



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

APROXIMACIÓN AL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPERACIONES DE LEVERAGED BUY OUTS (LBO)

Autor: José Carrasco Rodríguez Sañudo

5º E3 A

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Juan Francisco Falcón Ravelo

Madrid

Abril 2023

ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS	4
INTRODUCCIÓN	6
CAPÍTULO I: CONCEPTO Y FUNDAMENTO DE LA LBO	8
1.1. Definición	8
1.2. Tipos y clases	11
1.3. Racional financiero y estructura de la operación	12
1.4. Historia y situación del mercado	16
CAPÍTULO II: MARCO JURÍDICO	20
2.1. Regulación de las sociedades de capital riesgo	20
2.2. Regulación de las compras apalancadas en el derecho español	24
2.3. Aspectos contractuales a cubrir en un proceso típico	25
2.3.1. Figuras precontractuales	25
2.3.2. Contrato de compraventa.....	28
2.3.3. Contrato de financiación.....	33
CAPÍTULO III: LAS FUSIONES APALANCADAS Y LA ASISTENCIA FINANCIERA	36
3.1. Origen y evolución de la prohibición	36
3.2. La asistencia financiera en el Derecho español	37
3.3. Análisis del artículo 35 LME: la fusión apalancada	39
3.4. Consecuencias de incurrir en la asistencia financiera	41
CAPÍTULO IV: CONCLUSIONES	43
BIBLIOGRAFÍA	45

LISTADO DE ABREVIATURAS

LBO: Leveraged Buy Out

LME: Ley de Modificaciones Estructurales

NewCo: New Company

PE: Private Equity

FED: Federal Reserve

OPV: Oferta Pública de Venta

MBO: Management Buyout

MBI: Management Buyin

BIMBO: Buyin Management Buyout

LEBO: Leveraged Employee Buyout

IBO: Institutional Buyout

OBO: Owners Buyout

SBO: Secondary Buyout

LCR: Ley de Capital Riesgo

PYME: Pequeña y Mediana Empresa

UE: Unión Europea

AIMF: Alternative Investment Fund Mangers

CC: Código Civil

CCo: Código de Comercio

LSC: Ley de Sociedades de Capital

PECL: Principles of European Contractual Law

UNIDROIT: International Institute for the Unification of Private Law

LoI: Letter of Intent

MoU: Momorandum of Understanding

EBITDA: Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization

OPA: Oferta Pública de Adquisición

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

SMN: Sistemas Multilaterales de Negociación

MAC: Material Averse Change

Cit: citado

Nº: número

Vol: volumen

Ibid: Ibidem

Pág: página

STS: Sentencia del Tribunal Supremo

SAP: Sentencia de la Audiencia Provincial

INTRODUCCIÓN

Este trabajo trata de realizar una aproximación al régimen jurídico aplicable en las operaciones de compra de empresas apalancada, o como es conocido en el lenguaje financiero y jurídico, *leveraged buy outs* (en adelante, “LBO”). Se buscará formular las diversas definiciones aceptadas en la práctica y distinguir los tipos más comunes que existen en el tráfico de las fusiones y adquisiciones. Por otro lado, es necesario analizar su funcionamiento y fundamento desde el punto de vista legal y financiero, contextualizando la situación actual del mercado y su posible desarrollo.

Además, resulta de especial interés, y así será tratado, la problemática que entraña la asistencia financiera que introduce el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales (LME). Sobre este artículo se estudiará el ámbito de aplicación y consecuencias de incurrir en la misma desde la perspectiva de las fusiones apalancadas o *forward merger buy out*, como son conocidas en el mundo anglosajón.

De forma genérica se puede afirmar que la figura de la LBO o compra apalancada hace referencia a aquella estructura utilizada en operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas en las que el adquirente, mediante el uso de capital propio, y en mayor medida de deuda, adquiere otra empresa (*Target*). La peculiaridad de este tipo de transacción reside en que, recurrentemente, se estructura a través de una sociedad vehículo (*NewCo*) constituida en muchos casos con la única finalidad de adquirir otra sociedad, garantizando el repago de la deuda con los activos de la empresa *Target* y/o afrontando la misma a partir los flujos de caja que la sociedad *Target* vaya generando en el futuro. Son las entidades de capital riesgo, y en especial los *private equity* (en adelante, “PE”) las que, por su objeto de actividad, suelen realizar este tipo de operaciones.

Las adquisiciones que siguen la estructuración citada generan cierta polémica debido al elevado riesgo de fracaso, en términos económicos, que entrañan. El alto ratio de apalancamiento asumido, al financiar la operación en su mayoría con capital externo concedido por terceros con motivo de la misma, conlleva a que en numerosas ocasiones si la empresa *Target* no es capaz de generar el resultado requerido sea necesario ejecutar las garantías prestadas. Por ello, en este contexto se promulga la citada Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, que incorpora

en su artículo 35 ciertos requisitos para los casos de fusión post adquisición en las operaciones de *LBO* a modo de tratar de preservar la masa patrimonial de la sociedad *Target* y, por ende, proteger a los acreedores e interesados en la supervivencia de la misma.

Sin embargo, el legislador español no recoge una regulación propia para este tipo de operaciones. En consecuencia, se deberá recurrir a la legislación vigente para cada tipo de contrato que se efectúe en su caso y las diferentes ramas del derecho que sean de aplicación en los procesos de adquisición que sigan la forma de compra apalancada. Especial relevancia tendrá en este ámbito lo que tenga que decir la Ley de Sociedades de Capital (LSC) en lo relativo a la prohibición de prestar asistencia financiera a la propia entidad para llevar a cabo la adquisición. De esta forma, se analizará desde un punto de vista transversal la regulación que aplique en cada fase del proceso, atendiendo a la legislación derogada y vigente aplicable al caso de España y la doctrina jurisprudencial.

En los últimos 4 años, el mercado de la compraventa de empresas por *PE* se ha visto gravemente agitado por las diferentes alteraciones que han ido sucediendo, tanto en la economía española, como en la del resto del mundo. Fundamentalmente, durante el Covid-19, el mercado del capital riesgo quedó paralizado, posponiendo el normal desempeño de la industria hasta el final de las restricciones. Esta situación desembocó en una actividad frenética de las fusiones y adquisiciones, batiendo récords históricos en 2021 debido a la gran liquidez acumulada por las entidades de *PE* y fondos de inversión.

Tras el inicio de la guerra entre Rusia y Ucrania a principios de 2022 y la inflación galopante que marcó los últimos 3 trimestres de ese año, el volumen de empresas que se han transaccionado se ha visto reducido a causa de las subidas de los tipos de interés, que implica un mayor coste de financiación del capital ajeno. Incluso, ciertas transacciones han sido suspendidas para ser ejecutadas en un contexto de tipos de interés más bajos o de estabilidad de los mismos. Una vez superado el periodo cambiante que se avecina ante la incertidumbre económica, que depende en gran parte de las políticas que promulguen tanto el Banco Central Europeo como la FED (*Federal Reserve*) americana, en lo que aplica al control de la inflación, se podrá vaticinar el futuro que le espera al sector, y por ende, el desarrollo de este tipo de operaciones.

CAPÍTULO I: CONCEPTO Y FUNDAMENTO DE LA LBO

En este apartado se pretende definir un concepto, aceptado en la práctica, de compra apalancada, haciendo referencia a las diferentes versiones de su propia definición por la doctrina y las distintas formas que pueden tomar. Así mismo, se hará un breve recorrido histórico hasta nuestros días, evaluando la especial relevancia que ha cobrado en el mercado, y se tratará analizar desde un punto de vista más financiero, la lógica empresarial por la que este tipo de operaciones resulta tan recurrente.

1.1. Definición

Ya en la década de los cincuenta, se pueden encontrar los primeros ejemplos de lo que posteriormente sería conocido como *leveraged buy out* o compraventa apalancada (*LBO*). En primera instancia, un *LBO* es un simple modo de adquirir una empresa mediante una operación que puede tomar distintas formas. Atendiendo a la etimología del término anglosajón “*leveraged buy out*”, del mismo se desprenden sus elementos fundamentales. La expresión “*buy out*” hace referencia en castellano a la compra por parte de accionistas, mientras que “*leveraged*” lo hace al apalancamiento, en el sentido de apalancamiento financiero, al utilizar un alto ratio de financiación externa. Por tanto, de su traducción literal se desprende el término “compra apalancada”¹. A continuación, se procederá a observar las notas más características de este tipo de transacciones.

El denominador común de las transacciones que se engloban en este tipo de forma de adquirir empresas lo definen HERNÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDON:

LBO como una operación toma de participación en el capital social de una empresa mediante el recurso de un alto nivel de endeudamiento por parte del adquirente que, en última instancia y en gran medida, se repagará y/o garantizará con los recursos y patrimonio de la propia sociedad adquirida².

El aspecto más significativo y condición *sine qua non* para que podamos hablar en sentido

¹ FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C., “*LBO y MBO*”. Revista de Gestión Pública y Privada, nº 2, 1997. Pág. 56.

² HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, coordinado por SAAVEDRA ORTIZ J.J. y SERRANO ACITORES, A., en “*Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros*”, Bosch, Barcelona, 2011. Pág. 196.

estricto de *leveraged buy out* es, como defiende AURIOLES MARTÍN, que exista un traslado de la deuda asumida para llevar a cabo la adquisición a la empresa adquirida, siendo esta en último término quien la incorpore a su pasivo exigible. Como consecuencia del traslado patrimonial de la responsabilidad de hacer frente a la financiación recibida, a la sociedad *Target* se le exigirá un rendimiento de flujos de caja circulante más significativo que en otro tipo de adquisiciones, ya que esta es una de las formas que se dan para hacer frente a sus deudas y/o garantizar el pago con sus propios activos³.

Dadas las diferentes definiciones que se encuentran en la actual práctica, tanto jurídica como financiera, resulta reseñable señalar que en nuestro ordenamiento jurídico no se define de forma explícita el término citado. Y es que estas operaciones son atípicas en el Derecho español vigente, prohibiéndose en el ordenamiento jurídico la asistencia financiera para la adquisición de acciones propias (artículos 149 y 150 de la Ley de Sociedades de Capital, para las sociedades anónimas; artículo 143.2 de la citada Ley para las Sociedades de Responsabilidad Limitada).

Una vez abordado el concepto de la compra apalancada se puede hacer una aproximación a las notas más características de estas adquisiciones, siendo estas, normalmente, comunes a las distintas clases que posteriormente se va a analizar, con mayor detenimiento en sus particularidades. Así, las principales son:

- (i) Alto ratio de apalancamiento: como se ha estudiado, una de las particularidades más definitorias de la compraventa apalancada es la mayor recurrencia al capital ajeno mediante la financiación que comúnmente prestan varias entidades que al capital propio de la sociedad, de forma sindicada, en aras de una mayor rentabilidad del capital.
- (ii) Traslado de la deuda a la sociedad *Target*: condición necesaria para que se considere estrictamente como *LBO*, y no otro tipo de operación. Este traspaso de la obligación prestacional a la sociedad *Target*, que deberá ser absorbida por la sociedad *NewCo*, se materializa por la prestación en garantía de los activos de la sociedad adquirida y/o la devolución del principal junto con los intereses a través de los flujos de efectivo generados por la misma.
- (iii) Mayor riesgo de incumplimiento: derivado de las dos notas anteriores sucede

³ AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 51, 1993. Pág. 641.

que al trasladar toda la obligación de devolución o garantía de la financiación necesaria para la adquisición de la propia empresa a la misma, en caso de no generarse los resultados exigidos se corre en un alto riesgo de incumplimiento con las entidades que concedieron el crédito. Esto hace que en numerosas ocasiones las transacciones que siguen esta metodología resulten en fracaso y se acabe disolviendo la sociedad por tener que ejecutar las garantías prestadas. Debido a las consecuencias nefastas que esto implica socialmente, el legislador se ha encargado de proteger la estabilidad de la compañía, cuestión que será tratada en epígrafes posteriores.

