto que estos, entendidos de la industria y de la compañía, tendrán una mayor experiencia y conocimiento del negocio.

Existen también ciertas razones por los que no sería conveniente sustituir al *CEO* fundador, al menos, salvo que la adquisición se haya realizado con oportunidad de las dificultades económicas en las que el mismo ha dejado la compañía. De hecho, hay estudios que demuestran que existe una correlación positiva entre el rendimiento de la sociedad y el hecho de que su *CEO* sea un fundador de la misma (Adams, Almeida, y Ferreira, 2009) y esto no se puede deber a otra cosa que a que al final se reducen los costes de agencia, lo cual supone un ahorro. Esto es debido a que al ser el *CEO* también fundador y estar en la sociedad desde el principio, su prestigio va unido al de la compañía y ha de mantenerlo, posee participación en el capital de la misma, por lo que sus intereses están alineados. Además, los gestores suelen emprender en industrias de las cuales tienen amplios conocimientos y experiencia, por lo que sus capacidades son un activo interesante a mantener en la sociedad. No obstante, su liderazgo no está exento de peligros, pues a menudo es posible que quieran mantener su poder de decisión y su idea original de negocio por encima de los verdaderos intereses de la sociedad y del resto de accionistas (Jayaraman et al., 2000).

Si bien es cierto que en las mayores decisiones estratégicas intervendrá la entidad de *private equity*, el verdadero éxito de estas operaciones es en la aplicación de un plan estratégico mediante el cual sea posible añadir valor a la compañía adquirida. Por ello es necesario que las entidades de *private equity*, sean capaces de encontrar una sociedad con un equipo

directivo comprometido con la implementación de dicho plan o formar ese equipo por sí mismas y darle entrada en la sociedad. Por lo tanto, la entidad de *private equity*, podrá optar por mantener o sustituir todo o parte del equipo directivo, e incluso es posible que consiga persuadirlos para realizar una coinversión, de manera que consiga hacer coincidir de una forma más precisa los objetivos de ambos minimizando los costes de agencia, mejorando el gobierno corporativo de la sociedad y, en definitiva, mejorando añadiendo valor a la sociedad que es su objetivo (Guo, Hotchkiss y Song, 2011).

2.3. La financiación, el apalancamiento y los leveraged buy-out.

Según Invest Europe (2016), una *leverage buy-out* es una operación de compra de una participación mayoritaria o de control siendo está financiada por una combinación variable de capital y deuda.

La primordial decisión a la hora de realizar una *LBO* es, tras un análisis financiero, decidir que parte se adquiere mediante capital y que parte mediante deuda, pues esta reduce los costes de agencia y sirve como escudo fiscal. Existen casos especiales en el supuesto de que se lleve a cabo una *LBO*. Por una parte, si la realizan los empleados de la misma empresa se denominará *LEBO* y si la realizan los directivos *MBO* de la misma, o *MBI* si los directivos son ajenos a la misma. Por su parte, las *LBU* o acumulaciones apalancadas son una sucesión de compras apalancadas que suelen iniciarse con el fichaje de un gran directivo de una industria y la compra sucesiva de sociedades que operan dentro de la misma con el objetivo de crear un gran grupo empresarial (Mascareñas, 2005).

Aunque este tipo de transacciones son muy características de la industria que estamos estudiando, recuerdan Enciso y Serrano (2015) que los *leverage buy-outs* son una práctica que, no solo realizada por inversores financieros, en especial las entidades de *private equity*, sino que, en algunas ocasiones, las menos, también son realizadas por inversores estratégicos. Sin embargo, sí que son estas entidades de *private equity* los patrocinadores financieros más comunes. Obtienen fondos de una variedad de fuentes (bancos, aseguradoras, fondos de pensiones e inversores individuales entre otros) con la finalidad de realizar inversiones en participaciones de control en sociedades con negocios ya desarrollados. Para maximizar la rentabilidad sobre fondos propios tratan de adquirir a la sociedad objetivo mediante la mayor

cantidad de deuda posible generando un alto efecto apalancamiento. Este apalancamiento elevado sirve además como escudo fiscal, y tiende a suponer una presión disciplinaria mayor frente a los directivos que desemboca a menudo en una reducción de los costes de agencia (Guo et al. 2011). El escudo fiscal en el caso de España tiene un mínimo aplicable en cualquier caso de un millón de euros y un máximo establecido en el artículo 16.1 de la LIS, que es igual al 30% del beneficio operativo de la sociedad, salvo que haya de operar el límite adicional del artículo 16.5 LIS. Este último límite supone que, si la deuda se utiliza para adquirir acciones o participaciones, no podrán exceder los gastos financieros tampoco del 30% del resultado operativo de la sociedad adquirente; con una excepción, el año inicial si se financia la adquisición con un máximo de 70% de deuda y cada año adicional que se reduzca el endeudamiento en la proporción necesaria para llegar al 30% de deuda en 8 años. Ha de tenerse en cuenta que en este caso la entidad adquirente es la *newco*, cuyo beneficio operativo sería cero por ser un simple vehículo de inversión, de tal forma que a las entidades de *private* no les resulta conveniente usar para financiar su operación más del 70% de deuda, pues conllevaría que el escudo fiscal deja de actuar (Amantegui, Grau y Serrano de Haro, 2014)

Según Vives (2009) el proceso paradigmático de desarrollo de una *LBO* es el siguiente:

- Creación de una *newco*: el *private equity* crea una sociedad vehículo que servirá para realizar la operación mediante la cual se tome el control de la sociedad objetivo.
- Aportación de fondos a la sociedad adquirente: se aporta a la *newco* tanto recursos propios como deuda *senior* y subordinada para financiar la operación y las necesidades de circulante e inversión en inmovilizado, así como refinanciar la deuda preexistente en la sociedad objetivo.
- Toma de control del *target*: tras pasar el filtro de la *due dilligence*. Lo normal es que se tome participación por el 100% del capital, aunque puede ser un porcentaje inferior.
- Documentación contractual: su complejidad va en función de diversos factores como la participación de los directivos, la cotización o no de la sociedad en mercados secundarios, las posibles garantías asociadas a la deuda, etc.
- Generar las estructuras que permitan que se efectúe el repago de la deuda: es un elemento esencial de cara a la prohibición de asistencia financiera que más tarde se analizará. Se puede llevar a cabo principalmente de dos formas. Si las entidades *target* y *newco* continúan separadas, mediante los flujos de caja que emanan de la primera hacia la segunda. Si por el contrario se integran en una sola sociedad, también el

patrimonio de la sociedad *target* responde por la deuda contraída (esta es la opción más común).

La STS 2198/2013, de 25 de abril de 2013, en referencia a las posibles implicaciones fiscales, admite que pueden existir motivos económicos válidos para la realización de una *LBO*, siempre y cuando el principal no sea la inferior carga fiscal, estos proceden de muchas fuentes, tanto el apalancamiento que permite adquirir sociedades de un tamaño mucho mayor y aumenta los beneficios del capital invertido, como que el pago de los intereses del mismo se haga, dada la confusión de patrimonios, por los flujos de caja generados por la adquirente, así como que las entidades financiadoras obtengan garantía sobre los activos de la sociedad adquirida.

Según Dávila y Fernández (2013) se llegará a tener un alto apalancamiento si se realizan operaciones de *LBO*, pero generalmente será sostenible, pues se paga la deuda a través de los flujos de caja generados por la adquirida, minimizando así la cantidad de capital requerido por la inversión. Es por ello muy importante en estas operaciones que exista una previsibilidad considerable de generar flujos de caja con regularidad, de lo contrario la deuda será insostenible y la inversión se malogrará.

Cuando se expone la operativa de los *LBO*, no se puede pasar por alto la prohibición de asistencia financiera que viene recogida en el artículo 143.2 (SL) y 150 de la LSC (para las SA), pues en ellos se establece una prohibición por parte de las sociedades limitadas y anónimas a facilitar asistencia financiera para la adquisición de sus propias participaciones o acciones. Esta norma puede parecer a priori contraria a la propia naturaleza de las *LBO*, en la que finalmente, la deuda va a pasar al balance de la sociedad adquirida. En este artículo, como herramienta para defender los intereses de los acreedores y socios minoritarios, se prohíbe cualquier tipo de asistencia financiera de la sociedad hacia terceros para la adquisición de sus propias acciones con la finalidad de que el patrimonio de la sociedad no se vea amenazado al servir de garantía para este fin y no sirva de herramienta especulativa en manos de los administradores (STS 413/2012, de 2 de julio de 2012). En otras palabras, para que este tipo de operaciones gocen de la plena validez de un negocio jurídico válido deben abstenerse de atentar contra la integridad del capital social y con él, de los intereses de acreedores u socios minoritarios (Carretero, 2017). Al fin y al cabo, con la prohibición de asistencia financiera se prevé evitar que los administradores en abuso de sus funciones aseguren su posición dentro de la sociedad facilitando la adquisición de acciones o participaciones a personas afines, así como

evitar que la compañía adquirida corra el riesgo de comprometer sus activos para realizar la devolución de un crédito ajeno, en el caso de que no haya otra herramienta más propicia para defender los intereses de acreedores y accionistas minoritarios como son las acciones por responsabilidad de los administradores, el derecho a información, la protección relativa a las operaciones de fusiones, etc. La LME en su artículo 35 prevé unos mecanismos de protección de los intereses de accionistas minoritarios y acreedores de la sociedad que hay que considerar suficientes siempre que la asistencia financiera se dé en el contexto de una fusión apalancada (Palomero y Sanz, 2013).

