

LAS COMPRAVENTAS APALANCADAS DE EMPRESAS NO COTIZADAS

ANTONIO SERRANO ACITORES
Abogado del Grupo Serrano Alberca

Este trabajo ha sido seleccionado para su publicación por: don Xavier O'CALLAGHAN MUÑOZ, doña María Teresa BOTE GARCÍA, doña Soraya CALLEJO CARRIÓN, don Gonzalo DOMÍNGUEZ RUIZ, don Carlos ROGEL VIDE y don Alberto TAPIA HERMIDA.

Extracto:

DURANTE los últimos años, el mercado de fusiones y adquisiciones en España no ha hecho sino crecer, no solo cuantitativamente (el volumen de operaciones se ha incrementado en porcentajes sorprendentes en el cuatrienio 2004-2007), sino también cualitativamente (la sofisticación de las operaciones ha alcanzado cotas inimaginables en tiempos pasados).

Ahora bien, este tipo de operaciones, se encuentran aún lejos de los volúmenes alcanzados en economías más avanzadas y se detectan algunos elementos normativos del sector que suponen limitaciones y disfunciones que obstaculizan el desarrollo del mismo.

Entre estas limitaciones normativas encontramos la figura de la prohibición de la asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones, institución esta que choca frontalmente con la lógica económico-financiera de las adquisiciones apalancadas.

Por otra parte, no podemos olvidar que desde agosto de 2007 nuestra economía ha comenzado un periodo de desaceleración debido, entre otras causas, a la crisis crediticia o crisis de las hipotecas americanas *subprime*, así como al vaticinado «pinchazo de la burbuja inmobiliaria». Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas apalancadas pues, aproximadamente el 75 por 100 de este tipo de operaciones se financia con deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, somos de la opinión de que las adquisiciones apalancadas son un motor de nuestra economía. Por ello, el presente trabajo tiene por objeto anali-

zar el régimen jurídico de las compraventas apalancadas de empresas no cotizadas. Para ello, se estudiarán fundamentalmente las siguientes cuestiones: (i) el concepto y las cuestiones generales acerca de las adquisiciones apalancadas; (ii) las vías de financiación de este tipo de operaciones; (iii) la prohibición de la asistencia financiera; (iv) las distintas estructuras utilizadas para llevar a cabo con éxito las adquisiciones apalancadas; (v) el proceso típico de una adquisición de esta índole; y (vi) el clausulado habitual del contrato de compraventa apalancada de empresas.

Palabras clave: LBO, asistencia financiera, compraventa de empresas, fusiones y adquisiciones.

Sumario

1. Introducción.
2. Las adquisiciones apalancadas: cuestiones generales.
3. La financiación de la adquisición.
4. La prohibición de la asistencia financiera.
5. Estructuras utilizadas en las adquisiciones apalancadas.
6. Proceso típico de un Leveraged Buy Out.
7. Contenido del contrato de compraventa.
8. Conclusiones.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años, el mercado de fusiones y adquisiciones en España no ha hecho sino crecer, no solo cuantitativamente (el volumen de operaciones ha incrementado en porcentajes sorprendentes en el cuatrienio 2004-2007), sino también cualitativamente (la sofisticación de las operaciones ha alcanzado cotas inimaginables en tiempos pasados).

Uno de los principales causantes de esta situación de bonanza ha sido, sin duda, el capital riesgo (*private equity*).

En efecto, gracias a las entidades de capital riesgo las adquisiciones apalancadas de sociedades han cobrado un protagonismo en nuestro mercado que, en nuestra opinión, fomenta una economía competitiva, innovadora y dinámica.

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

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

Ahora bien, tal y como señala la exposición de motivos de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras, es cierto que la inversión en capital riesgo en España, y, por tanto, este tipo de operaciones, se encuentran aún lejos de los volúmenes alcanzados en economías más avanzadas y se detectan algunos elementos normativos del sector que suponen limitaciones y disfunciones que obstaculizan el desarrollo del mismo.

¹ MANZANO FRÍAS, María Cruz, «La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, núm. 13, 2007, págs. 33 y ss.

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

Por otra parte, no podemos olvidar que desde agosto de 2007 nuestra economía ha comenzado un periodo de desaceleración debido, entre otras causas, a la crisis crediticia o crisis de las hipotecas americanas *subprime*, así como al vaticinado «pinchazo de la burbuja inmobiliaria». Estas circunstancias han generado un clima de desconfianza en los mercados financieros que ha llevado a las entidades financieras a restringir la concesión de préstamos y créditos, dificultando, sin duda, las compraventas apalancadas pues, como luego estudiaremos, aproximadamente el 75 por 100 de las operaciones se financian con deuda.

Sin perjuicio de lo anterior, somos de la opinión de que las adquisiciones apalancadas son un motor de nuestra economía. Por ello, creemos de gran interés su análisis detallado. En este sentido, el presente trabajo tiene por objeto analizar el régimen jurídico de las compraventas apalancadas de empresas no cotizadas ². Para ello, se estudiarán fundamentalmente las siguientes cuestiones: (i) el concepto y las cuestiones generales acerca de las adquisiciones apalancadas; (ii) las vías de financiación de este tipo de operaciones; (iii) la prohibición de la asistencia financiera; (iv) las distintas estructuras utilizadas para llevar a cabo con éxito las adquisiciones apalancadas; (v) el proceso típico de una adquisición de esta índole; y (vi) el clausulado habitual del contrato de compraventa apalancada de empresas.

2. LAS ADQUISICIONES APALANCADAS: CUESTIONES GENERALES

2.1. Concepto y naturaleza jurídica.

Una adquisición apalancada o *Leveraged Buy Out* (en adelante, «LBO» en singular y «LBOs» en plural) se puede definir como aquella compraventa en la que el comprador adquiere una sociedad (en adelante, la «Sociedad *Target*») o una participación mayoritaria en la misma, a través de la financiación de una parte significativa de su precio de compra mediante el uso de deuda, y que pretende amortizar con cargo a los recursos patrimoniales y flujos de caja esperados por la propia Sociedad *Target* ³.

² Se ha decidido excluir del presente trabajo las adquisiciones apalancadas sobre empresas cotizadas debido a su especial régimen jurídico y la complejidad en sus procedimientos. No obstante, a título informativo podemos señalar que este tipo de adquisiciones suelen estar enmarcadas dentro de una operación «*Public to Private*», esto es, se adquieren las acciones de una sociedad cotizada mediante el lanzamiento de una OPA buscando la posterior exclusión de cotización de dicha sociedad.

³ SERRANO ACITORES, Fco. Antonio, «La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo», *Asocia*, enero de 2007, págs. 6 y ss.

Los LBOs se enmarcan, sin duda alguna, dentro de la institución de la compraventa de empresas. No obstante, mucho se ha discutido acerca de si este tipo de compraventa tiene naturaleza mercantil o civil.

A pesar de que para autores como SEGURA DE LASSALETTA⁴ se trata de operaciones cuya naturaleza jurídica se encuadra fundamentalmente dentro de la compraventa civil, creemos, con la doctrina⁵ y jurisprudencia⁶ mayoritaria, que los LBOs tienen carácter mercantil.

Las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de este tipo de adquisiciones son las siguientes:

- (i) Es evidente el ánimo de lucro del comprador.
- (ii) El objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial.
- (iii) Los compradores habituales en los LBOs suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio. Así, en el correspondiente contrato de compraventa se regularán plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target*, ya sea a través de la venta de la sociedad adquirida mediante ventas privadas⁷ o mediante una oferta pública de venta en Bolsa y, de este modo, materializar las plusvalías latentes generadas.

Al pretender la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el artículo 325 del Código de Comercio (en adelante, el «CCom.»).

2.2. Notas características.

Las adquisiciones apalancadas se caracterizan por las siguientes notas:

⁴ SEGURA DE LASSALETTA, Raimundo, en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, 2006, págs. 141 y ss.

⁵ Así lo consideran los maestros GARRIGUES, URÍA, LANGLE y PAZ-ARES, entre otros muchos.

⁶ En el orden jurisprudencial es clásica la Sentencia del Tribunal Supremo de 12 de diciembre de 1881 en la que se declara que «la cesión o traspaso de un establecimiento de comercio, con todos sus géneros, por un precio, debe ser considerado con arreglo al artículo 359 [hoy 325] del CCom. como compraventa mercantil, y mucho más resultando que los adquirentes se dedicaron desde entonces al ejercicio habitual del comercio». Dicha doctrina sobre la naturaleza mercantil de la compraventa de empresa ha sido reafirmada por Sentencias posteriores como las de 11 de noviembre de 1927, 10 de febrero de 1936, 4 de abril de 1941 y 13 de marzo de 1943, entre otras.

⁷ Se trata de los *Secondary Buy Outs*, es decir, aquellas operaciones en la que habiéndose producido un primer *buy out*, la entidad de capital riesgo inicial, que por su propia naturaleza realiza inversiones de carácter temporal, vende su participación y da entrada a otra entidad de capital riesgo, manteniéndose generalmente, sin embargo, la participación en el proyecto de los directivos.

- (i) Sea de naturaleza civil o mercantil, lo que está claro es que tanto la normativa recogida en los artículos 1.445 y siguientes del Código Civil (en adelante, el «CC») como la recogida en los artículos 325 y siguientes del CCom., se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas.