- (iv) Toma de control de la sociedad: mediante estas operaciones se pretende, en muchos casos, adquirir una participación que de dominio a los nuevos accionistas para poder dirigir según sus criterios o siendo determinantes en la toma de decisiones. Con ello, pueden inducir a la búsqueda de la rentabilidad exigida y perseguir los objetivos que la sociedad dominante haya dictado.
- (v) Búsqueda de la mayor rentabilidad: las empresas de capital riesgo, que son las que usualmente realizan estas operaciones, a través del control de la sociedad buscan optimizar su modelo de negocio para alcanzar las rentabilidades más altas posibles. Generalmente, esto lo consiguen a través de la generación de sinergias, reducción de los costes, incremento de los ingresos, un precio de compra más bajo o uno de venta más alto. Además, un factor fundamental, como a continuación se analizará, será el tiempo que dure la inversión.
- (vi) Carácter temporal de la inversión: como ya se ha mencionado anteriormente, dado que los *PE* suelen buscar la mayor rentabilidad posible, suelen adquirir las sociedades mediante compras apalancadas en ciclos de inversión de entre 5 a 10 años. Esta temporalidad será mayor o menor dependiendo de la estrategia seguida, siendo en los *venture capital*, aquellas que se centran en empresas que están en fase de crecimiento, de más incierta duración. El corto-medio plazo en el que se desinvierte la participación en el accionariado se debe, fundamentalmente, a la mayor rentabilidad del capital que se obtiene si el plazo es menor.
- (vii) Desinversión de la participación: el fin último por el que se realizan estas operaciones es el retorno de la inversión inicial, una vez logrados los objetivos de rentabilidad que se asumieron en un primer momento o tras la decisión estratégica de abandonar la inversión. De este modo, las dos formas más

habituales de materializar la desinversión será mediante la venta privada de la participación en el capital de la sociedad de capital riesgo a otro inversor o realizar una oferta pública de venta (OPV).

1.2. Tipos y clases

La figura clásica del *LBO* en sentido estricto posee las notas comunes que ya han sido expuestas. Sin embargo, atendiendo a diferentes criterios se puede realizar otra clasificación dentro del mismo término. Estos criterios son diversos, pudiendo clasificarse desde por los sujetos que llevan a cabo a la adquisición hasta por el motivo u objeto de la misma⁴:

En un primer orden, atendiendo a los sujetos que promueven la adquisición, se diferenciará principalmente entre: *Management Buyout (MBO)* cuando son los directivos de la sociedad *Target* los que la llevan a cabo; *Management Buyin (MBI)* si lo hace un equipo de dirección que no sea el de *Target*; *Buyin Management Buyout (BIMBO)* en el caso que sea una combinación de los dos tipos anteriores; *Leveraged Employee Buyout (LEBO)* para ser adquirida por los propios empleados de *Target*.

Además de estas, que serían las principales, otros autores añaden⁵:

La *Institutional Buyout (IBO)* para las ocasiones en las que sean inversores institucionales los promotores de la compra, la *Owners Buyout (OBO)* si la ejecuta uno de los socios de la misma sociedad y la *Secondary Buyout (SBO)* siendo en la práctica es muy común, al ser aquellas que se llevan a cabo por *private Equities* a otro *private equity* que ya tenía la *Target* en propiedad.

Según los efectos que se persigan con la compra de la sociedad, en primera instancia encontramos el *Merger LBO*, siendo este llamado de esta forma por hacer referencia a la fusión apalancada, es decir, cuando tras el *LBO* la sociedad *Target* se fusiona con la

⁴ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales*” coordinado por SEBASTIÁN QUETGLAS, R., en “*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*”, Wolters Kluwer, 2018. Pág. 142.

⁵ SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*”, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, 2012. Págs. 177-181.

NewCo. Sin embargo, encontramos dos subtipos distintos, por un lado, el *forward merger LBO* que será el que se da en el Derecho español por ser este al que hace referencia el artículo 35 de la LME, que será objeto de estudio en su correspondiente apartado, y el *reverse merger LBO*, cuando la fusión se hace a la inversa, en este caso es la *Newco* la que se fusiona con la *Target*. Por último, cabe añadir bajo este criterio los llamados *leveraged take-over bids* ya que el propósito de estas operaciones conlleva que la adquisición de una empresa cotizada resulte en que la sociedad deje de cotizar. Este último tipo es conocido en la práctica anglosajona como “*public to private transactions*”.

Conforme al tipo de estructura que siga la operación, será distinto si la misma tiene por objeto la adquisición del capital social de la empresa (*Stocks Leveraged Buyout*), o si tiene por objeto únicamente los activos, siendo en este último caso conocida como *Asset Leveraged Buyot*. Otra posible clasificación puede hacerse atendiendo a la estructura de su financiación pudiendo ser un *Secured LBO* si la deuda está garantizada por los activos de la sociedad *Target* y *Unsecured LBO* si no lo está. Se podrá también diferenciar entre *LBOs* amistosos y hostiles dependiendo de cómo se halla llegado al acuerdo de venta entre los socios.

1.3. Racional financiero y estructura de la operación

Como ya se ha mencionado, las operaciones de compraventa apalancada son frecuentemente utilizadas por las empresas de capital riesgo. Procede en este apartado sintetizar los motivos por los que estas sociedades persiguen adquirir empresas por este método para tener un contexto en el que valorar la conveniencia de su existencia en nuestra sociedad y su debida vigilancia por parte del legislador. Dada la constante crítica que recibe su uso, y la controversia generada por la introducción de la citada Ley de Modificaciones Estructurales y en concreto su artículo 35, conviene exponer las razones desde un punto de vista económico por las que su validez en nuestro derecho debería o no colisionar con la prohibición a la asistencia financiera. Para ello, es necesario abordar cómo se llevan a cabo estas operaciones, qué metodología se utiliza y qué objetivos se persiguen.

Resulta trascendental para el correcto entendimiento de la lógica operacional el concepto apalancamiento financiero. Este apalancamiento hace referencia al uso de deuda externa

a la empresa, es decir, capital ajeno, para la financiación de la adquisición. Con ello se consigue un doble objetivo. En primer lugar, al utilizar mayor proporción de capital ajeno que de capital propio, lógicamente el uso de recursos propios es el mínimo posible, manteniendo la rentabilidad. Esto tiene varios beneficios directos, como son la minoración del riesgo asumido por la sociedad compradora, al garantizar con la sociedad adquirida la devolución del principal y los intereses mediante la fusión apalancada de la sociedad constituida a tal efecto y la *Target*, añadiendo además la posibilidad de utilizar más fondos propios de la sociedad adquiriente en otras actividades.

Por la propia naturaleza de los *PE*, dado que son sociedades que se constituyen con el objetivo de adquirir otras empresas por el método que aquí se trata, mientras menor sea el capital que tenga que aportar en cada operación, mayor capacidad de invertir en más empresas. En segundo lugar, al haberse utilizado financiación externa a un coste relativamente más bajo que lo que le va a proporcionar la propia revalorización de la compañía *Target*, la rentabilidad crece, siendo este uno de los principales objetivos de los proveedores de capital a los fondos creados por las empresas de capital riesgo, obtener la mayor rentabilidad posible⁶.

Una vez analizado el sentido que tiene el hecho de recurrir al uso de la deuda, conviene estudiar, con carácter general, qué características financieras o requisitos deben reunir las empresas que van a ser objeto de adquisición para el éxito de la operación. Encontramos los siguientes⁷:

- i) Unos flujos de caja estables que tengan capacidad para hacer frente al pago del principal y de los intereses.
- ii) Un crecimiento constante y que se mantenga estable a lo largo del periodo de la inversión, ya que lo contrario implicaría la necesidad de utilizar parte de esta liquidez para sostener el crecimiento.
- iii) Una base de activo inmovilizado que pueda ser utilizado en caso de tener que hacer frente a la deuda mediante su venta y que no estén gravados o que lo estén de forma residual.

⁶ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación ...*”, Cit., Pág. 141.

⁷ HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs...*”, Cit., Págs. 203-204.

- iv) Que la empresa no necesite grandes inversiones de capital. Como en el primer caso, los flujos de caja van a ser destinados a repagar la deuda.
- v) Un nivel de endeudamiento bajo que le permita asumir más deuda para que sea adquirida.
- vi) Un equipo directivo experimentado y comprometido tras la operación que sea capaz de dirigir y tomar medidas de acuerdo con los nuevos accionistas.
- vii) Unos márgenes flexibles, siendo posible incrementar los ingresos que obtiene la empresa y/o reducir los costes que tenga para generar mayores flujos de caja y una valoración mayor de salida.

Conviene realizar un breve análisis de lo que sería la estructura típica que suele seguirse en este tipo de adquisiciones. Esta, dependerá lógicamente en cada operación de diversos factores que le afectan directamente, como pueden ser la capacidad obtener financiación, la exigencia de prestar garantías a las que se obligue a la empresa para obtener los fondos ajenos y, en general, los intereses de los sujetos que intervienen en esta. Sin embargo, hay ciertos elementos comunes que suelen darse en la mayoría de casos.

Como paso previo que se da en todas ellas encontramos la selección de la que será la sociedad *Target* a adquirir. La identificación se hará atendiendo a las características financieras que se han expuesto en este apartado, dependiendo en cada caso del objetivo que persiga el adquiriente. Un primer elemento a tener en cuenta, es la constitución de una sociedad *NewCo*, creada con el único objeto de llevar a cabo la compra de la compañía *Target*. Esta sociedad vehículo es en la que deberá incorporar el contenido fundamental de la inversión en relación al tipo societario elegido para la misma, la nacionalidad y todos aquellos acuerdos relativos a la inversión, como pueden ser las cláusulas de *tag-along* o *drag-along*⁸.

Para ello será necesario el recurso a capital propio y ajeno. La financiación ajena de la adquisición corresponderá a una o varias entidades financieras. Esta se lleva a cabo, bien mediante una carta de mandato de financiación entre las partes que participen en la

⁸ La cláusula de *tag-along* o derecho de acompañamiento implica que en caso de oferta adquisición de la sociedad por un tercero a un accionista, el resto de accionistas podrán acompañar en la venta al que se le realizó la oferta. La cláusula de *drag-along* o derecho de arrastre implica que, al realizarse una oferta de adquisición por la totalidad de una sociedad, el socio con este derecho podrá arrastrar al resto para vender su participación.

prestación del crédito y la sociedad *NewCo*, lo que se conoce como *term sheet*, o bien, mediante la firma de un acuerdo que implique un contrato de financiación entre las entidades financiadoras de la operación y los propios inversores.

Otro aspecto fundamental a cubrir en esta etapa sería la constitución de las garantías requeridas para que la financiación sea concedida. Resulta de especial relevancia señalar que, dada la naturaleza de las compraventas apalancadas, será el propio patrimonio de la sociedad *Target* el que sea recurrentemente empleado como garantía, ya que el repago de la deuda se asumirá por la misma en función de los flujos de caja que vaya generando. En este punto es en el que la prohibición a la asistencia financiera juega un papel primordial, que será debidamente atendido en su apartado correspondiente.