No obstante, conociendo la finalidad de la norma, y existiendo otros medios en el ordenamiento para cumplirla, podríamos hablar de supuesto no prohibido por el artículo 143.2 y 150 LSC cuando ya se están protegiendo los derechos de socios y acreedores. Esto se logra generalmente a través del informe experto que es exigido en estos casos y que les proporciona información precisa de cara a impugnar el proceso, y mediante el régimen especial relativo a la fusión, que permite el derecho de oposición (Grima, 2013)

La prohibición de los artículos 143.2 y 150 LSC opera cuando además de la asistencia financiera, exista la adquisición de acciones o participaciones y el nexo causal que unas ambas acciones. Así lo indica la SAN 254/2007 de 25 septiembre 2008, que dictaminó que para que se dé la prohibición de asistencia financiera enunciada en el artículo 40.5 LSRL (hoy en día en el artículo 143.2 del LSC) es necesaria no solo la existencia de una operación de financiación por parte de la sociedad a un tercero y la adquisición de acciones o participaciones de la misma si no también la existencia de un nexo causal, que suponga una unión entre el hecho de asistir financieramente y realizar la compra de las mismas, es decir, que esa financiación haya motivado la adquisición. El razonable criterio de Serrano (2013) exige que además se genere un riesgo real que afecte a los intereses de accionistas minoritarios y acreedores, además, la operación debe realizarse en un entorno en el cual no operen otras herramientas de defensa (p.ej.: el derecho de oposición) de los intereses de los mismos. En efecto, el AAP 2/2007, de 9 enero, aclara que no cabe aplicar la prohibición de asistencia financiera cuando “*se trata de un proceso que ya contempla garantías específicas para acreedores y socios minoritarios*”. Además, según Vives (2009) los requisitos de la prohibición de asistencia financiera deben examinarse caso por caso y no interpretar restrictivamente la prohibición de asistencia financiera iría contra el mismo espíritu de la ley.

Por último, es preciso destacar que la prohibición del artículo 143 exige un elemento finalista, que la asistencia financiera se dé para la adquisición de acciones propias, pero no exige un resultado, es decir, no es precisa la efectiva adquisición de las mismas (Palomero y Sanz, 2013).

Está claro que, por otra parte, el artículo 35 LME viene a regular de una manera más precisa las operaciones de fusión previo endeudamiento del adquirente, y no lo hace prohibiéndolas en todo caso por el hecho de darse la asistencia financiera. A juicio de Sánchez-Calero y Fernández (2011), siempre que existan medios más propicios para proteger los intereses de socios y acreedores se deberá atender a estos y dejar a un lado la prohibición. No obstante, se exige el análisis de razonabilidad del experto independiente, así como su juicio sobre la existencia o no de asistencia financiera, de tal manera que se llega a una situación en la que cada operación, caso por caso, ha sido convenientemente analizada, o al menos conocida, por un experto independiente. En cualquier caso, no conviene olvidar que, si se realiza una fusión apalancada con el objetivo de entrar en el supuesto del artículo 35 de la LME y evadir el 143 LSC estaríamos ante un supuesto de fraude de ley, cuya consecuencia sería la aplicación de la norma que se ha pretendido evitar con el resultado de incurrir en la prohibición de asistencia financiera y, al no tener esta aparejada una consecuencia distinta, habría que estar a lo establecido en el artículo 6.3 CC, la operación será nula de pleno derecho y deberán, ex artículo 1303 CC, restituirse las partes las cosas objeto del contrato con su frutos e intereses (Sánchez-Calero y Fernández, 2011),.

Existe una regulación más precisa y pormenorizada sobre las fusiones apalancadas recogida en la LME en su artículo 35. En dicha fusión ha de existir un endeudamiento de la adquirente en los tres años inmediatamente anteriores para tomar el control de la adquirida. Este sería el caso de una entidad de *private equity* que crea una *newco* para de endeudarla y adquirir una sociedad objetivo y después opta por fusionar la *newco* con la empresa adquirida para repagar la deuda con los flujos de caja de la sociedad objetivo y garantizar el pasivo con el activo de la misma. Las especialidades de estas fusiones suponen que:

1. Se han de indicar los recursos u plazos para que la entidad resultante de la operación satisfaga las deudas que contrajo para la operación.
2. Es preciso un informe de los administradores que justifique la operación y sus motivos, así como que indique el plan económico y financiero mediante el cual se describa como se llevará a cabo la consecución de sus objetivos.

3. Es necesario también un informe de expertos que califique la razonabilidad de los dos apartados anteriores e indique la existencia de asistencia financiera si la hubiese.

A juicio de Roncero (2009), la LME realmente impone, con respecto al control de la asistencia financiera, una garantía de que la sociedad resultante de la fusión apalancada va a ser capaz de cumplir con sus obligaciones después de que esta se lleve a cabo. Por lo tanto, será obligación de los administradores de la entidad de capital-riesgo demostrar que tras la operación existirán flujos de caja u otras fuentes de financiación suficientes para cumplir las obligaciones de sociedad resultante de la adquisición y no se ponga en peligro su viabilidad. Las operaciones apalancadas deben ser acompañadas de un informe de un experto independiente que contenga un juicio sobre la razonabilidad de la operación (art. 35. 3ª).

El requisito del informe de experto independiente en el procedimiento de fusión apalancada es, a juicio de Roncero (2010) una exigencia cuya finalidad es garantizar información adecuada y de calidad a los socios y a otros afectados por la fusión, incluyendo mención a la existencia de asistencia financiera en la operación, de cara a que puedan ejercer sus derechos ante este procedimiento. Por ende, no tiene por finalidad servir de garantía respecto al correcto desarrollo del proceso ni tampoco impedir o advertir sobre posibles infracciones legales que puedan estar llevándose a cabo durante el mismo.

Por lo tanto, la finalidad de este informe es absolutamente necesaria, pero su ámbito es poco ambicioso y muy limitado, hubiera sido muy conveniente que se hubiese legislado al respecto haciendo suponer al informe una mayor garantía para accionistas y acreedores, no obstante, supondría cargar una mayor responsabilidad sobre los expertos independientes.

Al final, la prohibición de asistencia financiera es salvable a través de la fusión apalancada, debido a que los socios cuentan con información sobre el tipo de canje, informándoseles también del nivel de endeudamiento del adquirente. De esta forma, para los socios la responsabilidad pasa a ser contra administradores y experto independientes en tanto que no realicen adecuadamente las conductas que el artículo 35 LME les exige, además de disponer en su caso del derecho de impugnación del acuerdo de fusión. Por otra parte, el artículo 44 LME recoge el derecho de oposición de los acreedores. Por otro lado, tanto socios como acreedores ven protegidos sus intereses legítimos en caso de fusión, aunque esta se lleve a cabo a través de asistencia financiera (Palomero y Sanz, 2013).

Mediante el derecho de oposición los acreedores de la compañía pueden exigir una garantía bancaria sobre su deuda paralizando el proceso hasta que la consiga. No obstante, este derecho tiene sus limitaciones, la publicidad de las operaciones de fusión es muy mejorable, el plazo para su ejercicio es muy limitado, el crédito ha de no estar vencido en el momento en que haga público el proyecto de fusión y, por supuesto, supone un riesgo importante para negocios posteriores, sobre todo para los acreedores no financieros ejercerlos, pues se arriesgan a perder a la compañía que es su cliente.

Al socio minoritario se le ofrecen garantías de información e cara a la impugnación del acuerdo, así como mayorías especialmente cualificadas para su aprobación. A pesar de que para aprobarse el proyecto de fusión tras una *LBO* es necesario mayoría reforzada en la Junta General además de los ya mencionados requisitos de información del artículo 35 LME, también es cierto que, de aprobarse, el socio minoritario se vería muy desprotegido, pues la impugnación del proyecto de fusión tiene ciertas limitaciones que no tienen otros acuerdos sociales. Además, con respecto a la asistencia financiera al uso, tendrá mucho más difícil ejercitar la acción de responsabilidad contra los administradores frente a cualquier irregularidad (Palomero y Sanz, 2013).

La mayor parte de la doctrina entiende del artículo 35 de la LME que para determinar si la operación apalancada está prohibida o no, habrá que atender a las circunstancias específicas que presente cada caso, atendiendo principalmente a la previsibilidad de la generación de recursos para repagar la deuda sin inferir en el normal desempeño de la actividad de la empresa adquirida y en la existencia de motivos económicos válidos para la adquisición distintos, del simple traslado de la deuda de entidad la adquirente a la adquirida.

2.4. Garantías exigidas por los fondos en las operaciones de M&A.

En el *term sheet*, o acuerdo de inversión, se recogen los términos bajo los cuales se oferta realizar una operación de fusión, compra o inversión en una empresa. En este acuerdo se definen generalmente tanto la cantidad a invertir, como el calendario o los cambios exigidos en los pactos sociales o parasociales. Aceptar discutirlos por parte de quien recibe la oferta suele acarrear aceptar la exclusividad en las negociaciones con ese potencial inversor durante un determinado periodo de tiempo, evitando este que se desate una guerra de pujas.