En este sentido, y a la luz del artículo 1.255 del CC, sobre autonomía de la voluntad, se ha ido configurando una instrumentación jurídica estandarizada tan sofisticada (no solo en España sino también en el extranjero) que algunos han calificado de «fruto de la fantasía y la alquimia societaria»⁸.

- (ii) Son operaciones basadas en prácticas anglosajonas por lo que muchos de los términos empleados en las mismas son vocablos en inglés.
- (iii) Una parte importante de la adquisición está financiada con deuda o recursos ajenos. Dada su importancia, volveremos sobre esta cuestión más adelante.
- (iv) Se trata de operaciones en las que intervienen una multiplicidad de sujetos. Así, además de comprador y vendedor, participan todas las entidades encargadas de financiar la operación y, en su caso, directivos o empleados bien de la Sociedad *Target* o bien ajenas a la misma.
- (v) Como consecuencia de la nota (iv) anterior y debido a la complejidad de los LBOs, intervienen tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación.
- (vi) La forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar) una sociedad vehículo (en adelante, «*Newco*») que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*. De este modo, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de *Newco* y de la Sociedad *Target*.
- (vii) La Sociedad *Target* soporta el coste financiero de la adquisición pues, o bien garantiza con sus activos el repago de la deuda, o bien la repaga mediante los flujos de caja libres que la referida Sociedad *Target* pueda generar. Como veremos, es aquí donde se plantea el problema de determinar la admisibilidad de la operación a la luz de la prohibición legal de asistencia financiera.
- (viii) Las principales razones para concertar operaciones de este tipo son fundamentalmente las siguientes:
- (a) Situaciones de desinversión por parte de grupos de sociedades que pretenden deshacerse de una rama de actividad o de una filial.
 - (b) La liquidación o escisión de una sociedad.
 - (c) La más habitual, que es la venta de una sociedad de carácter familiar.
- (ix) Tal y como ya se ha indicado, la operación es realizada generalmente por una entidad de capital riesgo y, por tanto, la inversión tiene carácter transitorio. Así, los compradores

⁸ SEGURA DE LASSALETTA, Raimundo, *op. cit.*, pág. 141.

pretenden aumentar el valor de la empresa adquirida y venderla en un plazo de entre tres y siete años, materializando las plusvalías generadas.

2.3. Tipos.

En función de los sujetos adquirentes en la operación podemos distinguir los siguientes tipos de LBO:

- (i) *Management Buy Out* («MBO»): en este caso la adquisición de la Sociedad *Target* la llevan a cabo los directivos de la propia Sociedad *Target*.
- (ii) *Management Buy In* («MBI»): aquí la adquisición de la Sociedad *Target* la ejecuta un equipo profesional externo a la Sociedad *Target*, normalmente seleccionado por parte del inversor o inversores financieros.
- (iii) *Buy In Management Buy Out* («BIMBO»): en este supuesto protagonizan la compra de la Sociedad *Target* tanto directivos de la Sociedad *Target* como profesionales ajenos a la misma.
- (iv) *Leveraged Employee Buy Out* («LEBO»): la adquisición de la Sociedad *Target* es llevada a cabo por los propios empleados.
- (v) *Institutional Buy Out* («IBO»): en este tipo de adquisiciones un inversor institucional participa mayoritariamente en la inversión.
- (vi) *Owners Buy Out* («OBO»): en él uno de los socios de la Sociedad *Target* ejecuta la compra de la participación de los demás socios.
- (vii) *Leveraged Take-over Bids*: se trata de los LBOs sobre sociedades cotizadas ⁹.

2.4. Ventajas y riesgos.

Las principales ventajas que ofrece un LBO para el adquirente son, entre otras, las siguientes:

- (i) Le permite llevar a cabo la compraventa con una aportación mínima de fondos propios.
- (ii) Los intereses de la deuda se consideran gasto deducible a efectos del Impuesto sobre Sociedades.
- (iii) Siempre que se lleve a cabo una reorganización y una expansión adecuada de la Sociedad *Target* permite generar unas plusvalías a medio plazo bastante considerables (un TIR del 20% o superior).

⁹ Cfr. nota 2 anterior.

Sin embargo, no podemos obviar los inconvenientes y riesgos que puede suponer un LBO, a saber:

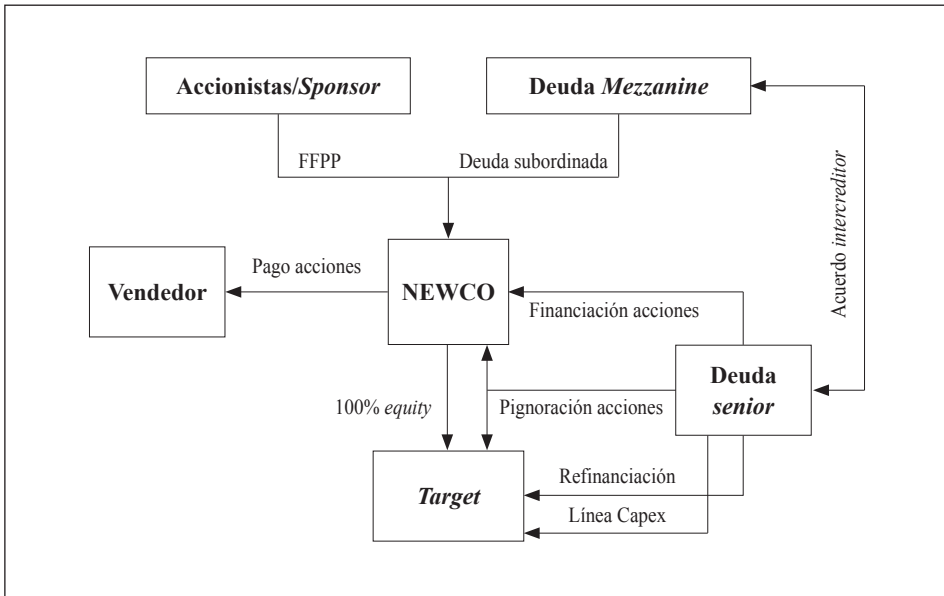
- (i) El eventual fracaso financiero como consecuencia de una elección errónea de la Sociedad *Target*.
- (ii) La falta de terceros interesados en la compra de la Sociedad *Target* (o de la participación mayoritaria) propiedad del operador de capital riesgo cuando este desee desinvertir.
- (iii) La problemática que genera la prohibición de asistencia financiera en este tipo de operaciones.

3. LA FINANCIACIÓN DE LA ADQUISICIÓN

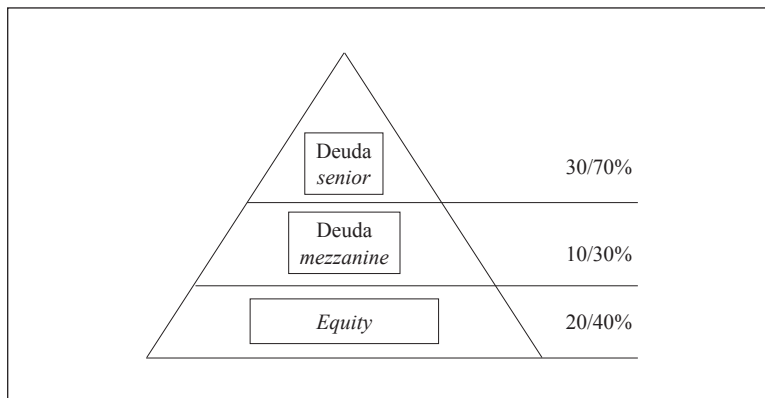
3.1. Aspectos generales.

Como anticipábamos anteriormente, un aspecto fundamental de los LBOs es la financiación. De hecho, el calificativo de «apalancada» (o «*leveraged*» en su versión inglesa) se debe a que la adquisición de la empresa se financia en una parte muy elevada con deuda.

El esquema de un LBO desde el punto de vista de la financiación sería básicamente el siguiente:



Por otra parte, según se refleja en el gráfico siguiente, la estructura financiera de un LBO típico en España consistiría en un 20-40 por 100 de capital (*equity*), un 30-70 por 100 de deuda bancaria preferente (*senior*) y un 10-30 por 100 de deuda subordinada (*mezzanine*).



Tal y como señala ERLAIZ COTELO, «el hecho de representar a los diferentes financiadores en distintos escalones de una pirámide no es casual sino que lo que se pretende reflejar con ello es otra de las características de los LBOs: la jerarquización de la deuda, el hecho de que unos financiadores tienen preferencia sobre otros a la hora de recuperar las cantidades aportadas en la operación, junto con los rendimientos que en cada caso correspondan»¹⁰.

3.2. Deuda senior.

La deuda principal o *senior* consiste en una financiación de carácter preferente otorgada por un sindicato de entidades financieras en virtud de la cual los acreedores tienen derecho a cobrar el principal y los intereses con prioridad respecto al resto de financiadores del LBO.

La deuda *senior* se caracteriza, además, por las siguientes notas:

- (i) Su pago está garantizado por los flujos de caja esperados y por los activos de la Sociedad *Target* que serán hipotecados y pignoralos según el caso.
- (ii) Es la deuda más barata pues los márgenes habituales para el acreedor oscilan entre un EURIBOR más 2 por 100 y un EURIBOR más 4 por 100.
- (iii) Suele cubrir aproximadamente entre un 30 y un 70 por 100 de los recursos financieros totales del LBO.