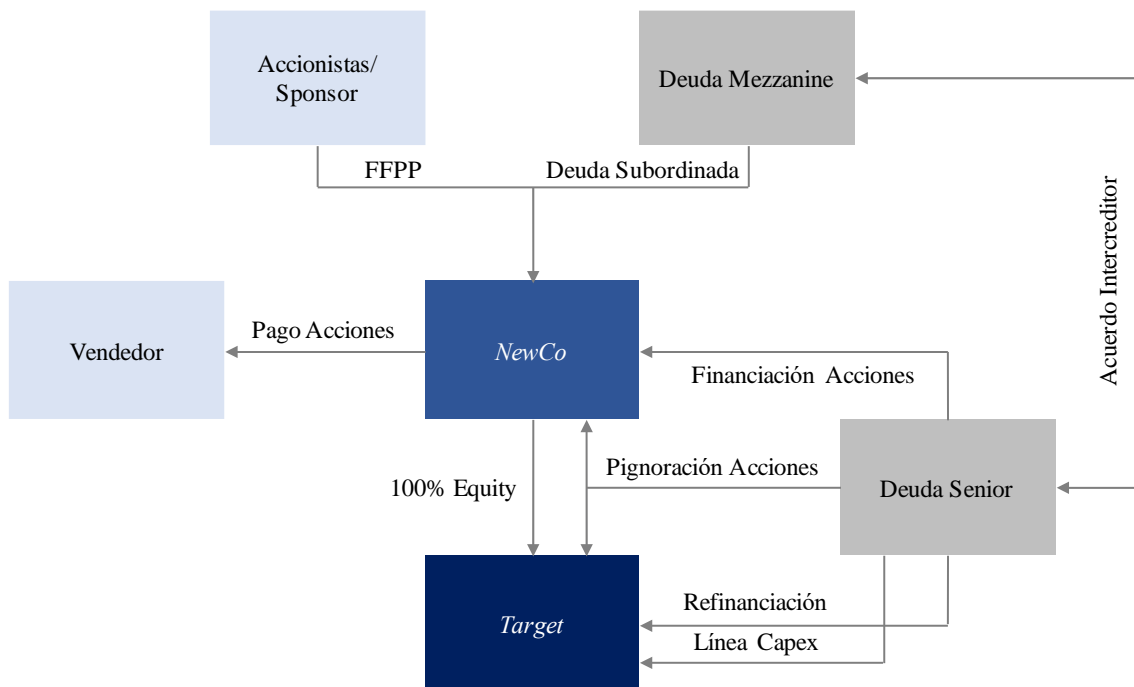
El siguiente paso a considerar para elaborar la correcta estructura de adquisición será el método que se use para este propósito. Para ello habrá que atender, a su vez, si se está adquiriendo una participación de control que podrá ser por la mayoría o la totalidad del capital social representado por las acciones o participaciones, o si lo que se adquieren son los activos.

Además, cabe añadir como un subtipo de la misma, la fusión entre la *NewCo* y la compañía que se adquiere, realizándose esta habitualmente en el momento post adquisición por la sociedad vehículo. Esta modalidad es la usada para los casos en los que se pretenda repagar la deuda con los flujos generados y los activos de *Target*, estando garantizada la operación con los activos de la citada sociedad, ya que mediante esta fórmula, se esquiva la restricción que impone la prohibición a la asistencia financiera. Sin embargo, existe otra forma de evitar las restricciones a esta asistencia para aquellos casos en los que ambas sociedades, la *NewCo* y la *Target*, se mantengan en diferentes esferas jurídicas y el repago se haga vía dividendos de la segunda a la primera o vía reducción del capital de *Target*, reembolsando el capital obtenido a la sociedad que la adquiere para hacer frente a los repagos de deuda⁹.

Por tanto, una vez expuestos los elementos principales de las fases de la *LBO*, se puede afirmar que comúnmente sigue la siguiente estructura:

⁹ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación ...*”, Cit., Págs. 142-150.

Gráfico 1: Estructura de la LBO



Elaboración propia basado en Bengoa, A y Ruiz-Gallardón, A

1.4. Historia y situación del mercado

El origen de las compras apalancadas se encuentra muy vinculado al surgimiento de las sociedades de capital riesgo en el periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial en el mundo anglosajón. Estas empresas han concebido las operaciones apalancadas como la base del desarrollo de su actividad para la obtención de una mayor rentabilidad de sus inversiones.

Aunque el origen estricto de las fusiones apalancadas se da en los cincuenta por empresas norteamericanas, como ya se ha explicado en este trabajo, es en la década de los sesenta cuando encienden la mecha que dará lugar al *boom* de la actividad del *private equity*. En aquel momento, los bajos tipos de interés del mercado americano incita a las grandes corporaciones de la época a adquirir otras empresas, que incluso en muchas ocasiones no tenían relación en su actividad con la matriz principal. Los grandes conglomerados que

se forman en aquel entonces son el nicho que aprovechan las sociedades de capital riesgo, ya que, gran parte de los mismos, acaban siendo inversiones poco eficientes y rentables¹⁰.

Sobre esta base surge en Estados Unidos la primera gran oleada de adquisiciones mediante *LBO* en la década de los ochenta, aprovechándose de la oportunidad que presentaba adquirir partes de empresas que no estuvieran relacionadas con el negocio principal y supusieran una carga económica para su matriz. Esto dio la oportunidad al capital riesgo a que a través de la compra e intervención en la compañía pudieran obtener beneficios gracias a la creación de valor¹¹.

Durante esta década se hicieron famosas firmas como la actual KKR, siendo sus fundadores, Kohlberg, Kravis y Roberts, unos de los padres del *LBO* que hoy conocemos. De entre las muchas transacciones relevantes que han llevado a cabo a lo largo de su historia, destaca su adquisición de RJR Nabisco, una compañía de tabaco y alimentación, a finales de 1988, que será de las mayores transacciones jamás producidas por aproximadamente 25.000.000.000 de dólares. Además de KKR, en esta década de los ochenta destacaron otras firmas como Thomas Lee Partners o Fortsmann Little¹².

Según estudios posteriores, la actividad de los *PE* ha experimentado diferentes “oleadas” a lo largo de los últimos años. La actividad frenética de los ochenta llegó a su máximo esplendor en 1988, enfriándose a principios de los años noventa debido al fuerte auge del recurso e inversión de los comúnmente denominados “bonos basura”, para volver a máximos en 1998. Más tarde, con la explosión de la burbuja de las punto-com¹³ a principios del año 2000 se redujo considerablemente el flujo de actividad hasta que el mismo se recuperó en 2003. Nuevamente, en el año 2008, a partir de la crisis financiera provocada por la caída del mercado inmobiliario y del crédito, se paralizó el mercado

¹⁰ HERNÁNDEZ GAZZO J.L. y CARRIÓN, D., “Aproximaciones a la estructuración e implementación de operaciones de Leveraged Buy Outs”, Revista de Derecho Mercantil, nº 1, 2022. Pág. 49.

¹¹ JENSEN, M. “Eclipse of the Public Corporation” Harvard Business Review, 1989. Págs. 61–74.

¹² GHAUGHAN, P. A. y BRUNER R. F., “Mergers, Acquisitions & Corporate Restructuring”, Sexta Edición, Wiley. 2015. Pág. 313.

¹³ Entre 1997 y 2000 las compañías basaban su actividad económica en el negocio de Internet experimentaron un gran auge en términos de crecimiento, siendo muchas de estas adquiridas por entidades de capital riesgo, hasta que en marzo del año 2000 los valores cayeron en picando quebrando muchas de estas sociedades.

hasta que la actividad económica mundial volvió a cobrar su habitual normal desenvolvimiento¹⁴.

Tras la crisis, los bancos centrales adoptaron medidas para incentivar de nuevo el crédito. Los respectivos gobiernos prestaron dinero a tipos muy bajos a los bancos para que los mismos no quebrasen, a la vez que los programas de compra de deuda pública permitían a los Estados obtener liquidez para llevar a cabo estas actuaciones. Con ello, se produjo un ecosistema mundial de tipos muy bajos durante la próxima década, lo que incentivó a los grandes inversores a emplear los *private equity* como vía de obtención de la mayor rentabilidad posible. Esto hizo que los inversores inyectaran liquidez en el sector para la participación en más empresas, lo que ha hecho que este mercado haya aumentado en este periodo considerablemente.

Sin embargo, este constante incremento de la inversión tocó techo a mediados de 2022, debido a las medidas de subidas de tipos adoptadas por la *FED* y el Banco Central Europeo para combatir la inflación como consecuencia de los efectos inflacionarios de los créditos concedidos por los Estados durante la crisis del Covid-19, el conflicto entre Rusia y Ucrania, la subida de los precios de la energía y la ruptura de la cadena de suministro. La subida de tipos conlleva dos consecuencias fundamentales. En primer lugar, los inversores buscan invertir su dinero en aquello que le genera mayor rentabilidad, y un entorno de tipos altos provoca la subida de la rentabilidad de los bonos estatales, más seguros que la inversión en capital privado. Esto implica que las empresas de capital riesgo tienen más dificultad para levantar¹⁵ los fondos que son utilizados para invertir en empresas mediante operaciones de *leveraged buy outs*. La segunda consecuencia es que los tipos elevados implican una financiación externa más cara, lo que dificulta obtener altas tasas de rentabilidad de inversión en este tipo de operaciones apalancadas y, por tanto, hay un enfriamiento de las inversiones hasta que los tipos vuelvan a ser competitivos para las adquisiciones.

¹⁴ KAPLAN, S. N. y STROMBERG, P., “*Leveraged Buyouts and Private Equity*”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, nº 1, 2009. Pág. 125.

¹⁵ Hace referencia al conocido como *fundraising*, es decir, la obtención de capital de inversores por parte de las empresas de capital privado que se aglutinan en fondos que normalmente tienen una vida de inversión predeterminada.

En términos cuantitativos, los informes que han valorado el desempeño del sector afirman que la captación de fondos realizada por las empresas de capital riesgo se ha visto progresivamente incrementada desde el año 2012 hasta el 2021, cuando batió su máximo histórico, logrando canalizar fondos por 413.000.000.000 de dólares. Sin embargo, en 2022, debido a los efectos de los hechos mencionados en el párrafo anterior, este *fundraising* se redujo hasta los 374.000.000.000 de dólares. Además, este fuerte crecimiento para después caer, también sucedió con las inversiones de las firmas de *PE*, reduciendo casi a la mitad los resultados obtenidos en 2021, de aproximadamente 1.000.000.000.000 de dólares a apenas 654.000.000.000 en 2022. Por otra parte, estos mismos informes establecen que, si bien es cierto que el año 2023 continuará con la tónica de la segunda mitad del 2022, una vez vuelva a estabilizarse la inflación y se reduzcan los tipos de interés, el mercado de compraventa de empresas volverá a su curso normal en el marco mundial¹⁶.

El mercado español ha seguido una tendencia similar al mercado mundial de compraventa de empresas en la última década. Sin embargo, se da una excepción con respecto a la tendencia de otros países en cuanto a la inversión obtenida en 2022. Según los últimos informes disponibles, en 2022 en España, el mercado de *private equity* realizó una inversión en nuestro país de 7.257.000.000 euros, siendo este el segundo mejor año del sector. La otra cara de la moneda la representan las ventas y la captación de capital, que se han visto reducido en un 36 por ciento, ambas con respecto al año 2021. Todo esto hace prever que, aunque con cierto retraso, el sector español de capital riesgo seguirá la misma tendencia que el del resto del mundo¹⁷.

¹⁶ MACARTHUR, H., MCKAY, M., DESSARD, J. y RAINEY, B., 2023, “*Global Private Equity Report 2023*”, Bain & Company. Recuperado en <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/> [última consulta el 15/03/2023].

¹⁷ SPAINCAP, “*Record de inversión en el Capital Privado español: 8.735M€*”, 2023. Recuperado en: <https://spaincap.org/record-historico-de-inversion-del-capital-privado-espanol-8-735me/> [última consulta el 18/01/2023].

CAPÍTULO II: MARCO JURÍDICO

Corresponde a este epígrafe el estudio del régimen jurídico que configura los *leveraged buy outs* en el derecho español. Con este propósito, se comenzará con una descripción de la normativa, española y comunitaria, aplicable a las entidades que llevan a cabo generalmente estas operaciones, las de capital riesgo. Se complementará con un repaso de la legislación vigente aplicable a las adquisiciones de empresas apalancadas en el derecho español. Así mismo, se tratará de acotar la naturaleza jurídica de estas operaciones. Por último, se realizará un análisis técnico-jurídico de las principales figuras legales que, de forma recurrente, son incluidas en todo proceso típico de adquisición apalancada.

2.1. Regulación de las sociedades de capital riesgo

Las entidades de capital riesgo que operan en España han de atenerse tanto a la normativa europea como a la española. Por ello, en este apartado se observarán la legislación aplicable a estas sociedades y cómo inciden en el objeto de este trabajo, las operaciones apalancadas.