Los términos que se discuten en el acuerdo de inversión consistirán en las condiciones bajo las cuales la entidad de *private equity* estará dispuesta a realizar la inversión. La mayor parte del tiempo los intereses del *private equity* y de los socios de la entidad participada estarán alineados, puesto que el objetivo de ambos es maximizar el valor de su inversión, no obstante, existen no poco frecuentes conflictos de interés. Estas se pueden deber, entre otros motivos, a operaciones con otras sociedades de su cartera y, sobre todo, debidos a las cláusulas de los estatutos y aquellos pactos parasociales que dan privilegios a la entidad de *private equity* como un reparto preferente de los beneficios o en relación a las condiciones de salida como se verá más adelante (McDonald, 2008). No obstante, la existencia de dichos pactos es imprescindible, pues regula la relación entre accionistas y *private equity* y sin ellos no se podría generar la confianza suficiente como para realizar la inversión.

Un estudio de Roure, Segurado y San José (2005) explica la finalidad de los *restrictive covenants* o cláusulas de protección sobre determinadas áreas clave que se utilizan en los contratos de inversión, esta no es otra que otorgar facultades de control sobre ciertas acciones que puedan ser perjudiciales para sus intereses. Las cláusulas de protección más típicamente usadas por los inversores de *private* en sus inversiones están muy estandarizadas y consisten principalmente en cláusulas contra una posible dilución en caso de ampliación de capital, normalmente mediante opciones que hacen posible su conversión en acciones cuando se produce una ronda de financiación. Otra cláusula muy habitual es la de rescate obligatorio de acciones, por la que el inversor de *private equity* tendría derecho a exigir en cualquier momento la inversión inicial más los dividendos que se hubiesen acumulado, disponer de esta vía implica una mayor capacidad y velocidad para desinvertir rápidamente si la inversión no sigue el curso esperado lo que siempre que se haya realizado un adecuado análisis de escenarios, da una gran flexibilidad para adaptarse a los mismos. El inversor, para nivelar la balanza, puede tratar de negociar una opción de recompra sobre las acciones que adquiriera la entidad de *private equity* a un precio que garantice la rentabilidad del mismo, aunque su inclusión en el contrato definitivo es mucho más infrecuente.

La naturaleza de estas cláusulas no es distinta a una opción de venta o *put* en el caso de las de entidad de *private equity* y de compra o *call* en la de la adquirida. Serían opciones atípicas por su origen extrabursátil, y como todas las opciones, su naturaleza jurídica es de una compra de derechos cuyo precio es la prima pagada sobre el precio original de las acciones para disponer de estas posibilidades.

Otras cláusulas bastante comunes que las entidades de *private equity* suelen imponer a la hora de realizar una operación de financiación vienen recogidas en esta lista amplia pero no exhaustiva:

- Establecer un periodo de bloqueo (*Lock-up period*), mediante la cual, se obliga a los fundadores o directivos de la compañía a mantener su inversión durante un horizonte temporal determinado, de tal manera que el inversor se asegure la permanencia de dichas personas (que tienen conocimientos sobre el negocio, experiencia e ideas para explotarlo) en la compañía por un tiempo razonable, y no abandonen al inversor ante una industria que desconoce, ya que a menudo se invierte en compañías exclusivamente debido a su prometedor equipo gestor, o a una brillante idea de negocio. Es habitual que se establezca que una vez terminado ese periodo exista una obligación de no competencia por parte de los directivos-accionistas.
- El derecho a acceder a toda la información de la compañía. De tal forma que contractualmente adquieren ventajas de información con la finalidad de poder adelantarse a futuros problemas y optimizar su toma de decisiones en cuanto a las refinanciaciones y desinversiones.
- Es posible y relativamente frecuente que los *private equity* reserven el poder de decisión sobre ciertos asuntos de la sociedad únicamente a la entidad de *private equity*, aunque su participación sea minoritaria. De esta forma es posible que se reserve para sí toma de las decisiones más importantes, por ejemplo, en materia de financiación o aprobación de planes estratégicos.
- La cláusula de liquidación preferente es también bastante frecuente, e implica que tras la venta de la compañía el inversor de *private equity* podrá exigir la devolución de su inversión antes de que el resto de socios obtengan la suya. Posteriormente, según lo pactado, el excedente de la devolución de dicha inversión se repartiría entre socios e inversor.
- La cláusula de reajuste de participación en función de los resultados que es, según Bustos (2013), la más severa que puede imponer un socio financiero. Mediante ella, si no se consiguen unos beneficios mínimos, los socios se obligan a ceder parte de su participación en el capital social al inversor, para que aquel pueda alcanzar sus objetivos de rentabilidad. Esta cláusula puede acabar otorgando la mayoría en el capital a la entidad de *private equity* en detrimento de los anteriores socios o accionistas. Igualmente, este suceso puede tener lugar mediante el establecimiento de una cláusula

de arrastre o *drag along right* que se va a proceder a explicar en profundidad a continuación.

Es relativamente común, cuando su naturaleza lo permite, como en el pacto de un periodo de bloqueo, reforzar adicionalmente este tipo de pactos sociales mediante el establecimiento de esas obligaciones como prestaciones accesorias ligadas a ciertas acciones. De tal forma que el artículo 88 de la LSC ofrece una garantía adicional, pues las acciones o participaciones transmitidas *inter vivos* que establezcan obligaciones accesorias deben contar con la autorización de la Junta General en las sociedades limitadas y del órgano de administración en las sociedades anónimas, teniendo la compañía conocimiento de esta forma de los nuevos socios que entran a formar parte del pacto.

Casi con total seguridad los derechos que más polémica suscitan son los de venta concatenada de acciones y participaciones, es decir, los *tag along rights* o derecho de acompañamiento y *drag along right* o cláusula de arrastre. Los primeros consisten en que los socios de la sociedad en la que el *private equity* ha adquirido una participación solo podrán vender sus acciones a otro inversor si este extiende su oferta en los mismos términos a la entidad de *private equity* proporcionalmente a las acciones de cada uno. Lo que exigen los segundos es que en caso de que un inversor haga oferta por la totalidad de la compañía adquirida y la entidad de *private equity* desee aceptarla, el resto de socios de la compañía estén obligados a aceptarla para vender en bloque toda la sociedad

Por un lado, el *tag along* o derecho de acompañamiento, consiste en que, cuando uno o más socios reciben una oferta individual o colectivamente, el resto de socios pueden exigir vender bajo las condiciones. Esto implica que se le daría al comprador la opción de comprar más al mismo precio y si la rechaza, y el resto de socios lo han acordado en un pacto parasocial, se le ofrecerían, conjuntamente y de forma proporcional las acciones de todos los socios que ejerciesen su derecho, bajo las condiciones que ofertaba. En principio parece que este pacto no sería inscribible en virtud del artículo 123.5 del RRM, ya que supone un pacto que obligaría al accionista a vender un número distinto de acciones al que pedía permiso para transmitir (y del 108.2 LSC, que prohíbe lo mismo con respecto el socio y sus participaciones).

No obstante, la resolución de la DGRN de 20 de mayo de 2016 considera que estas cláusulas son inscribibles, bajo el requisito de que se establezcan en los estatutos las causas precisas que evaluará la Junta General para considerar denegar el permiso de transmisión. Al ser muy

difícil establecer un catálogo razonable sobre dichas causas, se aprecia margen a la autonomía de la voluntad para pactarlas en los estatutos siempre que no se haga al socio “*prisionero de sus participaciones*”, de tal modo que permite dichas cláusulas siempre que sean unánimemente aprobadas y otorguen el derecho de separación del socio al que se le deniega la posibilidad de transmitir sus participaciones (artículo 108.3 LSC).

Este tipo de cláusula, es utilizada también a menudo por las entidades de *private equity*, como método de no quedarse fuera de la enajenación de acciones bajo las mejores condiciones, y como forma de evitar que los propietarios-directivos que conocen el sector no abandonen la inversión y se vean involucrados en la dirección de una compañía de un sector que desconocen. Además, en el caso de que el inversor de *private equity* no fuera el socio mayoritario, le ofrece una fuerte protección a los ojos de Espejo y Grañen (2012), pues tendría la opción de abandonar la sociedad en caso de que fuera a ser adquirida mayoritariamente por un socio con el que pudiese tener confrontaciones por el rumbo que podría dar a la empresa.

Por otro lado, las cláusulas *drag along* o cláusulas de arrastres implican que el inversor puede obligar a vender al resto de propietarios cuando aparezca un comprador que desee adquirir un porcentaje mayor al que el inversor tienen por sí solo, lo que supone en cierta medida, expropiar la mayoría de la que disponían el resto de socios para tomar la decisión de venta. Según Bustos (2013) esta cláusula suele ser poco negociable y se puede encontrar ínsita en prácticamente la totalidad de los acuerdos de inversión, pero a cambio a menudo se suele exigir por parte de los propietarios un suelo mínimo a la valoración de las acciones.

