



**Universitat**  
de les Illes Balears

**TRABAJO DE FIN DE GRADO**

**COMPRAVENTA APALANCADA DE SOCIEDADES  
EN ESPAÑA**

**TRABAJO DE FIN DE GRADO**

**D.JOEL RODRIGUEZ RIERA**

**TUTOR**

**D. ANSELMO MARÍA MARTÍNEZ CAÑELLAS**

**Grado de Derecho**

**Facultad de Derecho**

**Universitat de les Illes Balears**

**Año Académico 2020-21**

Se autoriza la Universidad a incluir este trabajo en el Repositorio Institucional para su consulta en acceso abierto y difusión en línea, con fines exclusivamente académicos y de investigación

Autor		Tutor	
Sí	No	Sí	No
<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## Índice

1.-Introducción.....	5
2.-Sujetos intervinientes en este tipo de operaciones Societarias.....	6
3.- Estructura Financiera.....	12
4.- Prohibición de Asistencia Financiera.....	14
5.-Ventajas e inconvenientes de este tipo de operaciones apalancadas.....	18
6.-Regulación vigente y Análisis Jurídico de este tipo de operaciones.....	23
7.-Conclusiones.....	27
8.-Referencias Bibliográficas.....	29

## **Listado de Abreviaturas**

Art.: Artículo

BIMBO: Buy-In Managemeng Buy-Out

CC: Código Civil

CE: Constitución Española

LBO : Leveraged Buy-Out

LSA: Ley de Sociedades Anónimas

LSC: Ley de Sociedades de Capital

MBO: Management Buy Out

MBI: Management Buy In

Nº: número

OPA: Oferta pública de adquisición de acciones

LME: Ley de Modificaciones Estructurales

RRM: Reglamento del Registro Mercantil

S.A: Sociedad de Responsabilidad Anónima

S.L: Sociedad de Responsabilidad Limitada

ss.: siguientes

## **1.-INTRODUCCIÓN.**

Con el siguiente trabajo, pretendemos dar al lector una visión a vista de pájaro de la compra venta de sociedades apalancadas, estamos ante una operación muy compleja, donde en primer lugar una sociedad pretende adquirir el control de otra sociedad, financiando la operación con los activos y los flujos de caja de la sociedad que pretende adquirir o también conocida como sociedad target. Estas operaciones societarias son las denominadas compras o adquisiciones apalancadas, y para ello nos centraremos en cómo están estructuradas, las poco conocidas LBO, para la mayoría de los mortales, pero bien conocidas para aquellos abogados de grandes despachos como Garrigues, Uría Menéndez, entre otros, especializados en fusiones y adquisiciones. Para ello analizaremos diferente jurisprudencia sobre este tema, no solo a nivel nacional, sino sobre todo la evolución de estas operaciones en el derecho inglés, italiano, francés y alemán. Debido a que sin repasar la evolución histórica, no podríamos llegar a comprender este tipo de operaciones, siendo el ordenamiento jurídico inglés el pionero en regular este tipo de operaciones a principios del siglo XX, debido a que se llevaron demasiados abusos con este tipo de operaciones tras la Primera Guerra Mundial. Debemos destacar que este tipo de operaciones pueden ser llevadas a cabo en diferentes sectores, son operaciones muy complejas, muy arriesgadas en algunos casos, pudiendo desencadenar finalmente un concurso de acreedores. Finalizaremos esta visión general de las LBO, nombrando algunas operaciones de este tipo, llevadas a cabo recientemente en el panorama nacional.

Palabras clave: LBO, Fusión Apalancada, Adquisición Apalancada, Leveraged Buy-Out

## **2.-SUJETOS INTERVINIENTES EN ESTE TIPO DE OPERACIONES SOCIETARIAS**

### **El comprador**

El comprador en una estructura típica en este tipo de operaciones, suele llevarse a cabo mediante una sociedad vehicular o también conocida como (“NEWCO”), debido a que el inversor o comprador pretende crear una estructura societaria que acoja la operación. Es muy común en estos procesos de LBO/MBO/MBI, que con posterioridad a la inversión, se lleve a cabo una fusión entre la Newco y la empresa Target, recogida en el artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, estas pueden ser llevadas a cabo de diferentes formas, la primera la llamada (forward merger) donde la Target pasa a absorber a la Newco, es la llamada fusión directa o viceversa una (reverse merger) donde la Newco se incorpora a la Target, en este caso la Target asume la deuda con la sociedad extinguida ante el financiador de la adquisición. Lo que se pretende con ello es transferir a la sociedad Target la deuda asociada al apalancamiento de la operación, y con ello garantizar a las entidades que han financiado la operación con los activos de la Target y la sociedad fusionada, además de reportar numerosos beneficios fiscales derivadas de la carga financiera soportada.