Desde un punto de vista general, a nivel nacional la regulación del capital riesgo se recoge en las siguientes normas¹⁸:

- (i) Circular 5/2018, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (ii) Circular 4/2015, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (iii) Ley 22/2014, de 12 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo, inversión colectiva y las gestoras de las mismas (LCR).
- (iv) Circular 3/2010, de 14 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

¹⁸ CNMV. “Entidades de Capital-Riesgo”. Recuperado en: https://www.cnmv.es/Portal/Gpage.aspx?id=LegIIC_D&idpf=4 [última consulta el 18/01/2023].

- (v) Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (vi) Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- (vii) Ley 1/1999, de 5 de enero, de entidades de capital riesgo y gestoras.
- (viii) Orden de 17 de junio de 1999, desarrolladora de la ley anterior de forma parcial.

Es la Ley 14/2022 LCR la que regula la mayor parte de los aspectos que en este trabajo se tratan, al ser la norma configuradora del resto. En su artículo tercero define las entidades de capital riesgo como aquellas de inversión colectiva que mediante las aportaciones realizadas por los inversores busquen obtener una rentabilidad para los mismos mediante la actividad comercial¹⁹. La misma, modifica la anterior Ley 35/2003 con la intención, según se enuncia en su preámbulo, de adaptar esta ley para conseguir canalizar una mayor cantidad de fondos con el objetivo de captar más financiación para las sociedades. Sin embargo, esta ley trata de facilitar este acceso a la financiación a las PYME²⁰. El motivo de esta modificación se debe, como será comentado, en adaptar la legislación española a la normativa comunitaria introducida por la Directiva 2011/61/UE²¹, que incluye a las sociedades gestoras de las entidades que aquí se tratan, el Reglamento de la UE número 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación a los fondos de este tipo de entidades y el 346/2013, sobre aquellos de emprendimiento social²².

En otro orden, en relación a la legislación europea en esta materia, como ya se ha comentado en el párrafo anterior, es la Directiva 2011/61/UE la que regula el funcionamiento de estas entidades. La conocida como Directiva *AIMF*, de sus siglas en inglés *Alternative Investment Fund Managers*, fue introducida para crear un marco de

¹⁹ 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.

²⁰ Pequeñas y Medianas Empresas (PYME).

²¹ Directiva 2011/61/UE 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) n° 1095/2010.

²² GIL-ROBLES, J.M. y MARTÍN J.M., “*Régimen de inversiones de la actividad de capital riesgo en la Ley 22/2014*”, Revista Española de Capital Riesgo, n° 2, 2015. Pág. 15.

regulación y supervisión de las gestoras de fondos alternativos. Su introducción se produce tras la grave crisis financiera del año 2008, en la que las sociedades de capital privado estuvieron implicadas en cuanto a la inestabilidad que creaba tener compañías altamente endeudadas en un escenario como ese. En este sentido, la directiva define aquellas como las que de forma recurrente gestionen fondos de inversión alternativos. El objetivo de la directiva es el de proporcionar mayor transparencia en las operaciones realizadas por estas gestoras, de entre las que se encuentran los *private equity* debido a la falta de información que en muchos casos encontraban los inversores y la creciente tendencia a adquirir empresas públicas²³.

Uno de los temas fundamentales tratados durante la creación de esta norma fue la necesidad de control sobre el riesgo sistemático que implica el recurso a un alto grado de endeudamiento en las transacciones *LBO* y el peligro que ello implicaba para la estabilidad de las entidades financiadoras de las operaciones, los bancos. Dentro de los grupos excluidos por esta directiva, se encuentran aquellas sociedades que gestionen fondos inferiores a 100.000.000 de euros y aquellos que, siendo inferiores a 500.000.000, no esté apalancados y cuyos inversores no tengan derecho de reembolso en los cinco primeros periodos. La forma de control que ejerce la Unión Europea mediante esta directiva es el requerimiento a que la entidad esté autorizada en el estado en el que opere y que cumpla con los preceptos impuestos por la directiva, tanto las residentes en la Unión, como aquellas extranjeras que operen ella. Lo establecido en esta norma implica una serie de obligaciones para los gestores de los fondos que se enunciarán a continuación²⁴.

El primer bloque de requisitos de capital y cumplimiento permanente incluye tener un mínimo de capital para aquellos gestores de *PE*, siendo de 300.000 euros si es interno o 125.000 si es ajeno, las gestoras de más de 250.000.000 de euros deberán proveer del 0,02 por ciento del capital hasta los 10.000.000 de euros o el de establecer sistemas remuneratorios que disuadan de conflictos de interés²⁵.

²³ SERETAKIS, A.L., “*The new EU Directive on the regulation of Private Equity*”, *Columbia Journal of European Law*, Vol. 18, nº 3, 2012.

²⁴ *Ibid.*

²⁵ *Ibid.*

Por otro lado, en cuanto a los requisitos de transparencia y divulgación, la Directiva AIMF establece que la filosofía de inversión y objetivos planteados por el fondo han de ser comunicados a los inversores con carácter previo a la inversión. Se incluye la obligatoriedad de elaborar un informe anual que debe estar auditado y será transmitido a los entes reguladores y a los inversores bajo solicitud. Se deberá informar periódicamente a reguladores e inversores sobre la proporción de activos ilíquidos, el riesgo asumido y el método de gestión de los mismos. Otro de los requerimientos relativos a las compras apalancadas, es la obligación de informar sobre ciertos aspectos a los *stakeholders*²⁶ y al regulador, si se hace con un 50 por ciento o más de la compañía privada o sus derechos de voto desciendan por debajo del 10 por ciento. Así mismo, en las cuentas anuales deberán presentar la situación de la empresa, sus proyecciones y los hechos relevantes acaecidos durante ese periodo. La información sobre la financiación para la adquisición de la misma será transmitida al regulador oportuno y sus inversores. Si lo que se adquiere, es el control mayoritario de una compañía cotizada, se deberá comunicar las propias intenciones del fondo respecto al futuro de la misma²⁷.

En último lugar la Directiva *AIMF* incorpora en su artículo 30 la regulación específica sobre las compraventas de empresas para protegerlas de las inversiones cortoplacistas de los *PE* que puedan desestabilizarlas. Lo que en este artículo se protege, es el conocido como *asset stripping* o liquidación de activos tras la compra de la sociedad. La forma de hacerlo es prohibiendo, en los 24 meses posteriores a la adquisición de la compañía *Target*, que se haga cualquier acción que implique “*facilitar, apoyar o instruir ninguna distribución, reducción de capital, reembolso de acciones y/o adquisición de acciones propias*”, es decir, que la misma se adjudique acciones en autocartera, haga una reducción de capital o reembolse a los accionistas con las acciones en los 24 meses posteriores a la adquisición de una empresa cotizada. Además, la citada Directiva incluye como supuestos no autorizados por ser asimilable al concepto de distribución, el pago de dividendos e intereses de acciones, lo que es común entre las operaciones *LBO* para incrementar la rentabilidad de la inversión, como ya se ha visto. En este supuesto lo que se intenta es proteger el patrimonio de la sociedad ante la confusión producida por la adquisición de la sociedad por una entidad de *private equity*²⁸.

²⁶ Partes interesadas en la compañía, como son los accionistas o los empleados de esta.

²⁷ *Ibid.*

²⁸ *Ibid.*

2.2. Regulación de las compras apalancadas en el derecho español

La figura del *LBO* carece de regulación específica en el ordenamiento español. Sin embargo, las adquisiciones apalancadas, desde un punto de vista jurídico, se engloban dentro de la legislación mercantil aplicable a todo tipo de transacciones de este tipo. En fin, aunque más complejas, el objeto último de estas operaciones es la compraventa de empresas. Como consecuencia de su naturaleza jurídica, la legislación aplicable a estas transacciones desde un punto de vista general se enmarca en los preceptos del Código Civil (CC) y en el Código de Comercio (CCo).

En cuanto a la naturaleza jurídica de estas transacciones, aunque algún autor²⁹ considere que pueda ser de carácter civil, dado que se trata de una compraventa de un bien como es una sociedad o sus activos esenciales, la mayor parte de la doctrina y la jurisprudencia optan por defender que se tratan de operaciones mercantiles. Este consenso se fundamenta en que, al adquirir la empresa, el fin último de la entidad de *private equity* es obtener una rentabilidad con su gestión y posterior venta y por tanto existe un claro ánimo de lucro. La propia mercantilidad de la reventa de la compañía se desprende del artículo 325 del CCo. Además, al adquirirse con carácter definido en el tiempo para después vender la compañía, los contratos de compraventa prevén ciertas cláusulas relativas a la salida de la sociedad inversora³⁰.

El contenido específico de ciertos aspectos de estas operaciones se encuentra regulados en la Ley de Sociedades de Capital, aprobada por el Real Decreto Legislativo 1/2010 del dos de julio. La nota diferenciadora con el resto de actos de compraventa de bienes es la prohibición a la asistencia financiera y particularidades impuestas por el riesgo que implican. Esta prohibición está contenida en los artículos 149 y 150 de la LSC para las sociedades anónimas y el artículo 143.2 para las de responsabilidad limitada. Sin embargo, en cuanto a legislación vigente se refiere, resulta en muchos casos aplicable a este tipo de transacciones lo previsto en la Ley de Modificaciones Estructurales, la Ley 3/2009 de 3 de abril. En concreto, su artículo 35 de la LME incluye ciertos requisitos para no incurrir en tal prohibición para el caso de las fusiones apalancadas. La prohibición a

²⁹ SEGURA DE LASSALETTA

³⁰ SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Cit., Págs. 170-171.

la asistencia financiera y el régimen que introduce la LME serán adecuadamente estudiados en su apartado correspondiente.

2.3. Aspectos contractuales a cubrir en un proceso típico

En este apartado se estudiarán cuáles son los contratos y documentación legal relevante que suele utilizarse en la mayoría de procesos de adquisiciones apalancadas. Así mismo, se analizarán las cláusulas particulares que suelen incluirse en los contratos de este tipo específico de compraventa de empresas. Conviene aquí estudiar la fase precontractual, la formación del contrato de compraventa y el contrato de financiación.

2.3.1. Figuras precontractuales

En la fase precontractual de la compra apalancada de empresas, suele producirse “*un conjunto uniforme y heterogéneo de tratos, actos previos, negociaciones, intercambio de información, contratos preliminares y otras actuaciones de más difícil aprehensión*”³¹. Esta fase abarca los acuerdos tomados hasta el momento de la formalización y perfección del contrato. Este tipo de tratos, se incorporan en las transacciones de *LBO* para establecer reglas y condiciones que serán posteriormente recogidas en el contrato. Entre las figuras más comunes se encuentran los tratos preliminares, el precontrato o la promesa de compra y las cartas de intenciones³².

Comenzando por los tratos preliminares, la propia jurisprudencia de la Sala de lo Civil del Tribunal Supremo ha elaborado una concepción negativa del término en la sentencia del 21 de marzo de 2012, estableciendo que serán acuerdos previos aquellos en los que no estén “*determinados los elementos esenciales, haciendo falta un nuevo acuerdo posterior*”³³. En la propuesta de modificación del CC en materia de contratos, en la que se trató de introducir un artículo 1.245 en la misma, se recogía expresamente que las negociaciones previas al contrato debían estar sujetas a la buena fe de las partes,

³¹ RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., “*La etapa precontractual en la contratación mercantil*”, en “*Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*”, Universidad Carlos III de Madrid, 2015. Pág. 1806.

³² SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Cit., Págs. 353-382.

³³ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 3845/2014, de 25 de junio de 2014 [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2014:3845].

incurriendo en la correspondiente responsabilidad la ruptura de negociaciones con mala fe. Con esta modificación se pretendía adaptar la legislación contractual española a los Principios del Derecho Contractual Europeos (PECL) y los UNIDROIT. Con esta reforma se hubiese conseguido dotar el carácter imperativo a las negociaciones alcanzadas dentro de la fase precontractual³⁴.