Como también enuncia Bustos (2013), esta cláusula es especialmente útil para aumentar el abanico de opciones a la hora de realizar la desinversión. Es realmente muy dura para los antiguos propietarios si mediante la entrada del inversor de *private equity* pretendían obtener financiación y no aumentar el valor de la compañía para una posterior compra, por ello, si se encuentran en el primer caso es recomendable que traten de evitar las cláusulas de arrastre y negocien en su lugar pactos de recompra por el resto de accionistas (*buy-back*), o por el contrario traten de que la desinversión se realice mediante la venta a otra entidad de *private equity* que les permita mantenerse en el accionariado o, en el peor de los casos, mediante una salida a bolsa.

Según Espejo y Grañen (2012) estas cláusulas *drag along* son una forma de ampliar el número de opciones de venta pues se le ofrece la opción al comprador de que adquiera la totalidad de

la empresa sin necesidad de convivir con otros socios minoritario. No obstante, estas cláusulas necesitan de cierto control, pues mediante la utilización de personas interpuestas, un socio (en este caso el *private equity*) podría hacerse con el control entero de la sociedad mediante la realización de una oferta de adquisición por la compañía que el mismo aceptará y con ello, arrastraría al resto de socios, pagándoles tan solo el precio mínimo que hubieran pactado en el momento de la firma de dicha cláusula si es que llegaron a acordarlo. Con respecto a las sociedades anónimas, legislativamente no se regula expresamente, pero la doctrina administrativa viene admitiéndolos. Estos autores advierten de la relevancia de indicar ante la existencia de derechos de tanteo de los socios recogidos legal o estatutariamente y cláusula de arrastre, cual es el que debe ser priorizado, pues de ello depende que la venta se realice en un momento dado entre ellos, o a un tercero.

La cláusula de liquidación preferente, que ha sido expuesta arriba, junto a una cláusula de arrastre, supone una garantía muy potente para el fondo de *private equity* (aunque es una combinación mucho más frecuente en inversiones de *venture capital*, por estar su negocio en una fase mucho menos madura y con menos poder de negociación) pues de su conjunción nace el derecho de vender la sociedad invertida, no solo la participación del inversor, sino también la del resto de los socios o accionistas recuperando preferentemente sobre el resto la cantidad invertida. De tal forma que, si la sociedad ha sufrido una caída en su valoración, y consecuentemente el precio de la participación de la entidad de *private equity* ha bajado, esta puede recuperar íntegramente lo invertido obligando al resto de socios a vender sus acciones o participaciones y apropiándose de su precio. En este tipo de operaciones donde el *private equity* busca dar liquidez a su inversión y desprenderse rápidamente de la misma, lo lógico es que dé prioridad a la cláusula de arrastre con respecto a la de tanteo, pues ningún gran inversor pujaría por su participación empresarial si para ello ha de incurrir en gastos legales y de asesoría cuando existe una posibilidad razonable de que sean los propios socios quien adquieran esa participación sin que pueda optar realmente a realizar la operación

Así sucede lo que Alfaro (2018) denomina “reparto en cascada”. Es un hecho que tiene lugar cuando a la entidad inversora se le ha prometido una rentabilidad, cosa frecuente en inversiones de fondos de *private equity*, de forma que, ante una compra, primero se les permite a estos alcanzar la rentabilidad pactada, y después el resto se reparte entre los demás socios o accionistas. El autor se interroga sobre si existiendo esta cláusula, existe o no la obligación de los administradores societarios de encontrar la mejor oferta. A su parecer, tal como ocurre en el derecho estadounidense, si se pacta el reparto en cascada, este lleva ínsito el riesgo de que el

precio sea insuficiente para todos los socios, por lo tanto, si no se pacta expresamente la obligación de los administradores de buscar el mejor precio, no cabría determinar la existencia de tal obligación por integración. Para que pudiera considerarse inválida esa venta, se debería determinar la mala fe de la entidad de *private equity* o de los administradores de la sociedad, que han sido puestos por la misma en su cargo. Esto solo se conseguiría si se demuestra que la venta a un precio bajo es arbitraria y daña al resto de socio porque pudiera venderse más caro sin realizar ningún esfuerzo adicional de, por ejemplo, búsqueda de ofertas (o por mala fe, porque la oferta la haya realizado una persona afín al *private equity*, obteniendo él esta rentabilidad preferente y el adquirente un bien a un precio por debajo del mercado). Es más, es posible que en caso de que para que fuera necesario para determinar la buena fe acudir a la subasta pública de la empresa, esto traería en muchos casos un inferior precio, pues muchos potenciales adquirentes se verían disuadidos de realizar la operación debido a la alta competencia que incrementaría no solo el precio, sino también los costes asociados a la operación y por lo que no es menos importante, la posible excesiva dilatación del proceso de subasta. Además recomendable, siguiendo la doctrina de Espejo y Grañen (2012), y tal como permite el artículo 1.153 del CC, incluir cláusulas penales como castigo por los daños causados por incumplimiento de las obligaciones sociales o parasociales, como medida de prevención puesto que, aun existiendo la cláusula de arrastre, desde que se realiza la oferta por la compra, hasta que el juez declare el derecho de venta conjunta, el tercero potencial adquirente haya desistido en su empeño.

Solo cabría preguntarse adicionalmente si este reparto en cascada puede considerarse un pacto leonino. La respuesta es “depende”, pues en principio es válido por la existencia de autonomía de voluntad de las partes, pero, si al momento de redactarlo el precio a partir del cual los demás socios empiezan a recibir beneficios es totalmente desproporcionado, lo cual no implica que si en el momento de redactar el contrato no fue capaz de negociar buenas condiciones pueda a posteriori exigir unas mejores en virtud de las exigencias de la buena fe (Alfaro, 2018). En cualquier caso, no debería ser exigible, frente al criterio de cierta parte de la jurisprudencia italiana, una aceptación del precio pactado en la venta del sometido a la cláusula *drag along* por no haber entrado a negociar el precio de venta, puesto que ya lo hizo, pero cuando pacto la *drag along*, además se haya protegido por la coincidencia de objetivos con quien, si pacta el precio, pues ambos querrán obtener el mayor precio posible (Alfaro, 2011).

Con respecto al encaje legal de las cláusulas *drag along* la resolución de la DGRN de 4 de diciembre de 2017, establece con toda claridad la legalidad e la posibilidad de ser inscribibles de las cláusulas de arrastre como medio de: *“facilitar la adquisición por un tercero de una cantidad significativa de participaciones frente a posibles conductas obstruccionistas de socios minoritarios”* de manera que el socio que quiera transmitir participaciones a un tercero pueda obligar a los demás a hacerlo en las mismas condiciones o en otras distintas que los socios hubiesen acordado. Para realizar esta interpretación se basa en el artículo 188.3 del Reglamento del Registro Mercantil, por el cual:

Serán inscribibles en el Registro Mercantil las cláusulas estatutarias que impongan al socio la obligación de transmitir sus participaciones a los demás socios o a terceras personas determinadas cuando concurren circunstancias expresadas de forma clara y precisa en los estatutos.

No obstante, según esta misma resolución, hay que tener en cuenta que, a la hora de incluir una cláusula de arrastre a través de la modificación de los estatutos sociales, no cabe que entre en juego el artículo 346.2 de la LSC, que permite la separación de los socios en caso de modificación del régimen de transmisión, pues la cláusula de arrastre va más allá, por ello la DGRN considera exigible la unanimidad para la adopción de dicho acuerdo *“sin que pueda suplirse, dicho consentimiento unánime, atribuyendo un derecho de separación al socio que no hubiere votado a favor, por no ser una mera cláusula de restricción de transmisión de participaciones sociales”*. Aunque no es necesario que dicho consentimiento sea expresado en la Junta adoptando por unanimidad la decisión, sino que allí sería suficiente un acuerdo mayoritario, siempre que en un momento posterior presten su consentimiento el resto de socios.

Es preciso analizar más en profundidad cual es el funcionamiento de estos derechos que permiten dar más posibilidades de desinvertir a las entidades de *private equity*, y hacerlo en mejores condiciones y generando una mayor rentabilidad a través de, por un lado, la posibilidad de vender cuando la oferta no se le ha realizado necesariamente a esta entidad (*tag-along*), y por otra parte, obligando al resto de socios a vender cuando un posible comprador está interesado en adquirir una participación mayor que la que dicha entidad tiene por si sola. Para ellos es preciso analizar como Sáez y Bermejo (2007) exponen el funcionamiento de las cláusulas *tag-along* y *drag-along* de la siguiente forma:

- Las *tag-along* tratan de evitar el incumplimiento de que conduce a terminar la inversión apropiándose de mayor excedente del que correspondería. Su estructura es generalmente de tres elementos: el derecho de acompañamiento propiamente dicho,

una opción *put* y una penalización. De tal forma que el socio que pretende vender debe comunicar esa eventualidad al socio frente al cual rige esa cláusula, y si este la activa, el primero debe obtener el compromiso del adquirente de comprar a los dos. A este derecho se le suele añadir una *put*, de tal forma que, en caso de incumplir su obligación, el socio frente al cual regía la obligación tiene opción a venderle al otro, y si existe la cláusula penal, se dará una penalización, pues se venderá con una prima frente al precio real de su participación. Normalmente, estas cláusulas están pensadas para defender a socios minoritarios, pues el comprador va a desear hacerse con el control de la compañía y este quedaría desprotegido como accionista minoritario frente a uno mayoritario con el que no ha pactado vender y puede que no desee el rumbo de la compañía que este pueda marcar.