### **La target o empresa que se va a comprar**

Esta sociedad es el centro de toda la operación, debido a que es la sociedad objeto de adquisición, en ella podemos encontrar sociedades dispares, sociedades que se encuentran en una situación cercana a la insolvencia, que se encuentran en un momento óptimo para ser adquiridas y expandirlas internacionalmente, para posteriormente llevar a cabo su venta maximizando por lo tanto la inversión llevada a cabo, empresas familiares que se encuentran con guerras internas, encontrándose en una situación de incertidumbre óptima para ser adquiridas, etc. Pero sobre todo destacar que lo que se pretende es encontrar empresas o sociedades que presenten gran viabilidad para que la operación se lleve a cabo con éxito y no acabe desencadenando un concurso de acreedores, empresas que posiblemente no se encuentran bien gestionadas en un momento concreto, pero que cuentan con gran número de activos o activos atractivos, que dan garantía a la operación debido a que lo que se pretende es obtener el mayor beneficio a la inversión llevada a cabo. Un ejemplo muy gráfico podría ser por ejemplo una fábrica de calzado, adquirida por un fondo de inversión privado, este compra la fábrica para cambiar el rumbo de la misma y aprovecha de toda la infraestructura con la que cuenta, para por ejemplo conseguir contratos con otras marcas para fabricar zapatos de lujo, por lo que posiblemente aprovechando de su saber hacer, deciden cambiar el rumbo de la misma para maximizar los beneficios y rentabilizar al máximo la inversión. Estas operaciones también puede ser una vía de escape de muchas empresas o sociedades target que se encuentren ante una situación concursal o preconcursal, con ello finalmente mantener la sociedad.

## **El financiador**

En la segunda parte de la transacción referente a la financiación o endeudamiento, este el ente financiador es el más relevante, debido a que es junto al comprador, el tercero que en ocasiones hace de financiador de la operación y para ello habrá que proporcionarle unas garantías reales de que la operación va a ser llevada a cabo con éxito, además de asegurarle la financiación con bienes de la sociedad adquiriente, bien sobre activos externos. Hay que destacar que para el financiador es más atractiva la operación siempre y cuando después de la compra, la sociedad lleve a cabo un Merger Leveraged Buy Out, tras la compraventa llevada a cabo con los fondos prestados, se realice una fusión entre la adquiriente y la sociedad Target para así garantizar su inversión. Principalmente al financiador le interesa la operación de una fusión tras la compra, debido a que con la fusión se lleva a cabo entre dos o más sociedades, integrando todos los bloques patrimoniales en una sola sociedad, atribuyendo con ello a los socios con nuevas acciones, participaciones o cuotas de la sociedad fusionada, esta podrá ser de nueva creación o una de las que se fusionan. Esta operación de fusión se encuentra regulada en Título II, Capítulo I de la LME (arts.22 y ss) y en el RRM, concretamente en los (arts.226 a 234). En primer lugar nos podemos encontrar con una fusión por creación de una nueva sociedad, en esta operación las sociedades que se fusionan se extinguen, y los patrimonios de ambas se transmiten a la nueva sociedad, que adquirirá por sucesión universal los derechos y las obligaciones de las sociedades fusionadas, este tipo de fusión se encuentra regulada en el art. 23.1 de la LME.

En segundo lugar nos encontramos con una posible fusión por absorción en la que una sociedad ya existente absorbe una o más sociedades, adquiriendo por sucesión universal los patrimonios de las sociedades que ha absorbido, que se extinguirán y con ello aumentaran el capital social de la sociedad absorbente, este tipo de fusión se encuentra regulada en el art. 23.2 de la LME. También nos podemos encontrar con fusiones de carácter especial como pueden ser las fusiones impropias, fusiones gemelares, fusiones inversas, etc. En cuanto al ente financiador debemos resaltar que hay de diferentes tipos, por un lado tenemos los acreedores bancarios y obligacionistas u otro tipo de prestamistas del mercado de renta fija. En Estados Unidos, es bastante común acudir a un financiador de renta fija, lo que se pretende aumentar los flujos de caja de la sociedad adquirida, obteniendo mayores beneficios, aguantar la empresa unos años, incluso expandirla internacionalmente, para finalmente venderla duplicado o incluso triplicando el capital invertido en la operación.