¹⁰ ERLAIZ COTELO, Íñigo, en la obra colectiva *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Editorial Aranzadi, 2006, págs. 533 y ss.

- (iv) Tiene una duración aproximada entre 5 y 10 años, siendo posible pactar la amortización anticipada por parte del prestatario a cambio, generalmente, de una comisión de cancelación anticipada.
- (v) Es una deuda dividida generalmente en los siguientes tramos:
 - (a) Tramo de financiación de la adquisición.
 - (b) Tramo de refinanciación de la deuda existente de la Sociedad *Target*.
 - (c) Tramo para financiar las necesidades de circulante de la Sociedad *Target*. Este tramo se articula a través de una línea *revolving*.
 - (d) Tramos puente.
 - (e) Tramo CAPEX (*capital expenditures*) para financiar inversiones en activos fijos de la Sociedad *Target*.
 - (f) Tramo para financiar futuras adquisiciones permitidas de la Sociedad *Target*.

3.3. Deuda *mezzanine*.

La deuda *mezzanine*, tal y como indica su significado (entreplanta), es la parte de financiación que se encuentra entre la deuda *senior* y el capital social.

La deuda *mezzanine* se caracteriza, además, por las siguientes notas:

- (i) Se trata de deuda subordinada. Así, no se producirá la devolución del principal al acreedor *mezzanine* si no ha sido previamente cobrada en su integridad la deuda *senior*.
- (ii) Su pago está garantizado mediante hipotecas y prendas de segundo rango sobre los activos de la Sociedad *Target*.
- (iii) El tipo de interés es más elevado que el de la deuda *senior* debido a que están sometidos a un riesgo de cobro más elevado. Así, los márgenes habituales para el acreedor *mezzanine* oscilan entre un EURIBOR más 5 por 100 y un EURIBOR más 14 por 100.
- (iv) Suele cubrir aproximadamente entre un 10 y un 30 por 100 de los recursos financieros totales del LBO.
- (v) Tiene una duración aproximada entre 8 y 10 años. Así, al ser superior el plazo de la deuda *mezzanine* que el de la deuda *senior* se facilita la preferencia de cobro a este último pues los derechos del *mezzanine* devienen líquidos y exigibles después de los del *senior*.

3.4. Capital social.

Entre el 20 y el 40 por 100 del importe total de los recursos económicos del LBO suelen aportarse en forma de capital social (*equity*), generalmente, a través de un aumento de capital en *Newco* por parte de los adquirentes.

3.5. Otros tipos de financiación.

Adicionalmente a lo anterior, es frecuente utilizar otros tipos de financiación en el contexto de un LBO. En particular, merecen ser mencionados los siguientes:

- (i) Deuda *second lien*. Se trata de un híbrido entre la deuda *senior* y la deuda *mezzanine* pues tiene la misma preferencia de cobro que la deuda *senior*, pero está subordinada a ella en lo que a garantías se refiere.
- (ii) *Payment in kind notes* (PIK). Se trata de una submodalidad de deuda *mezzanine* que se caracteriza por encontrarse subordinada contractual y estructuralmente y llevar aparejada una opción para el tenedor para ser pagada con bonos o con acciones, acumulando efectivo y principal de la deuda.
- (iii) *High yield bonds*. Cuando el volumen de la operación es elevado es frecuente sustituir o combinar la deuda *mezzanine* con bonos de alto rendimiento (*high yield bonds* o «bonos basura») caracterizados por su carácter subordinado, falta de garantía y alto rendimiento para compensar el riesgo.
- (iv) *Equity kicker*. También suele ser habitual combinar la deuda *mezzanine* con esta figura. Su funcionamiento consiste en que a fin de diluir el riesgo, el financiador o financiadores del LBO piden además a los adquirentes acciones convertibles en preferentes o *warrants* para adquirir acciones ordinarias de la Sociedad *Target*.
- (v) Préstamos participativos. De acuerdo con el artículo 20 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre Medidas Urgentes de Carácter Fiscal y de Fomento y Liberalización de la Actividad Económica, son aquellos que reúnen las siguientes características:
 - (a) La entidad prestamista percibirá un interés variable que se determinará en función de la evolución de la actividad de la empresa prestataria. El criterio para determinar dicha evolución podrá ser: el beneficio neto, el volumen de negocio, el patrimonio total o cualquier otro que libremente acuerden las partes contratantes. Además, podrán acordar un interés fijo con independencia de la evolución de la actividad.
 - (b) Las partes contratantes podrán acordar una cláusula penalizadora para el caso de amortización anticipada. En todo caso, el prestatario solo podrá amortizar anticipadamente el préstamo participativo si dicha amortización se compensa con una ampliación de igual cuantía de sus fondos propios y siempre que esta no provenga de la actualización de activos.

- (c) Los préstamos participativos en orden a la prelación de créditos, se situarán después de los acreedores comunes.
- (d) Los préstamos participativos se considerarán patrimonio neto a los efectos de reducción de capital y liquidación de sociedades previstas en la legislación mercantil ¹¹.

3.6. Acuerdo entre acreedores.

A efectos, de que se respete la jerarquía y preferencia de las distintas fuentes de financiación, es bastante frecuente que *Newco* y las distintas entidades financieras que conceden la deuda *senior* y la deuda *mezzanine* firmen un acuerdo entre acreedores en virtud del cual se acuerda el orden de prioridad en los pagos de *Newco* y las reglas de ejecución de las garantías otorgadas para asegurar el repago de la financiación concedida a *Newco*.

3.7. Operaciones de cobertura de riesgos.

La fluctuación al alza de los tipos de interés así como de los tipos de cambio puede perjudicar seriamente a los receptores de la financiación. A efectos de disminuir su exposición a esos riesgos se han ido articulando una serie de mecanismos entre los que podemos destacar los siguientes:

- (i) *Caps*: se establece un techo o tope máximo a los tipos de interés que los financiadores podrán cobrar.
- (ii) Derivados financieros: se cubren los riesgos financieros mediante opciones, futuros o permutas financieras (*swaps*), siendo lo más frecuente utilizar los contratos marco ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) o CMOF (Contrato Marco de Operaciones Financieras).

4. LA PROHIBICIÓN DE LA ASISTENCIA FINANCIERA ¹²

4.1. Aspectos generales.

Como ya hemos señalado, en los LBO la adquisición de la Sociedad *Target* se pretende bien repagar el principal y los intereses de la deuda contraída para financiar la operación mediante los flu-

¹¹ Dicha afirmación debe ser siempre completada con lo señalado por la Resolución de 20 de diciembre de 1996 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC), por la que se fijan criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades regulados en la legislación mercantil.

¹² Sobre la prohibición de asistencia financiera mucho se ha debatido en nuestro país recientemente. De hecho, parecía que la recién aprobada Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en

jos de caja que esa Sociedad *Target* pueda generar, bien garantizar dicha deuda con los activos de la Sociedad *Target*, o bien una combinación de las anteriores. Por tanto, a primera vista, esta idea estaría enfrentada con la prohibición de asistencia financiera.

La prohibición de asistencia financiera, recogida en el artículo 23.1 de la Segunda Directiva del Consejo de la Comunidad Europea, de 13 de diciembre de 1976, relativa al Capital de las Sociedades Anónimas, en el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante, la «LSA») y en el artículo 40.5 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada (en adelante, la «LSL») pretende proteger fundamentalmente los siguientes intereses jurídicos:

- (i) El principio de integridad del capital: se busca, por tanto, evitar el agudamiento del capital, es decir, el perjuicio de los acreedores sociales, que verían cómo la solvencia de la sociedad quedaría mermada, al destinarse una parte de los fondos que ya posee, o de los que es capaz de obtener a través del endeudamiento, a una finalidad desligada de su objeto y materializada en un activo que el legislador juzga como ficticio.
- (ii) El desvío de los fondos sociales para beneficiar a unos accionistas en perjuicio de otros.

4.2. La prohibición de asistencia financiera en sede de sociedades anónimas.

De acuerdo con el artículo 81.1 de la LSA, una sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de acciones de su sociedad dominante por un tercero.

Ahora bien, existen dos excepciones a este principio general. En efecto, lo dispuesto en el párrafo anterior no se aplicará:

- (i) Ni a los negocios dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de sus acciones o de acciones de una sociedad del grupo (art. 81.2 LSA)¹³.
- (ii) Ni a las operaciones efectuadas por Bancos u otras entidades de crédito en el ámbito de las operaciones ordinarias propias de su objeto social que se sufraguen con cargo a los bienes libres de la sociedad (art. 81.3 LSA).

El artículo 81 de la LSA no establece cuál es la sanción que tiene anudada la infracción de la prohibición que allí se sanciona. Ante tal circunstancia, parece que el legislador ha confiado la deter-

adelante, la «LME») iba a reformar la LSA para adecuarla a la reforma de la Segunda Directiva del Consejo de la Comunidad Europea, de 13 de diciembre de 1976 llevada a cabo por la Directiva 2006/68/CE, de 6 de septiembre de 2006. Si bien tanto el Anteproyecto como el Proyecto de la mencionada Ley modificaban el artículo 81 de la LSA e introducían un artículo 81 bis, finalmente, por motivos incomprensibles dichas modificaciones no han sido aprobadas.