- Las *drag-along*: tratan de evitar ventas improductivas, es decir, que el socio que se quede en la sociedad se apropie de todo el excedente generado por la entrada de un nuevo socio en el capital aportando valor a la compañía. Se componen de tres elementos, la cláusula de arrastre, una *call* y una penalización. Estos equivalen a el compromiso a vender conjuntamente, a una opción de compra si esa primera se incumple y el hecho de que esta sea al descuento si existe cláusula penal. Generalmente, tiene sentido que quien tenga el poder de venta sea el socio mayoritario y frente al minoritario se protegerá con esta cláusula. Generalmente en *private equity* estas se pactan para poder liquidar la inversión de una forma más fácil si el posible adquirente quisiera hacerse con la totalidad de la compañía, pues pactando con este inversor obligaría también al resto.

En principio al ser un pacto parasocial, el perjudicado por el incumplimiento no podría ir frente a la sociedad, pues el pacto no es oponible frente a la misma (art. 1257 CC) ya que los pactos parasociales, como indican Barrena y Rego (2018) son principios y reglas que los socios han querido configurar como una estructura obligacional ajena al ordenamiento jurídico de la sociedad y por eso mismo gozan de autonomía propia. De este modo, dado que la sociedad no es parte de los mismos no es oponible a la misma y tal como establece el artículo 29 LSC “*los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad*”, esto se conoce como el principio de inoponibilidad de los pactos parasociales. Este obstáculo se podría salvar elevando los pactos a la categoría de estatutarios, para hacerlos oponibles a terceros y a la sociedad, no obstante, según Sáez y Bermejo (2007),

Para que todos estos pactos generen obligaciones para terceros es preciso dotarlos de carácter estatutario (en virtud del artículo 29 LSC) porque en caso contrario solo vincularía a los socios que lo hubiesen firmado, y si se diera el caso, los nuevos adquirentes que entrasen a remplazarlos no tendrían las obligaciones derivadas de los mismos ni la responsabilidad por su incumplimiento. No es esta, sin embargo, una vía carente de inconvenientes, pues reconfiguraría estos pactos como cláusulas restrictivas de la libre transmisibilidad de las acciones y trabaría la transmisión de las participaciones, de tal forma que, por ejemplo en la *tag-along*, pasarían de ofrecer al socio una opción *put* más una prima, para permitirle oponerse a que la transmisión surta efectos si sus participaciones no son incluidas en la operación. Además pasarían a convertirse en vinculantes para posteriores socios de la compañía pudiendo ser los potenciales inversores reacios a invertir en una sociedad que tiene según qué pactos estatutarios y además, también a exigirse sobre ellas judicialmente una interpretación objetiva y no subjetiva, por lo tanto desvinculada de las intenciones de los socios cuando las redactaron. Por último, podrían ser modificadas (salvo acuerdo en contrario) por la mayoría de la Junta General y no por unanimidad por todos los socios.

Sin embargo, hay que tener en cuenta el criterio de Paz-Ares (2003) que opina que en un pacto parasocial, al convertirse el acuerdo en “*ley para las partes*” ex artículo 1091 CC, no existe motivo para que no goce de todos los remedios para exigir su cumplimiento (apta para una mayor fuerza para obligar de la inclusión de una *put* o *call* y/o cláusulas penales basadas en una prima o descuento). Y lo que es más importante en el caso que nos ocupa, según el mismo autor, la gran separación entre los pactos parasociales y la sociedad, que impiden que aquellos sean efectivos frente a esta, últimamente no es tal, puesto que ha ganado fuerza la interpretación de que los pactos parasociales sí pueden oponerse frente a la sociedad cuando se dan dos circunstancias específicas. En primer lugar, que sean firmados por todos los socios de la misma, es decir, que exista coincidencia subjetiva de las partes y que, además, exista coincidencia de resultado ante la aplicación del derecho de sociedades y el de obligaciones. Dados ambos supuestos, la inoponibilidad queda privada de justificación y, por lo tanto, hay vía libre para hacer efectivos los pactos parasociales frente a la sociedad. (En este sentido las sentencias: STS 13109/1991 de 26 de febrero y 97/1992 de 10 de febrero).

2.5. La desinversión.

Los tipos de desinversiones más relevantes por el total de la cuantía en España según ASCRI (2017) fueron las ventas a terceros ajenos al *private equity*, generalmente a otra compañía industrial, dado que no muchos compradores financieros distintos realizan estas operaciones (28%), las ventas a los antiguos accionistas, que a menudo son los directivos de la misma (18%), las ofertas públicas de venta (14%) y las ventas a otra entidad de capital-riesgo (13,5%) por lo que el resto y otros (23,3%). Este estudio se parará a examinar tanto la venta a un comprador estratégico como a otra entidad de capital-riesgo, la OPV y la venta a los directivos de la propia empresa.

Existe la posibilidad de que se utilicen dos de estos medios para desinvertir a la vez, el llamado *dual-track* de tal manera que, aunque dedicando una gran cantidad de recursos, se consigue una mayor flexibilidad (Aguayo, Escrivá, 2015), aunque no es una práctica muy extendida tradicionalmente dada su complejidad y costes (Roure, Segurado y San José, 2005).

También existe la posibilidad de desinversión parcial, de tal manera que el *private equity* obtiene liquidez y limita su exposición a una inversión, pero sigue estando unido a la misma, aunque estas no son para nada comunes (Aguayo y Escrivá, 2015)

Por último hay que señalar uno de los errores que son más comunes en el momento de realizar la desinversión, y es que, ante un inminente nuevo proceso de captación de fondos, el *private equity* se vea presionado a desinvertir para presentar resultados reales a sus potenciales inversores, pero es una conducta precipitada y errónea pues solo debería tener en cuenta para tomar dicha decisión factores económicos, como haber llevado la reestructuración completa de la empresa, que el mercado de capitales se encuentre en un punto óptimo, etc. (Roure, Segurado y San José, 2005)

2.5.1. Venta a otra sociedad industrial.

La venta a un comprador industrial o estratégico se denomina *trade sale* y se trata de vender a otra sociedad que opere en el mismo sector o en uno complementario y son operaciones muy

comunes (Aguayo, Escrivá, 2015), que suponen el mayor volumen de las ventas (ASCRI, 2017)

De cara a realizar una venta a un comprador estratégico, aunque también es aplicable cuando el comprador es financiero, como otra entidad de *private equity*, es bastante conveniente realizar una subasta para optimizar el precio que será pagado. El proceso de subasta también tiene consecuencias potencialmente muy negativas: requiere mucho tiempo y elevados gastos, lo que puede disuadir a ciertos compradores, sobre todo los financieros, que prefieren exclusividad a la hora de pactar sus inversiones, y en el caso de que no salga adelante no solo estos gastos y tiempo serán irrecuperables, sino que además será percibido una señal muy negativa susceptible de minar la confianza del resto de agentes en el mercado en dicha sociedad, por ello debe llevarse a cabo solo si existe un amplio número de compradores interesados y es posible realizarla sin publicar información comprometida o confidencial sobre el funcionamiento del negocio. (Roure, Segurado y San José, 2005)

Como ya se ha indicado en el apartado 2.1 de este trabajo, están movidas generalmente por las sinergias al no tener el comprador un objetivo financiero tan claro como en el caso del *private equity* (Dávila y Fernández, 2013), lo que a menudo le lleva a comprar con una importante prima. Para mayor información sobre dichas motivaciones cabe remitirse a dicho apartado.

La venta a un industrial o comprador estratégico suele ser el método favorito de las entidades de *private equity* para desinvertir ya que solo deben negociar con un comprador, siendo menores los costes de transacción y mayor la eficiencia (Arango y Durango, 2014).

2.5.2. Venta a otra entidad de *private equity*.

La venta a otro comprador financiero como un *private equity* se denomina *secondary buy-out*, y supone la culminación del ciclo de inversión de una de estas entidades para que se inicie dentro de otra. Suele darse con más frecuencia la venta a un inversor financiero por la limitación temporal de la inversión, dado que, si el precio es razonable, estos son ávidos compradores, mucho más que los industriales que necesitan que dicha compra aporte valor a su negocio, aunque también pueden concurrir motivos de naturaleza económica (Aguayo, Escrivá, 2015).

2.5.3. Salida a Bolsa.

Dado que el *private equity* está conceptualizado como una fuente de financiación para compañías desarrolladas, pero sin la suficiente trayectoria en el mercado y por ello incapaces de salir a bolsa por falta de tamaño o confianza, el proceso natural, es que estas compañías maduren y generen la confianza suficiente como para empezar a cotizar en un mercado, aunque en realidad no es el más común en el mercado nacional, aunque sí muy frecuente en los mercados anglosajones.