En el plano de los efectos que este tipo de acuerdos pueden producir, varios autores defienden que los tratados preliminares han de servir para la posterior interpretación del contrato alcanzado³⁵. Otros, añaden a esta consecuencia la posibilidad de incurrir en responsabilidad contractual cuando la ruptura de estas negociaciones sea contraria a la buena fe³⁶, e incluso en la responsabilidad extracontractual, llegado el caso. Sin embargo, la jurisprudencia no ha sido consistente en los fallos sobre este aspecto. En 2021, se confirmó la doctrina del Supremo que abogó por acudir a la indemnización por la culpa *in contrahendo*, “*la ruptura injustificada de los tratos previos*”, como solución para la responsabilidad precontractual³⁷. En la sentencia del 11 de febrero de 2016³⁸, la Sala hace hincapié en dos elementos fundamentales para considerar la culpa *in contrahendo*, la confianza en el éxito del negocio y que la negociación haya concluido de forma injustificada.

Otra de las figuras que pueden darse en una adquisición apalancada es el precontrato. En este caso, se utilizará para aquellas situaciones en las que, por alguna razón, no ha sido posible la firma definitiva del contrato. Este documento desprende eficacia jurídica desde su formulación, aunque al ser una promesa de contratar en el futuro habrá que atender al alcance de los términos acordados en primera instancia³⁹. El Código Civil recoge este tipo de contrato previo a la celebración del definitivo en el artículo 1.451. Ello conlleva el efectivo cumplimiento de lo estipulado para el caso en el que estén ya definidos los

³⁴ GARCÍA RUBIO, M.P., “*La responsabilidad precontractual en la propuesta de modificación del derecho de obligaciones y contratos*”, Anuario de Derecho Civil, Vol. 63, nº 4, 2010. Págs. 1621-1642.

³⁵ SERRANO ACITORES y LASARTE ÁLVAREZ

³⁶ ALONSO PÉREZ, M., “*La responsabilidad precontractual*”, Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, 1971. Págs. 859-922.

³⁷ Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, nº 2871/2021, de 19 de marzo de 2021 [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:APB:2021:2871].

³⁸ Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 502/2016, de 11 de febrero de 2016 [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2016:502].

³⁹ LOZANO SCHINDHELM, “*Carta de intenciones (letter of intent)*”, s.f. Recuperado de <https://es.schindhelm.com/es/international/expertise/carta-de-intenciones-letter-of-intent> [última consulta el 14/02/2023].

elementos esenciales del contrato. La promesa de compra no deja de estar incorporada en el citado artículo, al ser un tipo de precontrato.

En la mayoría de compras apalancadas, la Carta de Intenciones o Letter of Intent (*LoI*), es el instrumento utilizado para llevar a cabo las negociaciones del contrato definitivo del acuerdo de compraventa. Esta figura proviene de la práctica legal anglosajona, asentándose en el resto de Europa y encontrando cobijo en la legislación española, en el artículo 1.255 del Código Civil, que ensalza la autonomía de la voluntad. Algún autor define las Cartas de intenciones como aquella en la que se recoge el “acuerdo de bases”, es decir, aquellos aspectos que han sido tratados, sobre los que se ha opinado y negociado, que en un momento posterior van a ser estipulados definitivamente en el contrato de compraventa. A diferencia de los anteriores, aunque muestra la intención del firmante, esta fase de negociación está desvinculada de la formalización del contrato⁴⁰.

En el tráfico habitual de venta de empresas apalancadas llevado a cabo por una sociedad de capital riesgo, uno de los métodos utilizados para obtener una mejor salida de la inversión es el proceso de “subasta” al mejor postor. Para ello, estas empresas contratan a bancos de inversión, asesores legales y, de todo tipo, para que le estructuren y le lleven a cabo la búsqueda del mejor inversor. Una forma sencilla de obtener el compromiso de los potenciales compradores es mediante el uso de esta figura, en la que manifestarán su intención de participar en el proceso, sin la necesidad de atenerse al carácter vinculante del precontrato. Además, este puede ser utilizado como fuente de interpretación para el caso en el que se concluya un contrato final de venta⁴¹, a no ser que se pacte expresamente, de forma individual, que no cabrá interpretación en base a los documentos acordados en fase precontractual, como ha permitido el Tribunal Supremo⁴².

El Memorando de Entendimiento o Memorandum of Understanding (*MoU*), se diferencia de la Carta de Intenciones en que en el primero tiene la única misión de recopilar los pactos que ya han sido acordados en sede de negociación, como pueden ser aspectos sobre

⁴⁰ NAVARES GONZÁLEZ, S.G., “La función de la Carta de Intenciones en la interpretación de los contratos celebrados por la empresa”, *Iustitia*, nº 9, 2011. Págs. 226-228.

⁴¹ MUÑOZ RODRIGO, G. “De las distintas vías de adquirir una empresa: aspectos contractuales a tener en cuenta”, *Revista Boliviana de Derecho*, nº 34, 2022. Pág. 463.

⁴² Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 4177/2012, de 8 de mayo de 2012 [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2012:4177].

el precio, la financiación o las garantías⁴³. Por otro lado, los acuerdos de intenciones hacen referencia a verdaderos contratos por sí mismos, de forma autónoma al contrato principal, que reúnen consentimiento, objeto y causa. Por esta razón, en el caso en que queden establecidos en el acuerdo los elementos necesarios para formalizar y perfeccionar el contrato definitivo, se puede considerar al propio acuerdo como un contrato sujeto condición resolutoria (prestación del crédito, garantías o *due diligence*) o, como la fase previa del contrato que será perfeccionado en una fase posterior⁴⁴.

2.3.2. Contrato de compraventa

Basándonos en las características principales del contrato para la adquisición de empresas, se tratará de enfocar el estudio en aquellas cláusulas que son propias del *LBO*. La naturaleza mercantil de la compraventa de empresas ya ha sido defendida a lo largo de este trabajo. El citado artículo 325 del Código de Comercio incide en que la compraventa mercantil será aquella que se haga de cosas muebles para revenderlas, pero aquí, debemos hacer alusión a las formas que puede adoptar esta transmisión de empresa como tal, ya que no puede ser englobado en la transmisión de “*cosas muebles para revenderlas*”. Así pues, hay dos formas fundamentales de llevar a cabo una operación apalancada. La primera será mediante la compra de los activos de la empresa. La segunda es la adquisición de las acciones o participaciones de la sociedad a comprar por parte de *Target*. En lo que están de acuerdo doctrina y jurisprudencia es que la transmisión debe ser del conjunto del negocio que permita al comprador llevar a cabo la actividad económica⁴⁵.

Como todo contrato, los de compraventa de empresa deberán cumplir con los requisitos de consentimiento, objeto y causa del artículo 1.261 del Código Civil, además de las normas aplicables a los mismos contenidos en los artículos 1.445 y siguientes de esta norma. Aunque en principio no tenga diferencias notorias respecto a otros contratos, es cierto que, debido a su complejidad, se puedan establecer cláusulas particulares a cada uno de ellos. Ejemplo de ello puede ser la necesidad de prestar el consentimiento, no sólo

⁴³ LOZANO SCHINDHELM, “*Carta de intenciones...*”, Cit.

⁴⁴ SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Cit., Págs. 378-379.

⁴⁵ SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Ibid, Págs. 386-392.

por las parte vendedora y compradora, sino por otras con intereses en el proceso, como puede ser la sociedad vehículo o los garantes de la financiación. Otro de los condicionantes de este contrato es la necesidad de acotar un precio que dependerá de eventos futuros inciertos.

Es este precio, el “*elemento nuclear del contrato de adquisición de empresas*”. Esto es debido a la dificultad que entraña anticiparse a las diferencias, reajustes y aplazamientos que pueden darse entre la fecha de firma del contrato y el pago efectivo del mismo. Para establecer el precio, se suelen incluir las orientaciones de bases en la fase precontractual, como ya se ha mencionado. Un ejemplo de ello son las cláusulas de *earns-out*, que suelen supeditar la cuantificación del precio definitivo a objetivos empresariales o determinados parámetros del mercado. Otra de las cláusulas introducidas sobre el valor de la operación, son las conocidas como *locked-box*. Estas, marcan un precio que se fija según las cuentas de la compañía en el momento de formalización del contrato. De esta forma, aunque el balance de la compañía cambie en el transcurso del periodo sin producirse el abono del precio, este será el mismo que el día que se fijó, independientemente del estado de la contabilidad de la empresa. Durante este periodo, habrá operaciones, que los administradores de la sociedad, en este caso el vendedor hasta el pago, no podrán realizar (*leakeages*) y otras previamente previstas que sí (*permitted leakeages*)⁴⁶.

En lo relativo a la responsabilidad del vendedor, aunque el Código Civil ya incorpora un régimen propio, para realizar una correcta gestión de riesgos, debido a la importancia y complejidad de este tipo de operaciones, se suelen establecer cláusulas para proteger al comprador. Los informes de *due diligence* (diligencia debida) llevados a cabo a lo largo del proceso aseguran, en parte, lo dispuesto por los vendedores, pudiendo añadir garantías sobre la veracidad de estos. Una de las cláusulas más importantes que se pueden incorporar al contrato, relativo a la responsabilidad del vendedor, es la llamada Representations & Warranties (Manifestaciones y Garantías). Algún autor la define de la siguiente forma: “*aunque técnicamente son distintas -las manifestaciones son declaraciones de hechos; las garantías son promesas de que un hecho declarado es cierto -, la distinción desaparece en la práctica porque ambas se ofrecen simultáneamente y se*

⁴⁶ MARCOS, F., “*Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014*” Proyecto Hogan Lovells. IE Law School, 2015. Págs. 20-27.

denominan colectivamente *reps*”⁴⁷. Por tanto, lo que aquí se incluyen son las declaraciones de veracidad por parte del vendedor, que, en caso de resultar incierta, incurriría automáticamente en error o dolo, protegiendo de esta forma al comprador.

Algunas cláusulas particulares de las operaciones apalancadas son⁴⁸:

- (i) La cláusula que establece que la empresa puede quedar compelida a mantener un cierto ratio de endeudamiento por debajo de un nivel para asegurar la viabilidad financiera de la compañía y, por ende, su capacidad de pago a sus acreedores. El cálculo del citado ratio suele hacer referencia a la proporción de deuda financiera neta sobre el EBITDA⁴⁹ de la empresa. Normalmente, el mantenimiento de estas cifras se prolonga durante el plazo que dure el crédito. Esta puede incluir a su vez una obligación de informar sobre factores económicos de la propia sociedad, para poder advertir de situaciones en las que pueda haber dificultad de hacer frente a la deuda contraída por parte de la empresa⁵⁰.
- (ii) Las *rolling warranties*, derivadas de las *Reps & Warrants*, que implican que las segundas sean de aplicación también en el periodo que comprende desde la firma del contrato hasta la materialización del mismo. Gracias a esta cláusula, el comprador es protegido también durante el proceso, lo que es altamente beneficioso, teniendo en cuenta los gastos en los que una empresa incurre en un proceso de este tipo y la necesidad de garantía del éxito de la negociación.
- (iii) Para los casos en los que el contrato dependa de la concesión de los fondos por terceros a la empresa que va a adquirir *Target*, se puede estipular en el contrato la denominada “cláusula de escape”, que permite al vendedor resolver el contrato en el caso en el que la sociedad adquirente no obtenga la financiación.

⁴⁷ GRIFFITH, S.J., “*Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in M&A Contracting*”, Law Working Paper N° 464/2019, Fordham University y ECGI, 2019. Pág. 2.

⁴⁸ SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Cit., Págs. 446-448.

⁴⁹ Earnings Before Interests Taxes and Depreciation and Amortization. Es un ratio muy utilizado en la práctica financiera para comparar la generación de ingresos por empresas en distintos sectores.

⁵⁰ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación ...*”, Cit., Págs. 157-159.