¹³ Como es lógico, esta excepción facilita la entrada de directivos y empleados en una operación de MBO.

minación de tal sanción a las normas generales que rigen en nuestro Derecho. Así lo ha entendido nuestra doctrina, quien ha advertido de la procedencia de la sanción de nulidad por aplicación de cuanto dispone el artículo 6.º 3 del CC.

Tal consecuencia debe completarse con otras dos, pues junto con la posible exigencia de responsabilidad a los administradores al amparo de cuanto disponen los artículos 133 y siguientes de la LSA, los mismos podrán verse sancionados por el régimen de multas y sanciones pecuniarias que previene el artículo 89 de la LSA.

4.3. La prohibición de asistencia financiera en sede de sociedades de responsabilidad limitada.

Por lo que se refiere a la sociedad de responsabilidad limitada, los principios de la prohibición de asistencia financiera son básicamente los mismos que en la sociedad anónima.

Sin embargo, dos diferencias deben ser destacadas:

- (i) No se recogen las excepciones previstas en los apartados 2 y 3 del artículo 81 de la LSA.
- (ii) La prohibición de asistencia financiera no afecta solamente a la adquisición de participaciones propias o de la sociedad dominante sino que se extiende a las acciones o participaciones emitidas por cualquier sociedad del grupo al que la sociedad pertenece.

5. ESTRUCTURAS UTILIZADAS EN LAS ADQUISICIONES APALANCADAS

5.1. Estructuras prohibidas.

Algunas de las estructuras que claramente se verían afectadas por la prohibición de asistencia financiera serían las siguientes: (i) la adquisición de la Sociedad *Target* con pago aplazado, asumiendo la propia Sociedad *Target* el compromiso del pago posterior; (ii) obtención de un crédito o un préstamo por el adquirente y liquidación del mismo por la Sociedad *Target*, una vez adquirida; (iii) obtención de la financiación por *Newco* y otorgamiento de garantías por la Sociedad *Target*; y (iv) endeudamiento por parte de la Sociedad *Target* para la obtención de los fondos necesarios y préstamo de dichos fondos a los adquirentes.

5.2. Estructuras permitidas.

Como señalábamos más arriba, la forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar) una *Newco* que será la que obtenga la financiación de las entidades de cré-

dito y adquiriera las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*. Partiendo de esta situación, algunas de las estructuras que no atentaría contra la prohibición de asistencia financiera serían las siguientes:

- (i) Adquisición de activos: si se estructurara la operación como una compraventa de activos en lugar de como una compraventa de acciones o participaciones no se vulneraría la prohibición de asistencia financiera, pues esta se refiere únicamente a la adquisición de acciones o participaciones de sociedades.
- (ii) Reducción de capital: la Sociedad *Target* reduciría su capital mediante la devolución de aportaciones con objeto de proporcionar financiación a *Newco* para que, a continuación repagara el principal y los intereses de la deuda.
- (iii) Distribución de dividendos por parte de la Sociedad *Target*: similar a la operación anterior, la Sociedad *Target* efectuaría una distribución de dividendos de la que se beneficiaría *Newco* y con la que repagaría la financiación.
- (iv) Disolución y liquidación de la Sociedad *Target*: tras adquirir la Sociedad *Target*, se disuelve y liquida esta, atribuyendo su patrimonio a *Newco* lo que le permitirá repagar la deuda o garantizarla con los activos de la Sociedad *Target* que acaba de adquirir como consecuencia de la liquidación.
- (v) Fusión de *Newco* y de la Sociedad *Target*: esta es, sin duda, la opción más habitual. Una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*). De este modo, se alcanza el resultado anhelado, a saber, se consigue situar la deuda en la sociedad operativa (la Sociedad *Target*), a fin de que los flujos que genera sirvan para atender a la deuda contraída. Volveremos sobre ella más adelante.

Parte de la doctrina, sin embargo, se muestra contraria a estas estructuras pues, en su opinión, o bien constituyen un fraude de ley (art. 6.4 CC) o bien se encuadran en la cláusula general prohibitiva de la asistencia financiera, es decir, se estaría yendo en contra de la prohibición de facilitar «ningún tipo de asistencia financiera».

En nuestra opinión, ninguna de estas operaciones vulneraría los mencionados preceptos, pues nos encontramos ante operaciones de variación del capital sujetas a su propio régimen legal en cuanto a procedimiento y, en particular, en cuanto a garantías. Claro ejemplo de esto, lo encontramos tanto en la reducción de capital como en la fusión donde se protege el interés de los acreedores mediante la concesión a los mismos de un derecho de oposición a dichas operaciones (arts. 166 y 243 LSA).

En efecto, tal y como señala PAZ-ARES, «es patente que en estos casos es la propia ley la que prevé mecanismos de control específicos de la actuación de los administradores que protegen suficientemente los posibles intereses en juego. De ese modo, la racionalidad cautelar de la prohibición

de asistencia financiera quedaría subsumida en la específica de cada una de las operaciones societarias (...)»¹⁴.

Es más, como luego veremos, esta postura acaba de ser confirmada por la LME que ha regulado la fusión en el contexto de un LBO en su artículo 35 permitiendo el endeudamiento de la sociedad adquirente para la adquisición de la Sociedad *Target* siempre que se cumplan determinados requisitos.

6. PROCESO TÍPICO DE UN LEVERAGED BUY OUT

Tal y como señalan PAYÁ PUJADÓ y MARTÍNEZ MAROTO «en términos generales se puede señalar que el proceso de adquisición que se va a desarrollar en el marco de un LBO sigue en buena medida las pautas habituales de los procesos de adquisición de empresas, si bien las especiales circunstancias de los LBO pueden tener, como veremos, una cierta incidencia en determinados aspectos del proceso de adquisición»¹⁵.

La compra de la Sociedad *Target* supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. A mayor abundamiento, más allá de la libertad de pactos concedida por el artículo 1.255 del CC, no existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición apalancada de una empresa.

Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.

Ya se utilice el procedimiento *one-to-one* o la subasta privada, el LBO concluirá normalmente con la firma de la documentación contractual de compraventa y la posterior fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target*.

6.1. Procedimiento one-to-one.

El procedimiento *one-to-one* consiste en que el comprador y el vendedor o vendedores negocian de forma directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad *Target*.

¹⁴ PAZ-ARES, en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, *Comentario al Régimen de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Volumen 2.º B, Civitas, 2003, pág. 400.

¹⁵ PAYÁ PUJADÓ, Alejandro y MARTÍNEZ MAROTO, Francisco J., en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, 2006, págs. 177 y ss.

Este procedimiento se desarrolla habitualmente en las siguientes fases:

(i) Carta de intenciones.

Si las negociaciones preliminares entre comprador y vendedor culminan con éxito, lo más habitual es proceder a la firma de una carta de intenciones (también conocida como *letter of intent* o *memorandum of understanding*).

La carta de intenciones se encarga de fijar los aspectos esenciales del LBO y se caracteriza por no tener normalmente fuerza vinculante¹⁶ su contenido salvo los pactos de exclusividad y confidencialidad así como la cláusula de gastos.

Con el pacto de exclusividad los vendedores de la Sociedad *Target* se obligan a no negociar con otros potenciales compradores durante un periodo determinado que permita llevar a cabo la negociación del LBO, así como conseguir una financiación adecuada.

Por lo que se refiere al pacto de confidencialidad, los compradores y *Newco* se comprometen a no revelar la información de la Sociedad *Target* a la que tienen acceso durante el periodo de negociación del LBO. Como bien señala SAAVEDRA ORTIZ, es muy importante que el pacto de confidencialidad regule al menos las siguientes cuestiones: «qué se entiende por información confidencial, quién responde por el uso y divulgación de la información confidencial y cuáles son las garantías que la persona que entrega la información confidencial otorga sobre la misma»¹⁷.

(ii) *Due diligence*.

En todo proceso de adquisición de empresas es fundamental llevar a cabo una auditoría (*due diligence*) de la Sociedad *Target*.

La *due diligence* es un proceso que fundamentalmente consiste en la revisión de la situación financiera y legal de la Sociedad *Target* para evaluar su grado de cumplimiento tanto del ordenamiento jurídico como de sus compromisos financieros en los ámbitos comprendidos por la revisión.

Los procesos de auditoría consisten necesariamente en análisis limitados de la realidad jurídica de la sociedad revisada, por lo que resulta imprescindible acotar desde un principio el alcance y finalidad de la revisión.

El alcance de la *due diligence* depende de las propias necesidades del negocio, si bien es cierto que, generalmente, se orienta a revisar las proyecciones financieras, las cuentas anuales de varios ejercicios y los aspectos legales más relevantes (sobre todo de derecho societario, fiscal, laboral, inmobiliario, administrativo y contractual) de la Sociedad *Target*.

¹⁶ Si bien lo más normal es que no tengan fuerza vinculante, sin embargo, pueden redactarse con un distinto grado de compromiso por las partes firmantes. Así, pueden pasar de ser únicamente un pacto de exclusividad y/o confidencialidad, a una promesa de compra o venta, una opción de compra, o incluso un contrato sometido a condición y/o plazo.