Según el criterio de Roure et al. (2005) la tradición española de realizar muy infrecuentemente la desinversión de *private equity* mediante una salida a bolsa tenía sus días contados. Aseguraban que tras las solo 3 desinversiones de esta forma en 2003 en los años venideros serían muchas más. Parece ser que el tiempo no ha querido darles la razón y, según ASCRI (2017), en el año 2016 solo fueron dos: Telepizza y Parques Reunidos.

La razón principal para salir a bolsa aquí sería, obviamente, facilitar la salida del inversor de *private equity*, pero es un acto relevante para todo el mercado dado que se trata de un proceso que involucra y exige mucha preparación y esfuerzo a toda la compañía en su conjunto, desde accionistas hasta a directivos, como a agentes externos, como organismos de supervisión, bancos de inversión y analistas. La salida a bolsa implica que la empresa ya ha alcanzado unas dimensiones considerables y que ha conseguido recabar la confianza de una importante masa de inversores. Es un hecho que genera expectativas en otros agentes de la economía en principio ajenos a la empresa, como la prensa, la CNMV, analistas financieros, etc. (Roure et al., 2005). Es un proceso muy complicado y exigente que requiere de mucha madurez en el negocio, por lo tanto, no debe ser una forma de venta o de conseguir financiación en el caso de que no se pueda obtener por otros medios

Para que esta salida a bolsa tenga lugar, lo único preciso es que la sociedad siga el procedimiento ordinario sin que suponga ningún tipo de especialidad adicional el hecho de que este participada por una entidad de *private equity*. Para ello será conveniente que seleccione un banco de inversión que lleve a cabo la operación y que seleccione adecuadamente el mercado de salida, teniendo en cuenta su nivel de liquidez, su ámbito geográfico, su reputación, visibilidad y la calidad de sus miembros (Roure et al., 2005).

Como indica una guía del despacho de abogados Garrigues, es preciso, con miras a cualquier salida a bolsa, realizar una *due dilligence* y cierta documentación legal encaminada a cumplir los requisitos necesarios para realizar la salida a bolsa, como son los contratos de colocación y de aseguramiento o los de agencia entre otros, así como modificar los estatutos sociales preparar el folleto informativo y realizar los trámites precisos frente a la CNMV (que verificará la información del folleto y la publicidad que se haga de la operación), la Sociedad de Sistemas y la Sociedad Rectora de la Bolsa. Deberá aportar los estados financieros auditados, además de los documentos que acreditan que sus acciones se atienen al régimen jurídico que les es aplicable y el folleto informativo a la CNMV para su aprobación y posterior publicación.

Con la salida a bolsa se obtiene, en la mayoría de casos, tan solo la desinversión parcial, debido al compromiso de *lock up* que el *private equity*, en cuando accionista de la empresa que va a saltar al parqué, deberá generalmente asumir frente al coordinador global en pos de no sacar una gran cantidad de acciones al mercado y que caiga la cotización estrepitosamente. Por ello, normalmente se articula la salida mediante una venta por bloques. No obstante, si no se realiza la desinversión completa ni tampoco por bloques, igualmente es una forma de obtener acciones más líquidas de cara a una posterior desinversión completa (Aguayo y Escrivá, 2015)

2.5.4. Venta a los propios ejecutivos de la empresa.

La venta o recompra de acciones por parte del equipo directivo de la empresa supone una socorrida alternativa cuando las condiciones, del mercado en general, o de la industria en particular, no son óptimas o la sociedad solo se adquirió con este propósito final con el paso intermedio de inyectar financiación y realizar una reestructuración interna. Es también una de las formas más sencillas de salida puesto que las partes, la entidad de *private equity* y el equipo directivo, ya se conocen y han trabajado juntos, de tal forma que pueden tener medidas en mayor o menor medida las expectativas del otro. (Roure et al., 2005)

Por otra parte, el hecho de que se baraje esta oportunidad, tiene ciertos inconvenientes, puesto que al ser muy cómoda y “convivir” diariamente con el potencial comprador, se corre el riesgo de caer en la tentación de desinvertir mediante este método sin haber explorado otras alternativas. Por otro lado, sopesar esta posibilidad supone un riesgo elevado, en caso de que

la directiva realice una oferta y el inversor se niegue, es posible que en negociaciones con terceros esta opte por el “revanchismo” y desincentive a posibles compradores.

Cuando ocurre una compra por parte de los directivos, normalmente es porque los mismos previamente buscaban una forma de ampliar el negocio y desarrollarlo, y vieron en el *private equity* una oportunidad financiera, así como una ventaja a la hora de generar confianza en el resto de agentes del mercado. Generalmente estas operaciones se llevan a cabo a través de la autocartera, para luego amortizar esas acciones o participaciones o mediante una compra apalancada *MBO* (Dávila y Fernández, 2013)

El principal motivo para buscar la entrada de un *private equity* y después comprarle la participación es el hecho de querer reflotar la empresa que está siendo ineficiente. Además, de esta forma, al ser los dueños también directivos de la misma, los intereses están completamente alineados (Mascareñas, 2005)

3. EL PRIVATE EQUITY EN LA PRÁCTICA: EL CASO PANRICO.

Panrico es una empresa española que nació en el año 1962 de la mano de las familias Rivera y Costafreda, que llevaban en el negocio desde 1928.

En 2005, en el momento en el que la burbuja financiera estaba más hinchada y el capital-riesgo realizaba las mayores inversiones de su historia, fue adquirida en subasta por el *private equity* británico APAX por 900 millones de euros, aportando el mínimo capital posible a través de un altísimo apalancamiento, pues se utilizaron 650 millones de deuda en la operación de *LBO*, que acabaron en el balance de Panrico (Berengueras, 2014).

APAX se dedicó a vender los activos no esenciales y las fábricas en el extranjero (Grecia y China) para recuperar su inversión y pagar la deuda, planeando construir un gigante a nivel nacional sin importancia en el mercado global. Por otro lado, con el estallido de la crisis, cambió el paradigma de su producto estrella, los Donuts, que eran repartidos a diario por unos 3.000 transportistas a cerca de 120.000 establecimientos, entre supermercados, panaderías y bares. Vieron en ellos un producto fresco que acarrearba unos costes de distribución demasiado elevados y decidieron pasarlos de frescos a congelados para que aguantaran más y bajaran los costes. No obstante, el consumidor lo notó, bajaron las ventas, la marca perdió muchísima confianza, y aunque intentaron dar marcha atrás, no recuperaron su posición (Martinez, 2013). Para el año 2010 la deuda de Panrico superaba los 560 millones y no generaba más que pérdidas, así que finalmente APAX vendió su participación a los bancos por un euro (Gozzer, 2015).

Otra entidad de *private equity*, la estadounidense OakTree, decidiría entonces entrar en el capital de Panrico mediante la adquisición de 90 millones de deuda de bancos acreedores, capitalizándola y haciendo una pequeña ampliación de capital de 11 millones, lo que le llevo a convertirse en el único accionista. La operación supuso que los bancos aceptaron una quita de alrededor del 80% de la deuda (La Vanguardia, 2012).

El fondo empezó entonces un plan de eficiencia que supuso fuertes bajadas de salario a los empleados de Panrico (de hasta el 45%) y la venta de los pocos activos no esenciales para el núcleo del negocio que pudo dejar APAX. Centrados en un potente plan de eficiencia, realizó un ERE que supuso el despido de 468 de los algo menos de 2500 trabajadores de la compañía, y puso en marcha una reestructuración financiera (Gozzer, 2015). Solo en el periodo 2008-2014 la compañía perdió más de 700 millones de euros (Berengueras, 2014)

En el año 2015 el grupo mexicano Bimbo, comprador estratégico, anunció su adquisición por 190 millones de euros, frente a los poco más de 100 que le costó a OakTree (El País, 2015), operación que fue aprobada por la CNMV en junio del año siguiente (Cinco Días, 2016).

De este modo la plantilla se libró por el momento de más recortes y despidos, OakTree ha obtenido una importante rentabilidad y Bimbo se ha consolidado como la mayor empresa de la industria en la península Ibérica, después de un ERE que dejó fuera a un quinto de la plantilla, bajadas de más de un tercio de los salarios y quitas de deuda elevadas.

El *private equity* es una fuente de financiación importante con gran potencial para asistir a negocios consolidados con dificultades para conseguir la confianza suficiente del mercado como para cotizar. No obstante, este caso es el claro ejemplo de que no siempre funciona a la perfección, pero, que a menudo, las entidades que lo practican se blindan de tal manera que, si una operación se empieza a torcer, pueden igualmente salir indemnes o incluso beneficiados, aunque el resto de la economía no lo haga.

4. CONCLUSIONES.

Este trabajo a tratado de exponer de una forma sistemática las principales diferencias entre operaciones de *M&A* realizadas por entidades de *private equity* y sociedades industriales para pasar ahora a evaluar los resultados obtenidos:

1. **En relación a sus motivaciones:** En primer lugar, las entidades de *private equity* están constreñidas a una temporalidad en su inversión y a grandes dificultades para generar sinergias operativas. Generalmente estas deben comprar barato y vender caro pues su margen reside ahí, más aún si su forma de operar es a través de *LBO*, caso en el que deberán buscar sociedades con una serie de características especiales, y dedicarán sus flujos de efectivo a pagar la deuda en la que se incurre para realizar la adquisición. Las sociedades adquiridas por estas entidades suelen experimentar cambios operativos para lograr la eficiencia y suelen, generalmente, ser más innovadoras.