- (iv) La cláusula *drop dead date* se define como aquella en la que, una vez alcanzada la fecha estipulada, se entiende por concluidas las negociaciones y el contrato carecerá de eficacia, sin consecuencias para las partes implicadas⁵¹.
- (v) También se suele incluir una cláusula que permita la refinanciación del crédito concedido para la adquisición, lo que será tratado en su correspondiente apartado.
- (vi) La previsión de la posibilidad de ceder el contrato a las sociedades que concedieron la financiación suele ser recurrente, dado que, para estas resultará más sencillo la venta de la sociedad que la gestión de las garantías ejecutadas directamente.

Además de las cláusulas citadas, en cualquier compraventa de empresas, dependiendo de las necesidades de cada proceso, se pueden introducir todo tipo de previsiones. Ejemplo de ello son: las cláusulas de cierre; las condiciones suspensivas (*conditions precedent*) entre las que, en el *LBO*, es común que se establezcan para el otorgamiento de la financiación o la aprobación gubernamental, entre otras; las garantías para la obtención del precio estipulado; la denominada gestión interina, que regula la actividad del personal directivo entre la formalización del contrato y la materialización de la adquisición; los balances de referencia, gastos; impuestos; miscelánea, en los que se incluyen una diversidad de pactos y cláusulas; ley y jurisdicción a la que se someten; y las *side letters*, que son accesorias al contrato, no estrictamente parte de ello⁵².

En el caso que la sociedad adquirida sea cotizada, y la entidad de *private equity*, realice la adquisición apalancada para excluirla de cotización, nos encontramos ante una transacción *public to private*. Para este tipo de operaciones encontramos una legislación específica derivada de la necesidad de publicidad que caracteriza al mercado de valores cotizados. Su regulación se establece en la nueva Ley 6/2023, de 17 de marzo, del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, que modificada el Real Decreto Legislativo 4/2015. Esta Ley ha entrado en vigor el pasado 7 de abril. Según el artículo 108 de esta norma, en aquellos casos en los que exista una toma de control de una

⁵¹ THOMSOM REUTERS PRACTICAL LAW, “*Glossary: Drop Dead Date*”, 2023. Recuperado en [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-382-3423?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-382-3423?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)) [última consulta el 21/02/2023].

⁵² SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Cit., Págs. 437-446.

sociedad cotizada, será necesario realizar una oferta pública de adquisición (OPA) sobre la totalidad de las acciones de la compañía. La citada ley, en su artículo 111, establece el concepto de control de la sociedad entre los que incluye: que la proporción de derechos de voto sea de al menos el 30 por ciento o que los consejeros representantes por parte de la sociedad sean más de la mitad del consejo de administración.

La nueva redacción de la ley ha introducido cambios regulatorios que afectan al régimen de la compraventa apalancada de sociedades cotizadas. En primer lugar, ahora, a la toma de control por el alcance del 30 por ciento de las acciones con derecho a voto y mediante los pactos parasociales, se le unen aquellos mediante “*demás supuestos de naturaleza análoga*”. Por otro lado, también se prevé que la CNMV autorice la dispensa de realizar una OPA en aquellos casos en los que exista una exclusión voluntaria de negociación para aquellos valores cotizados en otro parque de la Unión Europea. Por último, relativo al objeto de este trabajo, ahora se aplica la normativa de OPA a las sociedades que coticen en los sistemas multilaterales de negociación (SMN), aunque este aspecto queda pendiente de desarrollo normativo⁵³.

Queda añadir que se exige ciertos requisitos para llevar a cabo el proceso de exclusión de cotización de las compañías. La citada ley obliga a pagar un precio equitativo por las acciones en la OPA, además del deber de anunciar la oferta, debiendo ser pública. La CNMV obliga a rellenar un folleto informativo sobre las condiciones de la OPA, con la obligación de anunciar si se pretende excluir de negociación a la sociedad, el racional financiero de la operación y el impacto que esperan del apalancamiento a partir de la deuda. Otra de las consideraciones a tener en cuenta es la posibilidad de realizar el conocido como *squeeze-out* a aquellos accionistas que no hayan aceptado la primera oferta por sus acciones en las ventas forzosas. Se requiere que se haya adquirido más de un 90 por ciento de las acciones⁵⁴.

⁵³ GARRIGUES, “*Las claves de la nueva Ley del Mercado de Valores*”, Mercantil – Mercado de Valores, 2023. Recuperado en https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/las_claves_de_la_nueva_ley_de_mercados_de_valores.pdf [última consulta el 20/03/2023].

⁵⁴ BAKER & MCKENZIE, “*Global LBO Guide*”, 2015. Recuperado en https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en&hash=A42DA129FBE3A3C2F35591C36C4BF5EA [última consulta el 05/03/2023].

Cabe señalar en este epígrafe, que una vez materializada la adquisición de la sociedad será fundamental para la estabilidad de su funcionamiento y evitar conflictos internos, que se establezca un contrato entre los socios, o *Shareholder's Agreement*, por medio de pactos parasociales válidamente constituidos y un cuidadoso desarrollo estatutario para regular las nuevas relaciones creadas por la entrada de nuevos inversores en la sociedad. En estos, resulta primordial que queden establecidas aquellas cláusulas referidas a la entrada y salidas de la participación en la sociedad como pueden ser el *lock-up*, para evitar una salida inmediata que ponga en peligro la estabilidad de la empresa, o las mencionadas *tag-along* y *drag-along*, entre muchas otras. Este contrato será normalmente precedido por un *Share Purchase Agreement*, versando este, sobre el pacto de compra de acciones de la sociedad adquirida.

2.3.3. Contrato de financiación

Es un aspecto fundamental del *LBO*, ya que lo más característico de estas operaciones es el recurso al capital ajeno para financiar la adquisición, siendo una característica problemática y compleja. Por esta razón, en muchas ocasiones, la firma del contrato de financiación con las entidades financiadores se produce con carácter previo o simultáneo a la formalización de la compraventa, pudiendo hacerse a través de una “carta de mandato” con una *term sheet*, que contiene las condiciones. Es necesario, al mismo tiempo, que las garantías se presten cuando la sociedad se haga con el control de la compañía adquirida⁵⁵.

La forma más habitual que suele tomar la estructuración de la financiación de estas operaciones es la sindicación de préstamos, en los que varias entidades financiadoras actúan de forma conjunta para facilitar los procedimientos de concesión y ejecución de los mismos. Aunque no es objeto de este trabajo, cabe reseñar que también se puede acceder al capital para financiar la operación acudiendo al mercado de capitales. En relación a la jerarquía de los créditos que las entidades financiadoras otorgan a los inversores, la compone, en gran parte, la financiación *senior*, aquella en la que los acreedores tienen mayor prioridad de cobro, normalmente combinada con financiación

⁵⁵ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación ...*”, Cit., Págs. 145-146.

second linen y la subordinada o *mezzanine*, siendo esta última en la que el acreedor tiene menor prioridad. Estos, en función de su periodicidad, podrán clasificarse en créditos amortizables, si su pago se devenga gradualmente mientras dure el préstamo, *bullet*, que será aquella en la que la amortización del préstamo sólo se produce en un único momento, el de su vencimiento, por la totalidad del mismo, o *revolving*, aquel en el que la sociedad puede disponer del capital circulante acordado en cualquier momento, de forma repetida, devengando las cantidades prestadas al final de cada periodo. Por último, habrá que diferenciar si la financiación se encuentra asegurada y aquellas que no lo están, las conocidas como *club deal*⁵⁶.

Respecto de la formación del contrato de financiación, en la fase precontractual habrá que redactar, como se ha mencionado anteriormente, una carta de mandato y el *term sheet*. En ellos, se establecen condiciones como: la necesidad de que sea eficaz el contrato de compraventa; la cláusula *Material Averse Change (MAC)*, en la que se establece que no acontezcan hechos que puedan suponer un riesgo para la viabilidad de la devolución del préstamo a los acreedores; la aprobación de los organismos reguladores; y los procesos de auditoría que pueden incluir *due diligence*. Hay otras cláusulas que pueden ser incluidas en estos contratos como la cláusula *market flex*, que permite adaptar las condiciones al momento de efectiva ejecución del mismo, o de exclusividad, llamada *clear market*⁵⁷.

La internacionalización del mercado de capital riesgo ha hecho que este tipo de contratos sean muy estandarizados, existiendo organizaciones como la *Loan Market Association* que promueve modelos de estos contratos. Los aspectos más importantes a tratar en los contratos de financiación, que en determinados casos coincide con algunos recogidos en el de compraventa, se pueden dividir en; condiciones suspensivas, parecidas a las de la fase precontractual; las previsiones sobre la amortización voluntaria y obligatoria; las *Reps & Warrants* propias de la financiación para los acreedores; obligaciones de hacer, entre las que encontramos la citada necesidad de mantener unos ciertos ratios de endeudamiento por debajo de un nivel establecido en este contrato; las de no hacer, como

⁵⁶ SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas...*”, Cit., Págs. 512-522.

⁵⁷ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación ...*”, Cit., Págs. 151-153.

puede ser, si se llegase a estipular, la prohibición de realizar *dividend recaps*⁵⁸; obligaciones de información; los casos de resolución anticipada del contrato; y las garantías, entre otras muchos aspectos que se regulan en estos contratos. Las garantías que se prestan pueden ser de dos tipos, personales y reales. Las primeras serán otorgadas por la sociedad adquiriente y sus filiales, mientras que las segundas podrán recaer en un derecho de prenda o de hipoteca mobiliaria e inmobiliaria. Los problemas fundamentales que plantean estas garantías son los altos costes derivados de su constitución y los límites que se impone a la asistencia financiera, que serán debidamente tratados. La constitución de estas garantías y su correspondiente ejecución se recogerán en el acuerdo de acreedores o *intercreditor agreement*, que regula las relaciones entre los diferentes entes participantes de la financiación⁵⁹.

⁵⁸ El dividend recapitalization o recapitalización de dividendos hacer referencia al pago de dividendos especiales a los accionistas asumiendo nueva deuda para ello.

⁵⁹ Ibid...Págs. 153-164

CAPÍTULO III: LAS FUSIONES APALANCADAS Y LA ASISTENCIA FINANCIERA

En este epígrafe se abordará la cuestión que introduce el legislador español en lo relativo a la prohibición de prestar cualquier tipo de asistencia financiera por parte de una sociedad para llevar a cabo una adquisición de sí misma, con las excepciones que en la ley se recogen. Esta prohibición incluye ciertas salvaguardas que serán objeto de estudio en este apartado, dando especial importancia a lo contenido en el artículo 35 de la LME y sus consecuencias jurídicas.

3.1. Origen y evolución de la prohibición

La prohibición de prestar asistencia financiera fue por primera vez regulada en la Section 45 de la Companies Act británica de 1929, renovándose en 1945. Estas normas trataban de prohibir que las empresas facilitasen, mediante la financiación, la compra de acciones por parte de personas ajenas a la misma. Según autores como AURIOLES MARTÍN o HERÁNDEZ BENGOA y RUIZ-GALLARDÓN, fueron estas leyes las que inspiraron redacción sobre este aspecto en el ámbito comunitario, recogida en la Segunda Directiva 77/91/CEE de 1976⁶⁰, de protección de socios y terceros. Su artículo 23.1 recoge por primera vez la prohibición a la asistencia financiera en el marco de la Comunidad Económica Europea⁶¹.

Atendiendo al fundamento de la restricción, el legislador trata de lograr varios objetivos. En primer lugar, protege el interés de los acreedores y la estabilidad de la sociedad, ante la asunción de deuda y entrada de nuevos inversores que puede conllevar claramente la incapacidad de hacer frente al pago de los préstamos asumidos para su propia adquisición, evitando con esto cualquier riesgo de quiebra de la sociedad que le impida perseguir su fin económico. Además, con la entrada de nuevos socios con participaciones mayoritarias la voluntad de los órganos de administración podría quedar al arbitrio de la sociedad

⁶⁰ Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

⁶¹ AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración...*”, Cit., Págs. 655-665.

adquiriente en detrimento del poder de los socios minoritarios. Por último, los antiguos acreedores de la sociedad serán perjudicados por la prestación de asistencia financiera, al implicar esta operación, un mayor endeudamiento de la sociedad, como se ha mencionado *supra*, y con ello mayor riesgo de impago de sus créditos. Por ello, esta figura jurídica merece la protección del legislador⁶².