¹⁷ SAAVEDRA ORTIZ, Juan, «¿Cómo redactar el contrato de confidencialidad en un proceso de venta de empresa a través de subasta?», *Capital & Corporate Magazine*, Revista núm. 3, marzo de 2008.

A efectos de facilitar la información al comprador, se suelen emplear dos sistemas de revisión de documentación:

- (a) *Due diligence* a través de *data room*: el vendedor recopila la información que considera oportuna y la coloca en una dependencia de sus propias oficinas o de las de un tercero para que sea revisada por el comprador. Actualmente, sin embargo, y gracias a las nuevas tecnologías es frecuente que la revisión a través de *data room* se lleve a cabo virtualmente por ordenador.
- (b) *Due diligence* en el que los datos facilitados por el vendedor se suministran en respuesta a las solicitudes del comprador.

(iii) Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación.

Una vez elaborado un informe explicativo de la situación de la Sociedad *Target*, el comprador decidirá si sigue adelante con la operación o no, fijará el precio final en función de las contingencias descubiertas y, a efectos de evitar riesgos futuros, fijará las garantías que estime oportunas.

Finalmente, la operación concluiría con la firma de la oportuna documentación contractual de compraventa.

6.2. Procedimiento de subasta privada.

El procedimiento de subasta privada es «aquel en virtud del cual los vendedores ponen a la venta la Sociedad *Target* a través de un procedimiento organizado por el cual invitan a potenciales compradores a presentar sus ofertas con el objeto de estimular la competencia entre los mismos para lograr las mejores condiciones de venta posibles»¹⁸.

En este tipo de procesos lo habitual es que la adquisición se desarrolle de acuerdo con las siguientes fases:

(i) Elaboración del cuaderno de venta.

El banco de inversión que esté asesorando a los vendedores se encargará de elaborar un cuaderno de venta descriptivo de la Sociedad *Target* y de la operación. En definitiva, dicho cuaderno refleja los ejes sobre los que gira el negocio de la Sociedad *Target* así como las variables económicas más significativas de la misma, y tiene por objeto permitir a un potencial comprador hacerse una primera idea del funcionamiento de la compañía.

¹⁸ PAYÁ PUJADÓ, Alejandro y MARTÍNEZ MAROTO, Francisco J., *op. cit.*, pág. 179.

(ii) *Due diligence* de vendedor.

El vendedor contratará a varios asesores (legales y financieros) a fin de que elaboren un informe de *due diligence*, que incluiría un análisis jurídico de los aspectos más relevantes de la Sociedad *Target* y sus operaciones.

El informe elaborado por los asesores del vendedor se pondrá a disposición de los potenciales compradores para facilitarles una mayor información para poder elaborar sus ofertas, reduciendo así el riesgo de una posterior rebaja en el precio.

(iii) Selección inicial de inversores y presentación de ofertas no vinculantes.

Una vez elaborado el cuaderno de venta, se remitirá a un número de potenciales inversores susceptibles de estar interesados en la operación, invitándoles a presentar, en su caso, una oferta no vinculante en un plazo determinado.

A partir de la presentación por los posibles inversores de sus ofertas no vinculantes, los socios de la Sociedad *Target*, junto con la compañía y contando con el asesoramiento del banco de inversión contratado, valorarían las mismas, a fin de seleccionar un número reducido de inversores a quienes se daría acceso a la siguiente fase del proceso.

Asimismo, durante esta fase se firmaría una carta de confidencialidad respecto de la información suministrada a los inversores en relación con la Sociedad *Target*, a los efectos de recibir la carta-invitación y el cuaderno de venta, así como para, en caso de acceder a la siguiente fase, recibir los informes de *due diligence* de vendedor y tener acceso al *data room* abierto al efecto.

(iv) Auditoría confirmatoria de la Sociedad *Target* y presentación de ofertas vinculantes.

Aquellos inversores que hubieran resultado seleccionados para acceder a la siguiente fase del proceso, tendrán la posibilidad de realizar un análisis confirmatorio de las auditorías de carácter legal, fiscal, financiero y posiblemente de mercado, facilitadas por la Sociedad *Target*. Para ello, los inversores tendrán acceso a un *data room* habilitado al efecto y a determinadas sesiones de preguntas y respuestas (*Q&A sessions*), así como la posibilidad de asistir a presentaciones realizadas por miembros del equipo de gestión de la Sociedad *Target* respecto de aspectos clave financieros, operativos y de gestión.

Finalizadas tanto la auditoría confirmatoria como las presentaciones del equipo gestor, los inversores podrán presentar, en su caso, una oferta con carácter vinculante, acompañada de una propuesta de contrato de compraventa elaborada a partir de un borrador inicial proporcionado al efecto por los socios de la Sociedad *Target* (*mark-up* al contrato).

(v) Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación.

Una vez presentadas las correspondientes ofertas vinculantes, los socios de la Sociedad *Target* junto con la propia compañía y con el asesoramiento del banco de inversión procederán a identificar una o más ofertas para iniciar con el o los respectivos inversores una ronda de negociaciones que, en su caso, concluiría con la firma de la oportuna documentación contractual de compraventa y el cierre de la operación.

6.3. Acuerdo de socios.

En la medida en que, como consecuencia de la operación de LBO (ya sea a través del procedimiento *one-to-one* o del procedimiento de subasta privada), finalmente no todos sino solo parte de los socios de la Sociedad *Target* enajenaran su participación, podría resultar conveniente la firma de un contrato de socios, que regule las relaciones entre el comprador y aquellos socios que vayan a permanecer en el capital de la Sociedad *Target* en el momento de cerrarse la operación.

Este acuerdo, que puede efectuarse, bien en unidad de acto en el momento de la constitución de *Newco*, bien con carácter previo al inicio de la operación, prestará especial atención, entre otras cosas, a las obligaciones de cada una de las partes en el cierre de la operación, a las mayorías reforzadas o derechos de veto tanto en Junta como en Consejo de Administración, a la transmisión de las acciones o participaciones, al régimen de adhesión de nuevos socios y a las posibles soluciones para poner fin a situaciones de bloqueo.

6.4. Fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target*.

Este es el último paso para la finalización de un LBO. Una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*).

De este modo, se alcanza el resultado anhelado, a saber, se consigue situar la deuda en la sociedad operativa (*Target*), a fin de que los flujos que genera sirvan para atender a la deuda contraída.

(i) Características de la fusión.

Cualquiera que sea la forma elegida, la fusión se caracterizará por las siguientes notas:

- (a) La sucesión universal.
- (b) La integración de los socios de la sociedad absorbida como socios de la sociedad absorbente.
- (c) La extinción de la sociedad absorbida.

(ii) Procedimiento de fusión ¹⁹.

La fusión es una operación societaria llena de complejidad que se desarrolla resumidamente en las siguientes etapas:

¹⁹ Si bien a la fecha de publicación de este artículo todavía seguirán vigentes los artículos 233 a 251 de la LSA que regulan la fusión, lo cierto es que acaba de ser aprobada la LME, que entrará en vigor en julio de 2009 y que introduce una nueva regulación sobre la fusión en sus artículos 22 a 67 que será la que utilizemos aquí.

- (a) Elaboración de un proyecto de fusión aprobado por los administradores de las sociedades participantes en la fusión.
 - (b) Depósito del proyecto de fusión en el Registro Mercantil y publicación del hecho del depósito en el Boletín Oficial del Registro Mercantil.
 - (c) Elaboración de informes sobre el proyecto de fusión por parte de los administradores así como por uno o varios expertos independientes.
 - (d) Acuerdo de las juntas generales de socios de las sociedades participantes en la fusión aprobando la misma.
 - (e) Publicación: una vez adoptado el acuerdo de fusión, se publicará en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en uno de los diarios de gran circulación en las provincias en las que cada una de las sociedades participantes tengan sus domicilios. Ahora bien, no será necesaria dicha publicación cuando el acuerdo se comunique individualmente por escrito a todos los socios y acreedores, por un procedimiento que asegure la recepción de aquel en el domicilio que figure en la documentación de la sociedad.
 - (f) Derecho de oposición de acreedores: la fusión no podrá ser realizada antes de que transcurra un mes, contado desde la fecha de publicación del último anuncio del acuerdo por el que se aprueba la fusión o, en caso de comunicación por escrito a todos los socios y acreedores, del envío de la comunicación al último de ellos.
 - (g) Otorgamiento e inscripción de la escritura de fusión en el Registro Mercantil.
- (iii) Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente.

La LME introduce la novedad de regular la fusión en el contexto de los LBOs en su artículo 35.

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

1. El proyecto de fusión deberá indicar los recursos y los plazos previstos para la satisfacción por la sociedad resultante de las deudas contraídas para la adquisición del control o de los activos.
2. El informe de los administradores sobre el proyecto de fusión debe indicar las razones que hubieran justificado la adquisición del control o de los activos y que justifiquen, en su caso, la operación de fusión y contener un plan económico y financiero, con expresión de los recursos y la descripción de los objetivos que se pretenden conseguir.
3. El informe de los expertos sobre el proyecto de fusión debe contener un juicio sobre la razonabilidad de las indicaciones a que se refieren los dos números anteriores, determinando además si existe asistencia financiera.