2. **Debido a la entrada de sus directivos:** los *private equity* pueden dirigir su estrategia de inversión y entre los aspectos de la misma está designar a los consejeros y directivos si su participación se lo permite, ya por mayorías tradicionales o mediante los pactos parasociales a los que haya podido llegar con el resto de accionistas. Un gran número de consejeros del *private equity* históricamente ha significado una mayor eficiencia, una descentralización de las decisiones operativas y una centralización de las estratégicas, pero también un detrimento de los ingresos. No obstante, no siempre es inteligente realizar grandes cambios en la directiva ni proponer a altos cargos propios del *private equity*, pues a menudo los directivos de la empresa participada conocen mejor la industria y su empresa que el resto.

Para los directivos y consejeros que permanezca en la compañía se suele reservar una participación en la sociedad para alinear sus intereses con los del *private equity*, así como, eventualmente, se pueden establecer prestaciones accesorias a dicha participación para lograr un mayor compromiso.

3. **Por la adquisición mediante *LBO* (*leveraged buy-out*):** este método de adquisición supone un alto apalancamiento que acaba a menudo en el balance de la adquirida generando entre otras ventajas, un potente escudo fiscal y suponiendo una presión para los directivos que disminuye los costes de agencia.

No obstante, existe un obstáculo a este tipo de operaciones en el Ordenamiento Jurídico español, que es la prohibición de asistencia financiera, que existe para proteger los intereses de socios minoritarios y acreedores. Esta dificultad es salvable, de tal manera que si es o no una asistencia financiera prohibida ha de determinarse caso por caso. Será una operación válida siempre que se articule la misma a través de una fusión apalancada y que se cumplan las formalidades precisas encaminadas a demostrar que la operación es económicamente viable, dado que existen otros medios para proteger los intereses amenazados más allá de la prohibición de asistencia financiera, como son el derecho de oposición de los acreedores y las mayorías cualificadas y el derecho de impugnación de los accionistas

4. **Nacidos de los acuerdos y garantías que los *private equity* exigen para invertir**: Estos acuerdos generan la confianza necesaria para que los *private equity* decidan invertir y pueden, llegado el caso, considerarse abusivos, aunque en principio prima la autonomía de voluntad de las partes al acordarlos. Normalmente se articulan a través de pactos parasociales por las dificultades que genera y lo poco que aporta elevarlos a la categoría de estatutarios.

Entre los más comunes se encuentran establecer un periodo de bloqueo, el derecho de información, la de reajuste de participación en función del resultado, etc. Pero los más importantes, y los que más polémica suscitan, probablemente sean, junto al derecho de liquidación preferente, el derecho de acompañamiento y la cláusula de arrastre. De estas dos últimas hay que tener en cuenta fundamentalmente dos cosas: primero, que su inclusión en los estatutos sociales e inscripción en el Registro Mercantil reporta distintas ventajas e inconvenientes; y segundo, que suponen mayores posibilidades a la hora de realizar desinversiones, en el sentido de más frecuentes y en mejores condiciones.

5. **En el momento de la desinversión**: se analizan en este trabajo los principales métodos de desinversión de un *private equity*, si bien es cierto que se encuentran pocas especialidades relevantes con respecto a operaciones idénticas realizadas por un industrial, cada uno de estos métodos tiene ciertas especialidades económicas que lo hacen preferible bajo cierto contexto dado, siendo generalmente el preferido de los *private equity* la venta a un comprador estratégico, que suele ser el que más prima ofrece sobre el precio.

6. **En el funcionamiento real de estas entidades**: diferencias que se aprecian a través del caso práctico y que suponen que estas entidades, a menudo multinacionales expertas en transacciones y con participaciones en todo tipo de industrias, a veces no son capaces no

conseguir el éxito en sus actuaciones, especialmente la dirección estratégica de las participadas, y esto puede conllevar consecuencias perniciosas para la economía. En ocasiones, aunque las actuaciones de estas entidades fracasen económicamente, han sido capaces de blindarse realizando sus inversiones en condiciones tan provechosas que les permiten salir airosas o incluso beneficiadas.

5. BIBLIOGRAFÍA.

- Adams, R., Almeida, H. y Ferreira, D. (2009). Understanding the relationship between founder–CEOs and firm performance. *Journal of empirical Finance*, 16(1), 136-150.
- Aguayo, J. y de Escrivá, I. (2015). Capital riesgo; “exit” vía salida a bolsa. *Revista española de capital riesgo*, (5), pp. 311-318.
- Alfaro, J. (2011). ¿Cuándo una cláusula de drag along no es una cláusula de drag along? Cuando el minoritario le pide al juez que intervenga. *Almacén de derecho*.
Recuperado el 05/03/2018 de:
<http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2011/05/cuando-una-clausula-de-drag-along-no-es.html>
- Alfaro, J. (2017). El sistema de representación proporcional para el nombramiento de consejeros. *Almacén de derecho*.
Recuperado el 25/03/2018 de:
<http://almacenederecho.org/sistema-representacion-proporcional-nombramiento-consejeros/>
- Alfaro, J. (2018). Venta de empresa con derecho de arrastre y distribución en cascada del precio. *Almacén de derecho*.
Recuperado el 05/03/2018 de:
<http://almacenederecho.org/compraventa-empresas-deberes-fiduciarios-del-socio-mayoritario/>
- Amantegui, J., Grau, R. y Serrano de Haro, P. (2014). Private Equity: Operaciones apalancadas de compraventa. Importantes novedades del reciente anteproyecto de reforma fiscal. Client Briefing de Clifford Chance.
Recuperado el 09/04/2018 de:
<https://onlineservices.cliffordchance.com/online/freeDownload.action?key=OBWibFgNhLNomwBI%2B33QzdFhRQAhp8D%2BxrIGReI2crGqLnALtlyZe22TSI7LSVPiScvNYoJykMfp%0D%0A5mt12P8Wnx03DzsaBGwsIB3EVF8XihbSpJa3xHNE7tFeHpEbaeIf&attachmentsize=252788>

- Ang, A., Chen, B., Goetzmann, W. y Phalippou, L. (2013). Estimating private equity returns from limited partner cash flows (Working Paper inédito). Columbia University. Recuperado el 26/01/2018 de:

https://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/SBS_working_paper/Estimating_private_equity_returns.pdf

- Arango, L. y Durango, M. P. (2014). Private equity y venture capital: Diferenciación y principales características. *Clío América*, 8(16), pp. 173-184.
- ASCRI (2012). Informe Impacto Económico y Social del Capital Riesgo. Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión.
- ASCRI (2017). Informe de actividad Venture Capital y Private Equity. Asociación Española de Capital Crecimiento e Inversión.
- Barrena, S. y Rego, A. (2018). La voluntad de los socios como arma de doble filo: oponibilidad y remedios de los pactos parasociales. *Newsletter de Garrigues de empresa familiar*. Febrero 2018, pp. 14-19.

Recuperado el 12/03/2018 de:

<http://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/newsletter-empresa-familiar-febrero-2018.pdf>

- Boucly, Q., Sraer, D. y Thesmar, D. (2009). Leveraged buyouts—evidence from French deals. *The global economic impact of private equity report*, pp. 47-64.
- Brown, R. (2012). *Analysis of Investments & Management of Portfolios*. South-Western Cengage Learning-
- Carretero, A. (2017) *Operaciones de compra apalancada de empresas y la creación de valor. El impacto de la estructura financiera* (Tesis Doctoral). Universidad Rey Juan Carlos.

Recuperado el 22/03/2018 de:

<https://ciencia.urjc.es/bitstream/handle/10115/14711/Tesis%20Doctoral%20-%20Ana%20Carretero%20Pires%20-%20Enero%202017.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

- Bustos, E. (2013). La financiación de la pyme: préstamo participativo vs. capital riesgo. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

Recuperado el 17/02/2018 de:

http://www.enisa.es/documentos_web/documentos/Libro%20Bustos%20Web-2.pdf

- Cornelli, F. y Karakaş, O. (2012). Corporate governance of LBOs: The role of boards. Recuperado el 26/03/2018 de:
<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=725114106069104028077068078109076074039034001032090029097069104029094012077031104025033036016025122120037087111117102010106127039072071083031113029014118075109015059075013007107108016097091075111098114086092023103007001086122076030001009019004119086&EXT=pdf>
- Dávila, L. y Fernández, C. (2013). *Private Equity y Venture Capital*. En Revello de Toro, J.M. (Coord.), *Manual de Corporate Finance y Banca de Inversión*. pp. 477-555. Delta Publicaciones Universitarias.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. y Rice, E. M. (1984). Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth. *The Journal of Law and Economics*, vol. 27, no.2, pp. 367-401.
- Dirección General de Política de la Pyme (2007). Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial. Ministerio de Industria y Turismo. Recuperado el 28/03/2018 de:
<http://www.ipyme.org/publicaciones/las%20fusiones%20y%20adquisiciones%20como%20formula%20de%20crecimiento%20empresarial.pdf>
- Enciso, M. y Serrano, A. (2015). El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financiera: un análisis de la tipología y de las partes intervinientes. *Noticias Jurídicas*. Recuperado el 12/02/2018 de:
<http://noticias.juridicas.com/conocimiento/articulos-doctrinales/10129-el-retorno-de-los-leveraged-buyouts-tras-la-crisis-financiera:-un-analisis-de-la-tipologia-y-de-las-partes-intervinientes-i/>
- Espejo, J. y Grañen, M. (2012). Los pactos de salida, una solución a los conflictos societarios. *Revista Aranzadi Doctrinal*, no. 5, pp. 181-194.
- Garrigues. (2014). Guía de Aspectos a Tener en Cuenta en una Salida a Bolsa. Recuperado el 29/03/18 de:
http://www.garrigues.com/doc/emags/Salidas a Bolsa Going public in Spain/pubData/source/20170531_salidas_bolsa_EN_ES.pdf
- Gompers, P., Kaplan, S. y Mukharlyamov, V. (2016). What do private equity firms say they do? *Journal of Financial Economics*, 121(3), pp. 449-476.