### **El endeudamiento**

Podemos encontrarnos con que el coste de la operación recae sobre la sociedad adquirida. El comprador lo que pretende es repagar su inversión a con los flujos de caja de la sociedad que acaba de adquirir, el comprador considera que puede llevarse a cabo ya que considera que la gestión que el lleve a cabo podrá hacer viable la operación. Por ello el coste del endeudamiento, o el riesgo financiero recae sobre la sociedad resultante tras la fusión. Con ello el comprador lo que pretende es que tras llevar a cabo la fusión, extinguirse la sociedad, al fusionarse ambos patrimonio y ambas

obligaciones pueda repagar o dar fianza con los activos de la sociedad que ha adquirido. Por ello es tan importante que la mayoría de estas operaciones se pretendan llevar a cabo con una sociedad de nueva creación o Newco que tienen escaso o nulo patrimonio, más allá de las acciones adquiridas de la empresa, por ello finalmente tras la fusión el coste de la operación recae sobre la sociedad Target, por ello las Newco son ente societario más utilizado por parte de los fondos de inversión o capital de riesgo, también hay ocasiones en las que la sociedad adquiriente, por si sola cuenta con recursos suficiente para poder hacer frente a los pago de la deuda contraída y el crédito sólo se hubiese llevado a cabo por una falta de liquidez transitoria, o de cantidad dependiendo de la dimensión de la Target.

En este punto debemos diferenciar diferentes tipos de operaciones de LBO. Nos podemos encontrar con el Merger Leveraged Buy-Out, que son los casos donde tras la adquisición se lleva a cabo una fusión posterior, ya definida y explicada con anterioridad, pero hay que destacar que este tipo de operaciones al endeudarse, permiten la deducibilidad de los gastos financieros, lo que da la oportunidad de obtener unos ahorros fiscales significativos, también nos podemos encontrar con una mera adquisición, donde no plantearía dificultades jurídicas, ya que nos encontraríamos con una sociedad que se endeuda para adquirir otra compañía, nos podemos encontrar con una operación donde los adquirientes son los administradores de la misma, estas operaciones se conocen en el argot como Management Buy-Out, Management Buy-In y Buy-In Management Buy-Out, donde la adquisición no se produce por parte de una sociedad existente o por una de

nueva creación, sino más bien todo lo contrario ahora mismo en este punto nos encontramos con una de las excepciones de asistencia financiera, que más adelante profundizaremos, pero en estas operaciones lo más importante es que la operación es llevada a cabo por los propios administradores de la sociedad, que llevan a cabo la operación con el correspondiente endeudamiento. Nos podemos encontrar con que los administradores sean titulares de las acciones, el problema es que puede ocurrir que se cree una NewCo por parte de los administradores, que sea el sujeto de ambas operaciones, la de compra y la operación de endeudamiento, debido a que estos responderían ilimitadamente ante los terceros financiadores, como en el caso del empresario individual. Esto no impide que haya operaciones conjuntas donde la operación es llevada a cabo tanto por los administradores conjuntamente con un fondo de capital de riesgo o fondo de inversión, siendo por lo tanto ambos socios de la NewCo que va a servir de vehículo para llevar a cabo la adquisición apalancada de la sociedad, estos supuestos son los conocidos como Management Buy-Outs (MBO), y pudiendo concluir con una fusión posterior, pero no es estrictamente necesario. En los Management Buy-In (MBI), nos encontramos con todo lo contrario, un equipo directivo externo, y desde mi punto de vista esta es la característica más destacable, ya que un grupo de directivos externo a la empresa, junto un fondo de capital, se hacen con el control de la empresa o sociedad Target. Además de este tipo de operaciones antes nombrado nos podemos encontrar con casos tan pintorescos como es el (BIMBO) Buy-In Management Buy-Out, donde los administradores de la sociedad conjuntamente con administradores externos, deciden juntarse y llevar a cabo la compraventa, ello no impide que además se puede asociar un fondo de

inversión u otro inversor transitoriamente para llevar a cabo la operación. Un punto positivo de estos últimos casos de LBO, son aquellos donde el órgano de administración participa en la operación, debido a que ello implicara más interés en que el futuro de la compañía sea sólido.