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

Por tanto, y como ya anticipamos, al incluir esta figura el legislador no hace sino reconocer la otrora discutida legalidad de la misma ²⁰ considerando que no se vulnera en ningún caso la prohibición de asistencia financiera.

(iv) Fusión por absorción: *Newco* absorbe a la Sociedad *Target*.

Lo más habitual es que *Newco*, una vez adquiridas las acciones o participaciones de la Sociedad *Target* en su totalidad o, por lo menos, en cantidad suficiente, se fusione con la Sociedad *Target*.

Así, si *Newco* ha comprado el 100 por 100 de la Sociedad *Target* o al menos un 90 por 100 de la misma (fusiones especiales de acuerdo con la LME) la tramitación de la fusión se simplificará en cuanto a plazos y condiciones y únicamente tendrán que concurrir los requisitos exigidos por los artículos 49 a 52 de la LME.

Sin embargo, si *Newco* no es titular de entre el 90 y el 100 por 100 del capital de la Sociedad *Target*, la tramitación de la fusión será más prolongada y compleja.

Es más, dependiendo del grado de apalancamiento de *Newco*, a la hora de calcular la ecuación de canje, los inversores pueden quedar significativamente diluidos frente a los socios minoritarios de la Sociedad *Target*.

(v) Fusión inversa: la Sociedad *Target* absorbe a *Newco*.

Aunque no es frecuente, en ocasiones puntuales y debido a circunstancias particulares, la Sociedad *Target* es la encargada de absorber a *Newco*, dando lugar a una fusión inversa.

El principal problema que plantean las fusiones inversas es que se genera una autocartera muy elevada en la sociedad resultante de la fusión ya que el patrimonio de *Newco* estaba compuesto casi en su totalidad por las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*.

A efectos de solucionar esta cuestión, la sociedad resultante de la fusión deberá, bien vender las acciones o participaciones propias, o bien reducir capital y amortizar dichas acciones o participaciones propias, de acuerdo con los procedimientos establecidos en los artículos 78 y siguientes de la LSA, si se trata de una sociedad anónima, o los artículos 39 y siguientes de la LSL, si fuera una sociedad de responsabilidad limitada.

(vi) Régimen fiscal de la fusión.

Desde un punto de vista estrictamente fiscal, lo más habitual y ventajoso será optar por acoger la fusión al régimen neutral del Capítulo VIII del Título VII del Real Decreto Legislativo 4/2004, de 5 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, y que se basa en:

²⁰ SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo, «Comentario al proyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas intracomunitarias», *Revista de Derecho de Sociedades*, Thomson-Aranzadi, Año 2008-2, núm. 31, págs. 38 y 39.

- (a) Neutralidad fiscal, para lo que, ni se estimulan ni se obstaculizan las operaciones de fusión desde la perspectiva tributaria.
- (b) La simplificación de los trámites administrativos, para lo cual basta comunicar la opción por aplicar el citado régimen al Ministerio de Economía y Hacienda, si bien deberá alegarse la existencia de un motivo económico válido para realizar la reestructuración empresarial, y este no podrá ser el ahorro fiscal.
- (c) El aplazamiento del pago de los impuestos que de otro modo no se habría producido.

6.5. Normativa sobre inversiones extranjeras.

Si la inversión en *Newco* a efectos de adquirir la Sociedad *Target* se realiza por una sociedad extranjera se deberá de estar a lo dispuesto por el artículo 4.º del Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores (en adelante, «RDIE») y cumplir las formalidades allí establecidas.

A este respecto, conviene señalar que las inversiones extranjeras en España, y su liquidación deben ser declaradas al Registro de Inversiones del Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, con una finalidad administrativa estadística o económica.

La obligación de declaración a que se refiere el apartado anterior se ajustará a las siguientes reglas:

- (i) Si la declaración tiene por objeto una inversión que proceda de paraísos fiscales el titular de la misma deberá efectuarla con carácter previo a la realización de la inversión. Esta declaración se entenderá sin perjuicio de la que hay que efectuar con posterioridad a la realización de la inversión conforme al párrafo (ii) siguiente. No obstante, se exceptuará de la declaración previa los casos siguientes:
 - (a) Las inversiones en valores negociables, ya sean emitidos u ofertados públicamente, ya sean negociados en un mercado secundario oficial o no, así como las participaciones en fondos de inversión inscritos en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
 - (b) Cuando la participación extranjera no supere el 50 por 100 del capital de la sociedad española destinataria de la inversión.
- (ii) La declaración posterior a la realización de la inversión se ajustará, con carácter general, a las reglas siguientes:
 - (a) La inversión será declarada por el titular no residente.
 - (b) Adicionalmente, cuando la operación haya sido intervenida por fedatario público español, ya sea como consecuencia de su régimen jurídico o por acuerdo conven-

cional de las partes, aquel remitirá al Registro de Inversiones información sobre dichas operaciones en el plazo y con el contenido que se establece en las normas de desarrollo del RDIE.

Lo más habitual será que el inversor extranjero realice una declaración posterior a través del Modelo D-1A relativo a las inversiones extranjeras en sociedades no cotizadas, sucursales y otras formas de inversión.

7. CONTENIDO DEL CONTRATO DE COMPRAVENTA

7.1. Cuestiones generales.

Habitualmente, las adquisiciones de empresas se articulan a través de un contrato de compra-venta de acciones o participaciones.

Como destaca ÁLVAREZ ARJONA ²¹, el clausulado de este contrato depende de cada caso concreto. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de adquisición.

Por otra parte, es práctica común (aunque no ha de darse obligatoriamente) que el contrato de adquisición se desarrolle en dos fases. Así, en primer lugar, se formaliza un contrato privado al que en el día de cierre se dará ejecución mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública, una vez que se haya obtenido la financiación adecuada y se hayan cumplido determinadas condiciones suspensivas pactadas en el contrato privado inicial.

7.2. Forma del contrato.

La mayoría de contratos en España suelen seguir la siguiente estructura: bajo la rúbrica de «reunidos» se describe a las personas comparecientes, así como el concepto en el que intervienen; seguidamente se detallan los expositivos en los que se expresan las intenciones de las partes; y, finalmente, se reflejan las cláusulas y pactos del contrato.

Sin embargo, los contratos de adquisición han ido configurándose a imagen y semejanza de los contratos de adquisición anglosajones, incluyendo, además, los siguientes apartados:

- (i) Un índice: debido a que los contratos suelen ser bastante largos y complejos.

²¹ ÁLVAREZ ARJONA, José María, en la obra colectiva *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Editorial Aranzadi, 2004, págs. 51 y ss.

- (ii) Definiciones: con ellas se identifican aquellos términos que van a resultar recurrentes en el contrato y a los que se les va a dar un significado específico en el contexto del mismo.

7.3. Cláusulas típicas de un contrato de compraventa de empresas.

- (i) Objeto.

Sin duda alguna, esta es una de las cláusulas determinantes del contrato puesto que en ella se define lo que se está vendiendo.

El objeto de la compraventa lo constituyen tanto las acciones o participaciones que representan el capital social de la Sociedad *Target*, como el negocio que desarrolla dicha sociedad.

- (ii) Precio.

En esta cláusula se fija el precio del contrato y las modalidades de pago. En la mayoría de los casos, estará constituido por la entrega de una cantidad en metálico, bien al contado, bien mediante pagos aplazados.

El precio puede verse sometido a ajustes con el paso del tiempo. Para el caso de que fueran necesarios estos ajustes, ya sea porque las manifestaciones y garantías hayan resultado inveraces, ya sea como consecuencia del resultado de una *due diligence* post-venta, o ya sea por resultados futuros de la empresa, es a todas luces necesario que en el contrato se detallen de manera clara los mecanismos y procedimientos con los que ejecutar dichos ajustes.

- (iii) Manifestaciones y garantías de los vendedores (*representations & warranties*).

Los compradores, tras haber adquirido la empresa, pueden verse perjudicados por actuaciones que hayan sido ejecutadas por los anteriores titulares de la Sociedad *Target*.

A efectos de evitar esto, y gracias a las contingencias detectadas durante la *due diligence* llevada a cabo por el comprador, en el contrato de compraventa (i) quedan recogidas aquellas manifestaciones que efectúan los vendedores respecto a la situación tanto contable, como jurídica, laboral, fiscal, administrativa y medioambiental de la Sociedad *Target* y (ii) se fijan una serie de garantías en virtud de las cuales por las actuaciones ejecutadas por los vendedores con anterioridad a la compraventa responderán estos últimos, no pudiendo perjudicar a los compradores²².

- (iv) Límites a la responsabilidad por contingencias.

Los vendedores no querrán responder ilimitadamente por las contingencias que puedan derivarse de la adquisición de la Sociedad *Target*. Por ello, se suelen fijar dos límites a esta responsabilidad, a saber:

²² Los vendedores garantizarán, habitualmente por medio de avales, que si se produce un hecho en perjuicio del comprador o de la Sociedad *Target* por actuaciones ejecutadas antes de la adquisición, pero cuyo conocimiento ha sido posterior, sean los vendedores quienes asuman ese perjuicio.