Sin embargo, esta directiva fue modificada por la Directiva 2006/68/CE⁶³. En un principio, la implementación de esta nueva regulación en el plano comunitario implicaba un cambio de entendimiento de la norma, pasando de ser prohibitiva a establecer un régimen flexible en el que cada Estado podía adaptar la norma a su propia legislación, dentro de las cautelas que la propia norma introducía. A través de la derogación del citado artículo 23.1 de la directiva primitiva, se permitió que las sociedades pudiesen facilitar distintos tipos de financiación a personas ajenas a la empresa para la compra de sus propias acciones. Como límites, la directiva imponía que estaba supeditado a la responsabilidad de los administradores, en condiciones de financiación y precio justas, además de otras. Otra de las previsiones que se incluían en el texto, era su tramitación en junta, la redacción de un informe por parte de los administradores y la publicidad del mismo a través del Registro Mercantil⁶⁴. Como más tarde se comentará, la elección del legislador español ha sido claramente la utilización de este marco flexible de la prohibición, asimilando la norma española al código italiano con la promulgación de la LME.

3.2. La asistencia financiera en el Derecho español

Como se ha visto, la prohibición a la asistencia financiera, nace en el derecho anglosajón como medida para paliar los efectos negativos que se pueden derivar tanto a los accionistas de la sociedad, como a las partes interesadas en la subsistencia de la misma. Por ello, se establecieron normas que persiguieran reducir el riesgo que conlleva el endeudamiento con cargo a la propia sociedad para su adquisición. Sin embargo, es la

⁶² CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas*”, Anuario de la Facultad de Derecho, Universidad de Alcalá, nº 1, 2008. Pág. 412.

⁶³ Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

⁶⁴ CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto...*” Ibid Págs. 420-423.

reforma de la citada Segunda Directiva, mediante la trasposición de la norma, la que modifica la legislación vigente hasta el momento. Esto, derivaría en la introducción en la legislación española de la restricción aquí tratada, dado que la redacción que se dio al artículo 81 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Anónimas del año 1989⁶⁵ impedía explícitamente realizar estos negocios jurídicos. Con el paso del tiempo, se redacta la nueva Ley de Sociedades de Capital, que vuelve a adaptar la normativa española al régimen comunitario.

El artículo 150 del Real Decreto Legislativo 1/2010, que aprueba la Ley de Sociedades de Capital dicta las restricciones a la asistencia financiera que una sociedad anónima puede proporcionar para la adquisición de sus propias acciones, las de la sociedad dominante o las participaciones por un tercero. En general, se prohíbe “*anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías*” o cualquier otra forma de asistencia financiera. Sin embargo, hay algunas excepciones, como las operaciones para facilitar la adquisición de acciones por los empleados de la misma o las realizadas por bancos y otras entidades de crédito. Como cautela establecida en la ley, la sociedad deberá establecer una reserva igual a la cantidad concedida en forma de préstamos en su patrimonio neto. De la misma forma, el 143.2 de la LSC enuncia lo propio en relación a las sociedades de responsabilidad limitada en los términos del 150 de la misma ley. Además, el 149 de la ley establece que una sociedad anónima solo podrá aceptar en garantía sus propias acciones o las emitidas por la sociedad dominante, siempre y cuando cumpla los mismos requisitos y límites que se aplican a la adquisición de las mismas, a excepción de los bancos y el resto de entidades de crédito⁶⁶.

El supuesto recogido los artículos 150 y 143.2, se diferencia de la asistencia para la adquisición de acciones propias del 149, en que en los primeros debe existir el interés de un tercero que adquiere las acciones por medio de la ayuda de la propia sociedad que adquiere. Por tanto, es fundamental que el tercero sea una persona ajena, movida por su propio interés, que no es el de la sociedad que va a adquirir. Sin embargo, entre las excepciones a la prohibición aquí estudiadas, encontramos la presencia del “*personal*” de

⁶⁵ Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

⁶⁶ VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., “*Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales)*” coordinado por SEBASTIÁN QUETGLAS, R., en “*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*”, Wolters Kluwer, 2018. Pág. 754.

la empresa, que quedan excluidos de este régimen. Este no es el caso de los administradores de la sociedad. Algún autor defiende que, derivado de la nueva redacción que se dio a la LSC del año 2015 en cuanto a la teoría del vínculo, el consejero delegado y administrador único externos, podrían ser considerados personal de la sociedad, ya que siendo su contrato diferente al del resto de administradores, existiría ajenidad y dependencia, y, por tanto, estarían incluidos en la exención de la norma⁶⁷.

3.3. Análisis del artículo 35 LME: la fusión apalancada

Una vez constatada la prohibición a la asistencia financiera contenida en los artículos mencionados resulta pertinente hacer referencia al artículo 35 de la LME, que establece los requisitos necesarios para evitar incurrir en la prohibición a la asistencia financiera en los casos de fusión tras la adquisición de la sociedad. Así, el mismo artículo dispone⁶⁸:

“Artículo 35 LME: Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.

“En caso de fusión entre dos o más sociedades, si alguna de ellas hubiera contraído deudas en los tres años inmediatamente anteriores para adquirir el control de otra que participe en la operación de fusión o para adquirir activos de la misma esenciales para su normal explotación o que sean de importancia por su valor patrimonial, serán de aplicación las siguientes reglas:

1.ª El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.

2.ª El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.

⁶⁷ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias”, Almacén de Derecho, 2017. Recuperado en <https://almacendederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias> [última consulta el 12/03/2023].

⁶⁸ Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles.

3.^a *El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera.*

En estos supuestos será necesario el informe de expertos, incluso cuando se trate de acuerdo unánime de fusión.”

Como consecuencia del citado artículo podemos afirmar que, de acuerdo a nuestra legislación, será necesario realizar un proceso de fusión una vez se adquiere la sociedad si se ha, o bien tomado el control de la sociedad mediante la adquisición de acciones o participaciones, o bien adquirido sus activos “*esenciales*” o “*de importancia por su valor patrimonial*”, habiendo recurrido a la financiación ajena en los 3 años anteriores a la transacción. Pues bien, como se ha expuesto en este trabajo, sin que la redacción del artículo deje muchas dudas, sólo cabe aclarar la finalidad de la inclusión de los términos activos “*esenciales*” o “*de importancia por su valor patrimonial*”. El legislador, con la introducción de estos conceptos, parece que trata de prevenir que la adquisición de partes fundamentales de la empresa, como son los activos para llevar a cabo su actividad económica o aquellos que formen gran parte de la masa patrimonial de esta, acabe por vaciar el “*contenido económico*” de la sociedad que pervive, protegiendo así a las minorías de socios que no pudieran oponerse.

Por otro lado, habrá que añadir en este caso los requisitos de elaborar un proyecto de fusión incluyendo los recursos y plazos para la devolución de la financiación, un informe de los administradores de la sociedad con los diferentes motivos, así como un documento económico que recoja los recursos y objetivos y, por último, un informe emitido por expertos independientes que verse sobre el cumplimiento “*razonable*” de los requisitos previstos en dicho artículo.

La misma ley contempla, además de este mecanismo para salvar la asistencia financiera, otros en protección de los socios y acreedores, que son los principales perjudicados por la implementación de este artículo. Así, para los primeros se otorga a través del informe independiente la información fundamental del proyecto de fusión, en el que conocerán los términos alcanzados en cuanto al precio, disolución accionarial y nivel de endeudamiento entre otros. En cuanto a los acreedores, es el artículo 44 de la misma ley, el que incorpora un procedimiento de oposición al proceso en el plazo de un mes, ante la

asunción de la nueva deuda, hasta que el inversor garantice sus préstamos a la sociedad que se va a adquirir. Sin embargo, estos mismos mecanismos de protección parecen resultar poco eficaces, al reducir la capacidad de acción de los socios disconformes en junta con mayoría reforzada, lo que implica que la acción de responsabilidad contra la administración queda limitada a la obtención de apoyos. En el plano de los acreedores, el procedimiento de oposición que prevé la ley puede resultar insuficiente, debido al corto plazo para ejercitar su derecho, el desconocimiento de la información necesaria para el mismo y el riesgo de perder a su cliente para los bancos comerciales que entrañaría que las entidades se opusieran al proyecto⁶⁹.

La introducción de este artículo ha sido ampliamente criticada por la mayor parte de la doctrina. Aunque el artículo 35 de la LME está claramente influenciado por el artículo 2501 bis del Codice Civile de Italia, a diferencia del último, el español no aclara que las fusiones apalancadas no supongan incurrir en asistencia financiera. La primera cuestión polémica es la inclusión de la adquisición de activos, cuando, en realidad, este tipo de compra apalancada no es objeto de la prohibición a la asistencia financiera. Otra de las controversias generadas hace referencia a la interpretación del juicio sobre si existe asistencia financiera por parte del experto independiente en la redacción del informe preceptivo del proyecto de fusión. La doctrina duda del alcance que puede tener una valoración negativa. Con todo esto, tras las numerosas modificaciones del texto, no se ha adaptado la redacción a las exigencias de la doctrina⁷⁰.

3.4. Consecuencias de incurrir en la asistencia financiera

La doctrina coincide en que, a falta de la previsión específica de las consecuencias jurídicas de incurrir en los supuestos prohibidos por los artículos 143.2 y 150 de la LSC, será de aplicación lo previsto en el CC, por jerarquía legal. Concretamente, el artículo 6.3 del Código enuncia la nulidad de pleno derecho de todos aquellos actos contrarios a una norma “prohibitiva” con fuerza de ley. Por tanto, el negocio objeto de asistencia financiera sería nulo desde el inicio, debiendo volver a la situación original mediante la restitución de lo otorgado, no así la toma de control en sí, que aún con vicios y los efectos

⁶⁹ SANZ BAYÓN, P., “Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas”, *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, nº 3, Vol. 2, 2013. Págs. 69-104.

⁷⁰ VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A., “La Ley de Modificaciones Estructurales”, *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, 2013. Págs. 34-35.

de la nulidad de la financiación, en principio parece válida⁷¹.

Aunque recientemente la jurisprudencia⁷² ha confirmado la validez legal de la adquisición del control de la sociedad en los casos en los que existía asistencia financiera, y la nulidad del negocio de financiación, cabe la posibilidad de que esta se lleguen a extender a la adquisición. Este caso ha sido aplicable en aquellos negocios que conllevan la ampliación de capital con cargo a los fondos sociales⁷³ de la sociedad o a préstamos⁷⁴ concedidos a esta, en detrimento del interés de los socios minoritarios. Si bien, lo que aquí resulta nulo no es la adquisición como tal, sino la ampliación de capital para la toma de control de la sociedad por un socio mayoritario. La consecuencia de esta disparidad de resultados ante un mismo hecho, la asistencia financiera, hace que resulte conveniente el estudio por separado de la nulidad del contrato de financiación, y, por otro lado, la adquisición del control de la sociedad, que sólo será de aplicación, en aquellos casos en los que se produzca un abuso respecto a los socios minoritarios o se contravenga lo establecido para las ampliaciones de capital⁷⁵.

⁷¹ PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., “*La financiación ...*”, Cit., Págs. 147-148.

⁷² Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 3333/2018, de 1 de octubre [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2018:3333].

⁷³ Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, nº 1051/2012, de 7 de marzo de 2012 [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:APPO:2012:1051].

⁷⁴ Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, nº 4652/2008, de 13 de marzo de 2018 [versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:APB:2008:4652].

⁷⁵ ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “*Lecciones: Asistencia financiera...*” Cit. [última consulta el 05/04/2023].