Otra de las LBO más destacadas es la conocida como Employee Buy-Out, en este tipo de operaciones apalancadas, la característica principal es que el control de la compañía es tomado por parte de los trabajadores, tiene semejanzas con las misma operación llevada a cabo por el órgano de administración, y por lo tanto se puede llevar a cabo directamente adquiriendo las acciones de la empresa por parte de los trabajadores, estamos ante otra de las excepciones asistencia financiera, esta operación también puede ser llevada a cabo conjuntamente con un fondo de capital de riesgo (“private equity”)

### **3.-LA ESTRUCTURA FINANCIERA**

En caso de que la operación sea llevada a cabo mediante una sociedad vehicular, recae sobre el pasivo de esta la estructura necesaria para llevarse a cabo la compraventa.

Por ello la estructura financiera se divide en varias partes, la primera parte corresponde al capital o fondo propio de la sociedad de nueva creación o Newco, estos fondos son aportados por los propios socios de la referida sociedad, con indiferencia de si nos encontramos con una operación participada conjuntamente con los administradores o un private equity.

## **El capital**

Esta parte de capital o fondos propios, son aportados en la mayoría de casos por parte de los socios de la adquirente. En caso de que la empresa, sea una empresa consolidada, que va a llevar a cabo la operación con el fin de integrar patrimonios y crear sinergias, será esta quien aporte su líquido para llevar a cabo la operación. Esta parte de la financiación suele rondar un 20% del precio total. Puede ocurrir que debido a la magnitud de la operación, y al encontrarnos con un apalancamiento muy superior, los tipos de interés, además de los costes financieros se eleven considerablemente. Por ello para comprender mejor los tipos de deuda existentes en la operación, explicaremos que es la senior debt o deuda garantizada, además de la junior debt. Ahora entramos a conocer la segunda parte de la estructura financiera de la operación, esta es la deuda garantizada o senior debt, esta suele rondar el 40% de la operación, el doble de los fondos propios, para ello posiblemente la financiación, se garantice con los bienes de la sociedad adquirida, pero el dato más relevante es que se estaría vulnerando la prohibición de asistencia financiera existente en Europa, por ello no se podría garantizar la deuda por esta vía. Este tipo de financiación es de carácter bancario, pudiendo existir pluralidad de prestamistas, y por lo tanto nos encontraríamos ante un préstamo sindicado, al ser participado por más de un banco.

Por otra parte nos encontramos con la deuda junior o también conocida como junior debt o junk bonds (“Bonos Basura”), esta parte financiada con los conocidos bonos basura, representa el 40% restante de la operación, puede ocurrir que se pacte que en caso de impago de la deuda, estos acreedores de bonos basura, pasen a ser socios de la empresa. Debido a que este tipo de

deuda esta menos garantizada y otros acreedores tiene derecho de cobro preferente en caso de desencadenar un concurso de acreedores, lo que si tiene que quedar bien claro es que no nos encontramos ante un prestamos llevado a cabo por una entidad bancaria, nos encontramos ante un prestamos llevado a cabo por un grupo de terceros, un fondo de inversión que no es lo mismo que un fondo de capital bancario. Un fondo de inversión privado, puede ser por ejemplo: Black Rock, Prime Capital o Enerparc, etc, estas entidades prestan el dinero para llevar a cabo la operación, a cambio de una emisión de obligaciones, entre la que puede existir la garantía de que en caso de no poder afrontar los pagos pactados, estos pasaran a ser propietarios de la misma. Estas fuentes de financiación, además de suponer un riesgo más elevado, también cuentan con tipos de interés superiores al resto de financiaciones.

#### **4.-PROHIBICIÓN DE ASISTENCIA FINANCIERA**

Para comprender un poco mejor como se regula la asistencia financiera, deberemos centrarnos donde y como aparece esta figura de la asistencia financiera y la prohibición de la misma. La prohibición de asistencia financiera es el principal inconveniente con el que nos encontramos a la hora de realizar este tipo de operaciones mercantiles, los pioneros en regular este tipo de operaciones fueron el Reino Unido, y como se fue regulando o perfilando la asistencia financiera, la jurisprudencia inglesa de finales del siglo XIX es pionera en la época, debido a que fue la primera en regular la autocartera, siendo esta jurisprudencia las bases de la asistencia financiera. La primera vez en la historia que se estable una limitación con las adquisiciones de acciones propias es en 1887 con el caso *Trevor vs*