- (a) Límite a la cantidad: lo normal es que los vendedores pacten tanto una franquicia, en virtud de la cual solamente se les pueda reclamar a partir de una determinada cantidad, como una cantidad máxima a reclamar.
 - (b) Límite al tiempo por el que se responde: se pretende evitar que la responsabilidad devenga indefinida en el tiempo. De este modo, por las reclamaciones de Seguridad Social y Hacienda generalmente se responde por todo el tiempo de prescripción, mientras que para el resto de reclamaciones es habitual acordar plazos de menor duración.
- (v) Cierre y sus condiciones.

Como ya señalamos anteriormente, es práctica común que el contrato de adquisición se desarrolle en dos fases: en primer lugar, se formaliza un contrato privado y, en un momento posterior, el día de cierre, se le dará ejecución mediante el otorgamiento de la correspondiente escritura pública.

Los motivos más corrientes por los que media un periodo de tiempo entre la firma del contrato privado de compraventa y la ejecución del mismo mediante el pago del precio y la entrega son los siguientes:

- (a) Se necesita obtener la financiación adecuada para poder llevar a cabo la adquisición.
 - (b) Puede ser necesario conseguir consentimientos de terceras partes vinculadas con la Sociedad *Target*.
 - (c) En ocasiones, es necesario obtener las autorizaciones pertinentes por parte de organismos públicos (por ejemplo, de las autoridades de Defensa de la Competencia españolas o europeas, o de organismos tales como la Comisión Nacional de la Energía o la Comisión Nacional del Mercado de las Telecomunicaciones).
 - (d) Otras veces, el periodo entre la fecha de firma y la fecha de cierre se utilizará para diseñar e implementar la estructura fiscal más adecuada a la operación.
- (vi) Condiciones suspensivas.

En numerosas ocasiones, se hace depender el cierre del LBO y, por tanto, la ejecución de la compraventa de determinadas condiciones suspensivas (*conditions precedent*).

Como sabemos, las condiciones suspensivas son acontecimientos futuros e inciertos de los que por determinación legal o convencional depende la eficacia de un contrato.

En este tipo de operaciones las condiciones suspensivas que se suelen fijar en la firma del contrato privado consisten, bien en la obtención de las correspondientes autorizaciones a la operación de los organismos públicos que mencionábamos anteriormente (las autoridades de Defensa de la Competencia españolas o europeas, la Comisión Nacional de la Energía o la Comisión Nacional del Mercado de las Telecomunicaciones, entre otras), bien en conseguir determinadas cesiones contractuales, o bien en las dos anteriores a la vez.

En cualquier caso, una vez cumplidas dichas condiciones suspensivas, el contrato devendrá eficaz, procediéndose entonces a ejecutar el mismo.

(vii) Garantías.

Tanto comprador como vendedor establecerán determinados mecanismos de garantía a fin de recibir cada uno lo pactado, es decir, el primero las acciones o participaciones de la Sociedad *Target* así como el negocio mismo y el segundo el precio fijado.

Así, el comprador hará uso de los siguientes mecanismos:

- (a) En el supuesto de que las manifestaciones y garantías recogidas en el contrato sean inexactas y/o incompletas el comprador podrá resarcirse del daño causado, bien mediante un depósito del precio (*escrow account*²³), una retención del mismo, o bien a través de un aval a primer requerimiento²⁴.
- (b) Intentará pactar la responsabilidad solidaria de todos los vendedores de acuerdo con el artículo 1.137 del CC.

Por lo que se refiere al vendedor, en el caso de que se hubiera pactado un precio aplazado, este buscará asegurarse que percibirá los importes aplazados y, para ello, solicitará igualmente un depósito del precio aplazado al que podrá acceder siempre y cuando se cumplan determinados requisitos o bien un aval bancario a primer requerimiento.

(viii) Gestión interina del negocio.

Resulta lógico y habitual que se pacte a través de esta cláusula la regulación de cómo debe llevarse a cabo la gestión del negocio entre la fecha de firma del contrato privado y la fecha de cierre y ejecución de la compraventa.

En este sentido, señala ÁLVAREZ ARJONA que «en el momento en que el vendedor ha firmado el compromiso en firme de vender y el comprador de comprar pendiente la ejecución del acuerdo del cumplimiento de una serie de condiciones, parece claro que aun siendo todavía el vendedor responsable de la empresa y, por tanto, a quien corresponde la toma de decisiones empresariales, estas están condicionadas por el acuerdo de vender. Sin perjuicio de la obligación general de actuar de buena fe, ex artículo 1.258 del CC, es conveniente establecer en el contrato las pautas que debe seguir el transmitente en su gestión interina.

La solución radica en permitir que el transmitente gestione el curso ordinario de los negocios, el día a día de la compañía, con unos criterios coincidentes con lo que tradicionalmente se ha venido haciendo en la empresa. Las decisiones extraordinarias necesitarán

²³ Los *escrow accounts* o cuentas en depósito o garantía son instrumentos utilizados en operaciones de adquisición, donde parte del precio queda depositado en garantía. El motivo de la constitución de este depósito suele ser la intención del comprador de retener parte del precio a pagar al vendedor en garantía de posibles reclamaciones o cumplimiento de obligaciones adicionales que se pacten en el contrato (frente a los vendedores). Naturalmente, el vendedor desea asegurar el cobro del precio pendiente. Por ello, los *escrow accounts* se constituyen en protección tanto del comprador como del vendedor.

²⁴ Se denomina así a aquel contrato de garantía personal por la que un tercero (entidad de crédito normalmente) intercede ante el acreedor garantizando el cumplimiento de determinadas obligaciones de un deudor principal, con la particularidad de que la obligación de pago del garante se funda en, y vence por, la sola reclamación de pago hecha por el acreedor –unida acaso a otros requisitos formales–, sin que el garante pueda discutir la corrección material de esta reclamación desde la perspectiva del deudor principal ni oponer al pago las excepciones que este deudor pudiera oponer al acreedor en la relación de valuta.

de algún tipo de intervención del adquirente. El nivel de esta intervención puede variar desde la simple comunicación, hasta la necesidad de autorización para llevar a cabo una determinada decisión»²⁵.

(ix) Gastos e impuestos.

Se trata de la cláusula en la que se detallan los gastos e impuestos que corresponden a cada parte en el proceso de adquisición. Lo más frecuente es que el comprador corra con todos los gastos de la operación a excepción de aquellos impuestos directos (IS e IRPF) que gravan la renta obtenida por los vendedores como consecuencia del incremento de valor de sus acciones o participaciones.

Si no se pactara nada, se deberá estar a lo dispuesto en el artículo 1.455 del CC, es decir, los gastos de otorgamiento de escritura serán de cuenta del vendedor, y los de la primera copia y los demás posteriores a la venta serán de cuenta del comprador, salvo pacto en contrario.

(x) Notificaciones.

En todo contrato las partes señalarán sus domicilios a efectos de las notificaciones que tengan su causa en el mismo.

(xi) Miscelánea.

Siguiendo las prácticas anglosajonas, los contratos de compraventa incluyen un apartado de miscelánea, en el que se suelen incluir los siguientes pactos:

- (a) Cesión: se ha de tener presente que, en numerosas ocasiones, a la firma del contrato privado de compraventa, la sociedad o sociedades que finalmente adquirirán la Sociedad *Target* no tienen por qué estar constituidas. Por eso, deviene vital pactar una cláusula de cesión en virtud de la cual se permita la cesión o transmisión de los derechos dimanantes del contrato de compraventa sin necesidad de consentimiento de la otra parte cuando la cesión o transmisión se realice a favor de una sociedad controlada por la parte cedente o transmitente o perteneciente a un mismo grupo empresarial.
- (b) Acuerdo íntegro y modificaciones: una cláusula muy frecuente consiste en señalar que el contrato constituye la totalidad del acuerdo alcanzado entre las partes respecto del objeto del mismo, reemplazando y dejando sin efecto lo dispuesto en cualesquiera pactos anteriores entre las partes en relación con la misma materia.

Asimismo, se pactará que cualquier modificación del contrato habrá de realizarse por las partes de mutuo acuerdo y formalizarse por escrito, cumpliendo, como mínimo, con las mismas formalidades con que se ha dotado a la suscripción del mismo.
- (c) Inexistencia de renuncia: esta cláusula viene a destacar que la falta de ejercicio por una de las partes de cualquier derecho derivado del contrato no se debe interpretar como una renuncia al mismo.
- (d) Nulidad parcial y pervivencia del contrato: basándose en el principio de conservación de los contratos, las partes pactarán que la invalidez, ilegalidad o inejecutabilidad total o parcial de cualquiera de las cláusulas del contrato no afectará o impe-

²⁵ ÁLVAREZ ARJONA, José María, *op. cit.*, págs. 58 y 59.

dirá la vigencia y validez de aquella parte de la misma que no sea inválida, ilegal o inejecutable o de las restantes que permanecerán con plena validez y eficacia.

Asimismo, se suele pactar que, no obstante lo anterior, la cláusula o cláusulas inválidas o inejecutables serán interpretadas y cumplidas (en la medida de lo posible) de acuerdo con la intención inicial de las partes.

- (e) Encabezamientos de las cláusulas: se suele incorporar una cláusula en virtud de la cual los encabezamientos de las cláusulas del contrato se incluyen por mera conveniencia, no determinando ni afectando al significado de ninguno de los términos o estipulaciones del mismo.
- (f) Idiomas: como consecuencia de la globalización de los negocios y de las operaciones de fusiones y adquisiciones, no es infrecuente que el contrato de adquisición sea redactado en varios idiomas.