- Gorbenko, A. S. y Malenko, A. (2014). Strategic and financial bidders in takeover auctions. *The Journal of Finance*, 69(6), pp. 2513-2555.
- Graham, J. R. y Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), pp. 187-243.
- Grima, J. (2013). Seguridad jurídica, inversión y compraventa apalancada de empresas. Cuatrecasas Gonçalves Perea.

Recuperado el 20/03/2018 de:

http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/seguridad_juridica_inversion_y_compraventa_256.pdf

- Groh, A. P., von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2010). The European venture capital and private equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), pp. 205-224.
- Guo, S., Hotchkiss, E. y Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance* 66, pp. 479-511.
- Hoberg, G. y Phillips, G. (2010). Product market synergies and competition in mergers and acquisitions: A text-based analysis. *The Review of Financial Studies*, 23(10), pp. 3773-3811.
- Invest Europe (2016). 2015 European Private Equity Activity: Statistics on Fundraising, Investments & Divestments.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of financial economics*, 24(2), pp. 217-254.
- Kaplan, S. y Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), pp. 1791-1823.
- Kaplan, S. y Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives* 23, pp. 121-146.
- Loos, N. (2007). *Value creation in leveraged buyouts: analysis of factors driving private equity investment performance* (Tesis Doctoral). University of St. Gallen.

Recuperado el 24/02/2018 de:

[http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/\\$FILE/dis3052.pdf](http://verdi.unisg.ch/www/edis.nsf/SysLkpByIdentifier/3052/$FILE/dis3052.pdf)

- Martínez, E. (2013). Panrico: una triste historia de mala gestión. *Blog IESE Economía para todos*.

Recuperado el 05/03/2018 de:

<http://blog.iese.edu/martinezabascal/2013/11/20/panrico-una-triste-historia-de-mala-gestion/>

- Mascareñas, J. (2005). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. McGraw-Hill.
- McDonald J. J. (2008). Actions That Private Equity Fund Representatives on Corporate Boards Can Take to Help Avoid Liability. *The Journal of Private Equity*, 11 (4), pp. 6-11.
- Palomero, P. y Sanz, P. (2013). Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas. *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, 2(3), pp. 69-104.
- Paz-Ares, C. (2003). El enforcement de los pactos parasociales. *Actualidad jurídica Uría & Menéndez*, (5).

Recuperado el 07/02/2018 de:

<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03candido.pdf>

- Pedroviejo, J. (2015). La reforma del reglamento de instituciones de inversión colectiva: el real decreto 83/2015, de 13 de febrero. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. pp. 124-129, (40).

Recuperado el 12/02/2018 de:

<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4749/documento/foro02.pdf?id=5937>

- Phalippou, L. (2007). Investing in Private Equity Funds: A Survey (Working Paper). University of Amsterdam.

Recuperado el 27/01/2018 de:

<https://new.cfasociety.org/netherlands/Documents/Slides-Exec-Phalippou-CFA2013.pdf>

- Popov, A. y Roosenboom, P. (2009). Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe. European Central Bank Working Paper No. 1063.

Recuperado el 26/01/2018 de:

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1063.pdf?8ad255c424c32d3fbf0de610c5a8da85>

- Roncero, A. (2009). *Fusión posterior a adquisición de sociedad con endeudamiento del adquirente*. En Rodríguez, F. (coord), *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Aranzadi Thomson Reuters.
- Roncero, A. (2010). *Ámbito de la exigencia del informe de expertos independientes en caso de fusiones posteriores a adquisiciones apalancadas*. *Revista de derecho de sociedades*, (35), pp. 257-265.
- Ruiz de Velasco, A. (2007). *Manual de Derecho Mercantil*. Universidad Pontificia Comillas.
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Harvard Business School Press.
- Sáez, M. I. y Bermejo, N. (2007). *Inversiones específicas, oportunismo y contrato de sociedad*. *InDret*, no. 1, pp. 1-37.
- Sánchez-Calero, J. y Fernández, I. (2011). *Fusiones apalancadas, asistencia financiera y concurso: Oportunidad y acierto del art. 35 LME*. *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, (38), pp. 1-49.
Recuperado el 20/02/2018 de:
http://eprints.ucm.es/12628/1/Fusi%C3%B3n_apalancada-DT_38-2011.pdf
- Sanz, M. (2015). *La nueva regulación de ICC, entidades de capital riesgo y otro tipo de entidades de inversión de tipo cerrado en la ley 22/2014*. *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*. pp. 124-129, (39).
Recuperado el 12/02/2018 de:
<http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=d6ccbf4b-afaa-455f-96cc-91bbc917ddd4@pdc-v-sessmgr01>
- Serrano, A. (2012). *El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo* (Tesis Doctoral). Universidad Rey Juan Carlos.
Recuperado el 02/03/2018 de:
<https://ciencia.urjc.es/bitstream/handle/10115/12301/TESIS%20DOCTORAL%20ANTONIO%20SERRANO.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Vives, F. (2009). *La validez de los LBO en el derecho español* (Tesis Doctoral inédita). Universidad Pontificia Comillas.

NOTICIAS:

- Berengueras, J. M. (20 de mayo de 2014). Y el Donut tocó fondo. *El Periódico*. Recuperado el 22/03/2018 de:
<https://www.elperiodico.com/es/economia/20140519/y-el-donut-toco-fondo-3277540>
- Bimbo paga 190 millones por Panrico. (9 de julio de 2015). *El País*. Recuperado el 22/03/2018 de:
https://elpais.com/economia/2015/07/09/actualidad/1436453573_802366.html
- Competencia aprueba la compra de Panrico por Bimbo. (22 de junio de 2016). *Cinco Dias*. Recuperado el 22/03/2018 de:
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2015/07/09/empresas/1436448247_563463.html
- Gozzer, S. (20 de junio de 2015). Bimbo ultima la compra de Panrico para liderar el negocio de la bollería. *El País*. Recuperado el 22/03/2018 de:
https://elpais.com/economia/2015/06/20/actualidad/1434796247_267012.html
- Oaktree Capital controlará el 86% de Panrico tras reestructurar su deuda. (27 de febrero de 2012). *La Vanguardia*. Recuperado el 22/03/2018 de:
<http://www.lavanguardia.com/economia/20120227/54261307094/oaktree-capital-controlara-panrico.html>

LEGISLACIÓN:

- Directiva (UE) 2011/61, del Parlamento Europeo y del Consejo., de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 1095/2010. (DOUE, 1 de Julio de 2011).

- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (BOE, 4 de julio de 2007).
- 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 (BOE, 13 de noviembre de 2014).
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE, 29 de julio de 1988).
- Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. (BOE, de 25 de noviembre de 2005).
- Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades (BOE, 28 noviembre de 2014).
- Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE, 4 de abril de 2009).
- Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección. (BOE, de 12 de agosto de 1985).
- Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil (BOE, 31 de julio de 1996).
- Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva. (BOE, 14 de febrero de 2015).
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE, 3 de julio de 2010).
- Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE, 24 de octubre de 2015).

JURISPRUDENCIA Y DOCTRINA ADMINISTRATIVA:

- Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección 6ª). Sentencia núm. 254/2007, de 25 septiembre 2008.

- Audiencia Provincial de Madrid (Sala de lo Civil, Sección 28ª). Auto 2/2007, de 9 enero de 2007.
- Dirección General de los Registros y del Notariado. Resolución de 4 de diciembre de 2017 (BOE 27 de diciembre de 2017).
- Dirección General de los Registros y del Notariado. Resolución de 15 de octubre de 2010 (BOE 22 de noviembre de 2010).
- Dirección General de los Registros y del Notariado. Resolución de 20 de mayo de 2016 (BOE 9 de junio de 2016).
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 0). Sentencia núm. 97/1992 de 10 de febrero.
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia núm. 13109/1991 de 26 de febrero.
- Tribunal Supremo (Sala de lo Civil, Sección 1ª). Sentencia núm. 138/2009 de 6 de marzo de 2009.
- Tribunal Supremo. (Sala de lo Contencioso, Sección 2ª). Sentencia 2198/2013 de 25 de abril de 2013.