*Whirthworth “Una empresa recompró casi una cuarta parte de sus propias acciones. Durante la liquidación de la empresa, un accionista solicitó a los tribunales el saldo de las cantidades adeudadas después de la recompra.*

*El Tribunal de Apelación sostuvo que se le debía pagar.”*

Después de la primera Guerra Mundial hubo muchas tomas de control en empresas inglesas, lo que termino desencadenando en una gran recesión económica, debido al crecimiento de las LBO sin control ninguno donde se llevaban compras de acciones de una sociedad, por parte de terceros, que a su vez estos recibían prestamos de la sociedad, para hacer frente a las acciones adquiridas. La prohibición de asistencia financiera apareció por primera vez en escena en la sección 45 de la *Companies Act* de 1929, luego vino el Cohen Committee, que analizo la posible reforma de la asistencia financiera, en este informe concretamente en el párrafo 170 se incide en la necesidad de ampliar la prohibición de asistencia financiera, hasta 1948 no se publicó la nueva norma en materia societaria, el nuevo *Companies Act* de 1948, introducía dicha regulación en la sección 54, basándose en el informe del Cohen Committee, incluyendo la prohibición de asistencia financiera también a los holdings empresariales, el cual sirvió de base para numerosos ordenamientos jurídicos que se inspiraron en la regulación inglesa, le siguió el informe del Jenkins Committee donde destacaban todavía la protección necesaria para regular todavía mas este tipo de operaciones, concretamente en el párrafos 170 y ss. Impusieron la introducción de imponer una multa, con la intención de que se desincentivara la operación apalancada, pero acabaron dándose cuenta que cuando la sociedad era de gran tamaño, no suponía un desincentivo, sino que solo suponía un mero coste más de la

operación. El informe Jenkins es importante porque este ha tenido mucha influencia en la Directiva 2006/68/UE y en la Directiva 77/91/CEE, posteriormente la regulación tanto en el ordenamiento italiano como en el español, compartiendo ambos ordenamientos muchos elementos sobre la prohibición de asistencia financiera, en el caso italiano lo encontramos en su Código Civil en el artículo 2501 bis, mientras que en el ordenamiento jurídico español, lo encontramos regulado en la Ley 3/2009 sobre Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles, concretamente en el artículo 35 de la misma. Tras el informe Jenkins vino el *Companies Act* de 1981, donde se inspiró en el informe Jenkins y entro en vigor la Directiva 77/97/CEE, las modificaciones llevadas a cabo perduran hasta el *Companies Act* de 2006, la referida Directiva la 77/97/CEE, tiene mucha relevancia debido a regulo la autocartera, además de la intervención de Reino Unido en la redacción de la misma tras haber entrado en la CEE. Otro hito en esta regulación fue la jurisprudencia que fueron perfilando los tribunales italianos en la década de los 90, después del Reino Unido, el ordenamiento jurídico italiano ha sido el que más ha ido perfilando los LBO, vamos a repasar alguno de los casos más sonados en Italia de la década de los 90, y que han ido perfilando esta asistencia financiera, y siendo la precursora de la normas española. Nos encontramos con el *caso Farmitalia Carlo Erba* no es una LBO como tal pero si que perfilo los elementos tipo de este tipo de operaciones en su estructura, siendo la matriz de las sociedades la farmacéutica Montedison, dirigida por Raul Gardini, se planteaba en este caso , que la sociedad había adquirido sus propias acciones mediante una sociedad interpuesta, otro caso muy relevante fue el *caso Manifattura di Cuorgnè* en este caso lo que se

consiguió fue que la sociedad *Teseo* tras la insolvencia de *Manifattura di Cuorgnè* se utilizaba con el fin de repagar la deuda que había contraído con la entidad bancaria, descubriéndose que había un flujo de *Manifattura* a *Teseo* con el fin de repagar la deuda, otro caso significativo fue el *caso Trenno* donde la operación finalizarían con la fusión de *Trenno* y *San Siro*, habiendo una absorción de la *NewCo* por parte de la *target*, descubriéndose que se había financiado la operación de su propia adquisición, siendo en la responsable de devolver su propio préstamo, al final el Tribunal Milanés acepto la validez de la operación. Las modificaciones a nivel Europeo, hicieron que fuera necesario modificar la Directiva 77/91/CEE, de dichas modificaciones surgió la Directiva 2006/68/UE, basándose en parte en las modificaciones propuestas por el informe Winter, que modifico la asistencia financiera, y actualmente la asistencia financiera la encontramos regulada en el artículo 25 de la Directiva 2012/30/UE, en este artículo 25 lo que se presente es evitar la insolvencia por culpa de los abusos llevados a cabo por parte de los administradores, aparece en escena la necesidad de elaboración de un informe que de viabilidad a la operación además de regular la responsabilidad de los administradores, con la incorporación del informe da la impresión de que se quiere que la Junta General considere si decide conceder la asistencia financiera en caso que se aconsejen, exige que en el informe se detallen la liquidez y la posible solvencia para poder hacer frente a la operación, otro punto destacable de la segunda directiva, es que deja latente que será responsabilidad de los administradores, si este tipo de operaciones se llevan a cabo.