Si ese fuera el caso, esta cláusula determinará cuál de las versiones del contrato prevalecerá en el supuesto de discrepancia entre ellas.

(xii) Ley aplicable.

Esta cláusula es la encargada de fijar la legislación por la que el contrato se registrará e interpretará.

(xiii) Resolución de conflictos.

Muy en consonancia con la cláusula anterior, se pacta la cláusula de resolución de conflictos en virtud de la cual las partes convienen que cualquier litigio, discrepancia, cuestión, reclamación o disputa resultante de la ejecución o interpretación del contrato o relacionados con él, directa o indirectamente, será resuelto, bien por los Tribunales de un sitio determinado, bien mediante la institución del arbitraje (ya se elija en equidad o de Derecho).

(xiv) Anexos.

Los contratos de adquisición suelen incorporar varios anexos al mismo. Por ello, es muy importante pactar que dichos anexos forman parte del contrato y que, por ende, tienen el mismo valor que este.

(xv) *Side letters*.

Las cartas aparte o *side letters*, a diferencia de los anexos, no forman parte del contrato de compraventa. Se caracterizan por las siguientes notas:

- (a) A pesar de no ser parte del contrato, suelen referirse a este modificando o aclarando algún aspecto del mismo.
- (b) Son pactos reservados entre las partes²⁶. Así, se busca que su contenido no trascienda a todos los que por diferentes motivos pudieran tener acceso al contrato de adquisición.

²⁶ Su carácter reservado no implica necesariamente que dichos pactos tengan un contenido ilegal o fraudulento. Por el contrario, lo más habitual es que se pretenda evitar filtraciones de determinadas cuestiones sensibles de la empresa objeto de compra (por ejemplo, despidos o expedientes de regulación de empleo).

7.4. Cláusulas singulares de un LBO.

En línea con lo señalado por ERLAIZ COTELO²⁷, es necesario reflejar en el contrato de adquisición típico de un LBO sus singularidades. Así, cláusulas específicas de una adquisición apalancada de empresas que la diferencian de una adquisición común de empresas serían las siguientes:

(i) Salvaguarda de la viabilidad financiera.

Se trata de una cláusula relacionada directamente con la capacidad de la Sociedad *Target* para aguantar un ratio de endeudamiento²⁸ ciertamente elevado.

Al ser tan relevante asegurar la capacidad de endeudamiento de la Sociedad *Target* hasta que el comprador obtenga la financiación adecuada para ejecutar la compraventa, las cláusulas de gestión interina del negocio a las que hemos hecho mención en el apartado 7.3 (viii) anterior devienen de vital importancia.

(ii) *Rolling warranties*.

Como hemos visto, en la fecha de firma el vendedor realiza una serie de manifestaciones y garantías. Ahora bien, a efectos de que dichas manifestaciones y garantías no caigan «en saco roto», entre la fecha de firma y la fecha de cierre es necesario que el comprador (en parte obligado por los financiadores) pacte con el vendedor un mecanismo de *rolling warranties*, es decir, se entenderá que las manifestaciones y garantías son aplicables todos los días desde la fecha de firma hasta la fecha de cierre, de tal manera que si en algún momento su contenido no es completo y/o cierto, el adquirente tendrá derecho a implementar los mecanismos de reclamación establecidos en el contrato.

(iii) Cláusula de escape.

Cuando la financiación se busca y se negocia después de la firma del contrato privado de compraventa es frecuente pactar una cláusula de escape en virtud de la cual si el comprador no es capaz de obtener la financiación adecuada y suficiente para cerrar la operación, se entenderá que el contrato privado ha quedado resuelto.

(iv) *Drop dead clause*.

Se trata de un término de carácter resolutorio en virtud del cual, si llegado un plazo no se ha cerrado la operación, se resuelve el contrato sin que las partes puedan reclamarse nada la una a la otra por ningún concepto.

(v) Refinanciación de la deuda.

Tal y como hemos visto, uno de los tramos de la financiación *senior* se destina a la refinanciación de la deuda de la Sociedad *Target*.

²⁷ ERLAIZ COTELO, Íñigo, *op. cit.*, págs. 552 y ss.

²⁸ Ratio financiero que mide la relación existente entre el importe de los fondos propios de una empresa con relación a las deudas que mantiene tanto en el largo como en el corto plazo. Lo más recomendable en circunstancias normales es que su valor sea inferior o a lo sumo igual a 1, pues por encima de este valor aumentará el riesgo de la empresa. Sin embargo, en un LBO lo habitual es que la cifra de endeudamiento alcance entre 4 y 12 veces el importe de sus fondos propios.

Por ello, es conveniente pactar en el contrato de compraventa que el vendedor o la propia Sociedad *Target* autorizan a los compradores para que negocien entre la fecha de firma del contrato privado y la fecha de cierre de la operación con los bancos comerciales la refinanciación de la deuda de la Sociedad *Target*.

(vi) Cesión.

La cesión del contrato adquiere matices especiales en un LBO. Así, es una cláusula en la que las entidades financieras tienen interés, pues si finalmente la operación no resulta exitosa y tienen que ejecutar las garantías pactadas en los contratos de financiación, les resultará más fácil a las entidades financieras proceder a una nueva venta de la Sociedad *Target* si en los contratos iniciales de compraventa se pactó la posibilidad de cesión del contrato, incluyendo estas manifestaciones y garantías otorgadas por el vendedor inicial.

8. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se ha analizado tanto el régimen jurídico como cuestiones de índole práctica de las adquisiciones apalancadas de empresas o LBOs.

A la luz de lo anterior, procede, finalmente, que exponamos de manera concisa algunas de las conclusiones a las que hemos llegado, a saber:

- (i) Las adquisiciones apalancadas de sociedades han cobrado un protagonismo en nuestro mercado, convirtiéndose en un importante motor que, en nuestra opinión, fomenta una economía competitiva, innovadora y dinámica.
- (ii) Parece evidente que la compraventa apalancada de empresas se enmarca dentro de la compraventa mercantil, pues el comprador adquiere la empresa para luego revenderla y materializar las plusvalías latentes.
- (iii) La financiación de la operación mediante la configuración de una estructura jerarquizada de cobros entre los distintos tipos de deuda es un elemento clave para llevar a buen puerto una adquisición apalancada.
- (iv) Las operaciones de LBO supondrán, en la mayoría de los casos, un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica. En este sentido, siempre que se desee culminar con éxito una operación de este calado, es altamente recomendable contratar a los mejores especialistas tanto jurídicos como financieros en esta materia.
- (v) A primera vista, la propia definición de un LBO estaría confrontada con la prohibición de asistencia financiera. Sin embargo, si articulamos la operación sobre la base de las estructuras que hemos descrito en el apartado 5.2 anterior, podemos concluir que las adquisiciones apalancadas pueden configurarse de manera tal que no se vulnere dicha prohibición.

- (vi) El clausulado del contrato de compraventa apalancada de una empresa depende de cada caso concreto y de las vueltas que se le quiera dar al amparo del artículo 1.255 del CC. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, se han ido configurando en España a lo largo de los años una serie de cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de adquisición y que son las que hemos detallado en el presente trabajo.
- (vii) Finalmente, sin perjuicio de lo señalado en la conclusión (i) anterior, no debemos obviar que el clima de desconfianza en los mercados financieros generado como consecuencia de la crisis crediticia y el «pinchazo de la burbuja inmobiliaria» va a suponer una drástica disminución de los LBOs, pues las entidades financieras han comenzado a restringir la fuente de la que se alimentan estas operaciones, es decir, la concesión de préstamos y créditos.

Bibliografía

CENTRO DE ESTUDIOS GARRIGUES, *Libro de Estilo Garrigues*, Editorial Aranzadi, 2005.

HERNANDO CEBRIÁ, Luis, *El contrato de compraventa de empresa*, Tirant lo Blanch, 2005.

MANZANO FRÍAS, María Cruz, «La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera», *Estabilidad financiera*, número 13, 2007.

PAZ-ARES, en URÍA, MENÉNDEZ y OLIVENCIA, *Comentario al Régimen de las sociedades mercantiles*, Tomo IV, Volumen 2.º B, Civitas, 2003.

SAAVEDRA ORTIZ, Juan, «¿Cómo redactar el contrato de confidencialidad en un proceso de venta de empresa a través de subasta?», *Capital & Corporate Magazine*, Revista núm. 3, marzo de 2008.

SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo, «Comentario al Proyecto de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles: II. Fusión y fusiones transfronterizas intracomunitarias», *Revista de Derecho de Sociedades*, Thomson-Aranzadi, Año 2008-2, núm. 31.

SERRANO ACITORES, F. Antonio, «La problemática de la asistencia financiera en las adquisiciones apalancadas por operadores de capital riesgo», *Asocia*, enero de 2007.

VV.AA., *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, Editorial Aranzadi, 2004.

— *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons, 2006.

— *The Art of M&A. A Merger/Acquisition/Buyout Guide*, McGraw-Hill, 2007.

— *Capital Riesgo (Private Equity). Aspectos regulatorios, mercantiles, financieros, fiscales y laborales*, Editorial Aranzadi, 2006.