CAPÍTULO IV: CONCLUSIONES

El *LBO* queda aquí definido como una operación de adquisición de una empresa, recurriendo al apalancamiento financiero, que comprende un complejo entramado de contratos y acuerdos entre varias partes, a la vez que carece de un régimen jurídico claro y definido. Los contratos de compraventa de empresa que siguen esta estructuración, han de prever condiciones y cláusulas específicas, atendiendo a las características y finalidad económica de cada caso concreto, basándose en el principio de autonomía de la voluntad. Por añadidura, la regulación recogida en la legislación aplicable se encuentra dispersa entre diferentes normas, tanto nacionales como europeas, además de lo previsto en los acuerdos contractuales de ámbito comunitario. En última instancia, tendrán que atenerse a la prohibición de asistencia financiera estipulada por el legislador español, que podrán salvar dando cumplimiento al régimen previsto en el artículo 35 de la LME.

A partir de lo estudiado en el primer capítulo de este trabajo, se concluye que la regulación actual de las operaciones apalancadas puede llegar a generar controversia y oposición por parte de los *stakeholders* y el público general, por resultar insuficiente para la protección de los intereses de los mismos. Esto se debe a varios factores. En primer lugar, porque la característica principal de las compras apalancadas es el recurso al capital ajeno como fuente de financiación, garantizando su repago con flujos de caja futuros o los activos de la sociedad adquirida, lo que, en caso de incapacidad de afrontar la devolución del préstamo, hace peligrar la subsistencia de la actividad económica de la empresa. Por otro lado, la forma en la que se estructura, mediante la creación de una sociedad vehículo para la entrada del inversor en la sociedad *Target*, resulta en muchos casos, contrario a los intereses de los socios minoritarios y los acreedores primitivos de la segunda. Por último, en opinión del autor, la inestabilidad cíclica del mercado de compraventa de empresas, impulsado por los *PE*, hace que, en épocas de crisis, esta tipología de transacción pueda ser percibida como oportunista, motivando una acción legislativa restrictiva, movilizadora por los partidos políticos.

Respecto del marco jurídico que engloba la compra apalancada de empresas, se observa que la regulación europea ha endurecido el régimen de control de las sociedades de capital riesgo a partir de la crisis de 2008, lo que concuerda con los argumentos aquí esgrimidos. Sin embargo, aunque se haya tratado de ofrecer una mayor protección a los accionistas de las empresas adquiridas, parece que se limita su efectividad, dada la introducción de

la salvaguarda mencionada en la LME, ya que, en principio, deja sin efecto la restricción a la asistencia financiera contenida en la LSC.

En otro orden, en cuanto a la formación precontractual de la operación, es fundamental el conocimiento de los efectos del incumplimiento de ciertos acuerdos, normalmente amparados en la buena fe. Además, serán útiles en fases posteriores, en cuanto que sirven como base interpretativa. En lo que respecta al contrato de compraventa, se considera aquí como parte fundamental de la clave del éxito de la operación. Las cláusulas de este contrato se deberán redactar cuidadosamente las atendiendo a los intereses de las partes, siendo en los *leveraged buy outs* particularmente esenciales: aquellas que hagan depender la operación de la concesión de la financiación, como las *conditions precedent*; las que aseguren la diligencia de lo transmitido, como los *Reps & Warrants*; los cambios producidos hasta el cierre de la operación, como el *locked-box*; las garantías de funcionamiento aplicables hasta la efectividad del contrato, como los *permitted leakeages*; las que prevean los términos de la resolución de conflictos; y las que regulen la relación entre los socios.

Para concluir, la redacción del artículo 35 de la LME, apostando por el *forward merger buy out* como solución a la prohibición a la asistencia financiera de la LSC, resulta insuficiente en un sistema en el que se propugna la seguridad jurídica, más aún cuando esta versa sobre la confianza de los inversores en la legislación de nuestro país. Como consecuencia, el legislador debería clarificar los términos en los que resulta válida la figura del *LBO* sin incurrir en dicha prohibición, modificando la actual redacción, como se ha pedido desde su promulgación por gran parte de la doctrina.

BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

Directiva 2006/68/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de septiembre de 2006, por la que se modifica la Directiva 77/91/CEE del Consejo en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (Diario Oficial de la Unión Europea de 25 de septiembre de 2006)

Directiva 2011/61/UE 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) n° 1095/2010 (Diario Oficial de la Unión Europea de 1 de julio de 2011).

Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (BOE de 4 de abril de 2009).

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 de 13 de noviembre de 2014).

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (BOE de 18 de marzo de 2023).

Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio (Gaceta de Madrid a 16 de octubre de 1885).

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil (Gaceta de Madrid a 25 de julio de 1889).

Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (BOE de 27 de diciembre de 1989).

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 de 3 de julio de 2010).

Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital (Diario Oficial de la Unión Europea de 31 de enero de 1977).

2. JURISPRUDENCIA

Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, nº 1051/2012, de 7 de marzo de 2012
[versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:APPO:2012:1051].

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, nº 4652/2008, de 13 de marzo de 2018
[versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:APB:2008:4652].

Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, nº 2871/2021, de 19 de marzo de 2021
[versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:APB:2021:2871].

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 4177/2012, de 8 de mayo de 2012
[versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2012:4177].

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 3845/2014, de 25 de junio de 2014
[versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2014:3845].

Sentencia del Tribunal Supremo, Sala de lo Civil, nº 502/2016, de 11 de febrero de 2016
[versión electrónica – base de datos CENDOJ. ECLI:ES:TS:2016:502].

3. OBRAS DOCTRINALES

ALONSO PÉREZ, M., “*La responsabilidad precontractual*”, Revista Crítica de Derecho Inmobiliario, 1971. Págs. 889-922.

AURIOLES MARTÍN, A., “*Los leveraged buy-outs y su integración en el Derecho español de sociedades anónimas*”, Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº 51, 1993. Págs. 637-679.

CARRETERO PIRES, A., “*Prohibición de asistencia financiera: concepto y aplicación a operaciones de adquisición apalancadas*”, Anuario de la Facultad de Derecho, Universidad de Alcalá, nº 1, 2008. Págs. 412-423.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, M.C., “*LBO y MBO*”. Revista de Gestión Pública y Privada, nº 2, 1997. Págs. 51-81.

GARCÍA RUBIO, M.P., “*La responsabilidad precontractual en la propuesta de modificación del derecho de obligaciones y contratos*”, Anuario de Derecho Civil, Vol. 63, nº 4, 2010. Págs. 1621-1642.

GHAUGHAN, P. A. y BRUNER R. F., “*Mergers, Acquisitions & Corporate Restructuring*”, Sexta Edición, Wiley. 2015. Págs. 311-349.

GIL-ROBLES, J.M. y MARTÍN J.M., “*Régimen de inversiones de la actividad de capital riesgo en la Ley 22/2014*”, Revista Española de Capital Riesgo, nº 2, 2015. Págs. 15-18.

GRIFFITH, S.J., “*Deal Insurance: Representation & Warranty Insurance in M&A Contracting*”, Law Working Paper N° 464/2019, Fordham University y ECGI, 2019. Págs. 2-8.

HERNÁNDEZ BENGOA, A. y RUIZ-GALLARDÓN, A., “*Leveraged buy outs*”, coordinado por SAAVEDRA ORTIZ J.J. y SERRANO ACITORES, A., en

“Operaciones Mercantiles y Productos de Inversión en los Mercados Financieros”, Bosch, Barcelona, 2011. Págs. 195-227.

HERNÁNDEZ GAZZO J.L. y CARRIÓN, D., *“Aproximaciones a la estructuración e implementación de operaciones de Leveraged Buy Outs”*, Revista de Derecho Mercantil, nº 1, 2022. Págs. 49-53.

JENSEN, M. *“Eclipse of the Public Corporation”* Harvard Business Review, 1989. Págs. 61-74.

KAPLAN, S. N. y STROMBERG, P., *“Leveraged Buyouts and Private Equity”*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, nº 1, 2009. Págs. 121-146.

MARCOS, F., *“Los contratos de compraventa de empresas en España 2013-2014”* Proyecto Hogan Lovells. IE Law School, 2015. Págs. 20-27.

MUÑOZ RODRIGO, G. *“De las distintas vías de adquirir una empresa: aspectos contractuales a tener en cuenta”*, Revista Boliviana de Derecho, nº 34, 2022. Págs. 462-470.

NAVARES GONZÁLEZ, S.G., *“La función de la Carta de Intenciones en la interpretación de los contratos celebrados por la empresa”*, Iustitia, nº 9, 2011. Págs. 226-233.

PÉREZ LÓPEZ, A. CONTRERAS BERNIER, B. y ÁLVAREZ COUSO, I., *“La financiación de la adquisición de empresas. Financiación bancaria y vía mercado de capitales”* coordinado por SEBASTIÁN QUETGLAS, R., en *“Manual de fusiones y adquisiciones de empresas”*, Wolters Kluwer, 2018. Págs. 139-184.

RODRÍGUEZ DE LAS HERAS BALLELL, T., *“La etapa precontractual en la contratación mercantil”*, en *“Estudios sobre el futuro Código Mercantil: libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz”*, Universidad Carlos III de Madrid, 2015. Págs. 1805-1807.

SANZ BAYÓN, P., “*Alcance de la prohibición de asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas*”, *Aranzadi civil-mercantil. Revista doctrinal*, nº 3, Vol. 2, 2013. Págs. 69-104.

SERETAKIS, A.L., “*The new EU Directive on the regulation of Private Equity*”, *Columbia Journal of European Law*, Vol. 18, nº 3, 2012.

SERRANO ACITORES, A., “*El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital riesgo*”, Tesis doctoral, Universidad Rey Juan Carlos, Madrid, 2012. Págs. 169-559.

VIVES RUIZ, F. y LÓPEZ-JORRÍN HERNÁNDEZ, A., “*Las fusiones apalancadas (art. 35 de la Ley sobre Modificaciones Estructurales)*” coordinado por SEBASTIÁN QUETGLAS, R., en “*Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*”, Wolters Kluwer, 2018. Págs. 752-783.

VIVES RUIZ, F. y TAPIAS MONNÉ, A., “*La Ley de Modificaciones Estructurales*”, *InDret, Revista para el análisis del Derecho*, 2013. Págs. 34-36.

4. SITIOS WEB

ALFARO ÁGUILA-REAL, J., “*Lecciones: Asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias*”, *Almacén de Derecho*, 2017. Recuperado en <https://almacenederecho.org/lecciones-asistencia-financiera-la-adquisicion-acciones-participacionees-propias> [última consulta el 12/03/2023].

BAKER & MCKENZIE, “*Global LBO Guide*”, 2015. Recuperado en https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/global-lbo-guide/bk_global_lboguide_rebranded.pdf?la=en&hash=A42DA129FBE3A3C2F35591C36C4BF5EA [última consulta el 05/03/2023].

CNMV. “*Entidades de Capital-Riesgo*”. Recuperado en: https://www.cnmv.es/Portal/Gpage.aspx?id=LegIIC_D&idpf=4 [última consulta el 18/01/2023].

GARRIGUES, “*Las claves de la nueva Ley del Mercado de Valores*”, Mercantil – Mercado de Valores, 2023. Recuperado en https://www.garrigues.com/sites/default/files/documents/las_claves_de_la_nueva_ley_de_mercados_de_valores.pdf [última consulta el 20/03/2023].

LOZANO SCHINDHELM, “*Carta de intenciones (letter of intent)*”, s.f. Recuperado de <https://es.schindhelm.com/es/international/expertise/carta-de-intenciones-letter-of-intent> [última consulta el 14/02/2023].

MACARTHUR, H., MCKAY, M., DESSARD, J. y RAINEY, B., 2023, “*Global Private Equity Report 2023*”, Bain & Company. Recuperado en <https://www.bain.com/insights/topics/global-private-equity-report/> [última consulta el 15/03/2023].

SPAINCAP, “*Record de inversión en el Capital Privado español: 8.735M€*”, 2023. Recuperado en: <https://spaincap.org/record-historico-de-inversion-del-capital-privado-espanol-8-735me/> [última consulta el 18/01/2023].

THOMSON REUTERS PRACTICAL LAW, “*Glossary: Drop Dead Date*”, 2023. Recuperado en [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-382-3423?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-382-3423?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))