## **5.-VENTAJAS E INCOVENIENTES DE ESTE TIPO DE OPERACIONES APALANCADAS.**

Vamos a proceder a analizar los posibles beneficios existentes en este tipo de operaciones además de los riesgos o costes que puede desencadenar, todo dependerá de quien adquiera la sociedad Target, debido a que no tendrán los mismos objetivos, un fondo de capital de riesgo, que una compañía consolidada en el mercado, y ahora explicaremos porque el fondo de capital, lo único que quiere es conseguir que la sociedad cuente con una mejor gestión, para obtener los máximos beneficios posibles y así rentabilizar al máximo su inversión, en contrapartida la empresa consolidada que pretenda adquirir una sociedad Target, posiblemente adquiere la Target para crear una sinergias entre su empresa consolidada en el mercado y la adquirida.

En los casos de los fondos de capital, no dan puntada sin hilo, por ello para llevar a cabo la operación sin duda alguna, realizan la compra de la Target con una sociedad vehicular, mediante una Newco, porque lo que pretenden es reducir riesgos, invertir el menor capital posible, rentabilizar al máximo su inversión y exprimir todo lo que puedan a la Target adquirida, para ello se llevan a cabo reorganizaciones en la empresa para poder abaratar al máximo todos los gastos, maximizando a su vez los beneficios. Cabe destacar que en este tipo de operaciones llevadas a cabo con una NewCo que cuenta con un patrimonio irrisorio, se pretende por parte del tercero financiador acabar la operación con una fusión debido a que de esta forma se garantizan, el pago de la deuda contraída de alguna manera, por ello incluso es bastante común en este tipo de operaciones que el tercero fiador, exija que la operación de

compraventa deba acabar con la fusión de la NewCo con la Target ya que así como se unen los patrimonios en una sola sociedad, las obligaciones contraídas entre ambas se fusionan en una sociedad al igual que sus patrimonios, y así el patrimonio de la Target es como acaba siendo la garantía de su propia compra.

En contrapartida, nos podemos encontrar con una sociedad que adquiere la Target con la intención de crear sinergias entre ambas sociedades, estas suelen ser empresas consolidadas en los diferentes sectores económicos, y que lo que pretende con la compra apalancada es eliminar diferentes departamentos de la misma, para conseguir un ahorro de costes, lo que puede llevar aparejado, que además de surgir de entre ambas sociedades una sociedad mayor, se busque un mejor aprovechamiento de economías de escala, además de conseguir un ahorro notable de los costes fijos de la sociedad. Con ello se pretende reducir el precio de los bienes y servicios ofertados por la empresa, aumentándose la demanda de estos bienes y servicios notablemente, consiguiendo mayor cuota de mercado.

En tercer lugar, los MBO pretenden reducir la separación accionarial, y el control de la misma pasa a los administradores, como hemos podido exponer con anterioridad, puede ocurrir incluso que si la sociedad Target era una sociedad cotizada en el mercado de valores, esta acabe abandonando la cotización bursátil. Esta se puede llevar a cabo mediante una OPA, que es una oferta pública de adquisición de acciones, normalmente orquestada por un fondo de capital con una Newco vehicular. Desde mi punto de vista, lo que más beneficia a este tipo de operaciones es que al encontrarse el propio

órgano de administración como propietario de la misma, implica que habrá un mayor interés en que la operación sea superada con ello, además hay que resaltar que los costes de agencia se reducirán o incluso desaparecerán por completo.

Ahora procederemos a analizar los riesgos o las desventajas de este tipo de operaciones, nos podemos encontrar con que la empresa se ve abocada a vender activos de la misma, para poder hacer frente a las deudas contraídas, así como una situación de insolvencia, también nos podemos encontrar con abusos de poder por parte de los administradores de la Target. En el lenguaje anglosajón para la venta de activos se usa el termino asset stripping, que en español sería el despojo de activos, con ello lo que se pretende es mejorar la rentabilidad. Esta situación ocurre después de la restructuración tras la compra apalancada con ello se pretende eliminar la duplicidad de departamentos o la ineficiencia de los mismos, así como intentar eliminar y rentabilizar las posibles lastres con los que puede contar la compra, se pretende enajenar los bienes que ya no sean necesarios para llevar a cabo la actividad empresarial, o la venta de bienes que ya no sean necesarios en los procesos productivos de la empresa, ello puede llevar aparejado que dependiendo del sector en el que nos encontremos, esta venta de activos consiga un efecto no deseado y disminuya los flujos de caja, este hecho podría ocurrir gráficamente por ejemplo con la venta de un hotel por parte de una cadena hotelera, lo que podría producir un efecto no deseado, podría ocurrir que la venta antes mencionada haya sido llevada a cabo con la necesidad de ser la última opción para no llegar a una situación de insolvencia, y conseguir

la liquidez necesaria para poder afrontar la operación con éxito. Desgraciadamente también puede desencadenar en un concurso, y obligatoriamente verse obligados a vender los bienes para poder pagar a los acreedores, en el caso de una insolvencia transitoria pueden verse reducidos los beneficios, o incluso una reducción de la capacidad productiva. La venta de activos a veces también sucede por reducción de la demanda de un determinados bienes y servicios, o por ejemplo un imprevisible cambio económico como podría ser la actual pandemia del Covid-19 , en la que muchas cadenas hoteleras o hoteles familiares se han visto obligados a vender sus empresas a fondos de inversión que han aprovechado la situación actual para encontrar buenas oportunidades, con las que conseguir en un corto plazo de tiempo maximizar la inversión llevada a cabo, de hecho la mayoría de operaciones se han llevado a cabo mediante LBOs . Ahora otra de las opciones menos comunes con las que nos podemos encontrar es que la compra se haya llevado a cabo por una empresa consolidada para derrocar a un competidor, eliminándolo del mercado, además de indirectamente conseguir mayor cuota de mercado y proceder a la compra de una sociedad que transitoriamente está pasando por dificultades económicas, proceder a su compra, para posteriormente llevar a cabo la enajenación total o parcial de los bienes, desmantelando la misma, puede ocurrir que se decida mantener algún activo, utilizando el resto para obtener la liquidez necesaria afrontar la deuda.

La situación concursal es otro de los inconvenientes o riesgos con los que nos podemos enfrentar, de hecho puede ocurrir que la empresa se vea obligada a solicitar el concurso de acreedores, los más afectados en estas situaciones

concursoales son los accionistas minoritarios, además por supuesto de los acreedores, que en la mayoría de los casos son pequeñas o medianas empresas que tienen como principal cliente a estas sociedades, y en consecuencia se ven inmersos en una situación de insolvencia o incluso de su desaparición total, debemos resaltar que no siempre una situación concursal implica la desaparición total de la empresa, ya que puede incurrir en una insolvencia transitoria, en la cultura americana, los concursos de acreedores incluso están bien vistos, siendo utilizados como una fortaleza y no como se ve en la cultura europea, concretamente en la española que parece que está mal visto, en la cultura americana se ve como una segunda oportunidad para volver más fuertes que nunca incluso cualquier gran empresa que se precie en la cultura americana ha pasado por un concurso de acreedores, ahora mismo rápidamente me viene a la cabeza el concurso de Apple o el del grupo Trump. En España, un par de ejemplos muy gráficos, podría ser el de Metrovacesa, Abengoa, Reyal Urbis, Nozar, Habitat y por supuesto Martinsa Fadesa, muchas de ellas hoy ya desaparecidas, sin correr tal vez la buena ventura de la multinacional Apple.

El abuso por parte de los administradores de la sociedad, es otro de los problemas con los que nos podemos topar, por ejemplo que faciliten la operación con la condición de mantener su puesto en la mercantil, incluso tras la fusión, producir alteraciones en el precio de las acciones de la Target, o incluso proceder a llevar a cabo, compraventas obligatorias de acciones mediante una OPA, dirigida específicamente a los accionistas minoritarios.

## **6.-REGULACIÓN VIGENTE Y ANÁLISIS JURÍDICO DE ESTE TIPO DE OPERACIONES**

Estas operaciones actualmente carecen de regulación legal, a pesar de ello no impide que no se lleven a cabo operaciones de este tipo todos los días lo único que nos arroja un poco de luz es el artículo 35 de la LME, donde se regula prohibición de asistencia financiera en el caso de las fusiones posteriores a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente. Mientras que en la Ley de Sociedades de Capital, lo hace en los artículos 143 y 150.

La primera vez, que el legislador incorporo la asistencia financiera en el ordenamiento jurídico fue en el artículo 81 de la Ley de Sociedades Anónimas, tras la incorporación de la segunda Directiva la 77/91/CEE, de 13 de diciembre de 1976, concretamente se encontraba regulado en el artículo 23 de la Directiva, se incorporo a la LSA debido a que tras publicación de la Directiva, la legislación mercantil nacional debía incorporar las adaptaciones y reformas llevadas a cabo por la Directiva Comunitaria. El referente para la Directiva, como no fue el legislador italiano, que ya avanzábamos con anterioridad que ha estado muy presente en la regulación de este tipo de sociedades, concretamente se inspiró en el artículo 2358 del *Codice Civile Italiano* de 1942. Además como no del derecho inglés, concretamente las secciones 151-158 del *Companies Act* de 1985, pionero en su momento incluyendo en la sección 151 la prohibición de asistencia financiera, y siendo pionero en regular las excepciones de la prohibición en el 153 del mismo *Companies Act*. A su vez sirvió el *Companies Act* de 1985 para la regulación de asistencia financiera del *Companies Act* de 2006, concretamente regulaba la figurada de la prohibición en la sección 678 y ss. Muy distinto por ejemplo

es el caso alemán donde esta prohibición solo es para las SA, mientras tanto no regula nada en absoluto sobre las SL, por su parte el legislador francés incluye la prohibición de asistencia financiera en los artículos 225 y 226 del Código de Comercio francés, desde mi punto de vista no tiene mucho sentido la regulación francesa en este sentido debido a que lo que hace o regula es las asistencias anteriores a la compra, cuando como ya hemos visto en este tipo de operaciones societarias, la asistencia se produce después, por lo tanto lo único que ha hecho ha sido crear una enorme inseguridad jurídica en cuanto a asistencia financiera y a regulación de este tipo de operaciones se refiere. Mientras tanto cabe destacar la gran similitud entre la legislación italiana y la española en cuanto a este tipo de operaciones se refiera, ya que ambos ordenamientos jurídicos regulan tanto la asistencia financiera como las fusiones apalancadas, el ordenamiento jurídico italiano regula de forma similar al artículo 35 LME. Otro punto de vista totalmente distinto en este tipo de operaciones lo tienen los americanos, debido a que este tipo de operaciones societarias no están ni prohibidas, ni reguladas de ninguna manera, con lo único que puede tener conflicto este tipo de operaciones es con las leyes tanto federales como estatales de fraude, transferencia dudosa y leyes que regulen la insolvencia. En el caso americano, lo que se suele ocurrir es que hasta que la empresa quiebra, o se ve obligada a ver cómo debe afrontar sus obligaciones, no aparecen todos los fraudes que se han llevado a cabo para poder materializar la operación, y por tanto hasta entonces no salen a la luz las transferencias fraudulentas que se han llevado a cabo. Para poder considerarse fraude en el ordenamiento jurídico americano, debe de ser un fraude intencionado y constructivo, este tipo de operaciones fraudulentas

están reguladas en el *Bankruptcy Code*. Por ello hay que destacar que aunque la regulación es poco o muy escasa en el caso del ordenamiento jurídico interno, cabe destacar que fue todo un avance la introducción del artículo 81 de Ley de Sociedades Anónimas de 1989, pero a pesar de ello no impide que en España también nos hemos visto abocados con una gran inseguridad jurídica con este tipo de operaciones societarias, han ido campando a sus anchas sobre todo durante la burbuja inmobiliaria acabando desgraciadamente desencadenando las mayores quiebras de la historia de España, además la doctrina en este tipo de operaciones es muy escasa. La doctrina y jurisprudencia de los países más punteros en este tipo de operaciones, destacan que debe ser decisiva y muy latente la cooperación de conexión entre la asistencia financiera y la compra de las acciones. Por todo ello cabe concluir este apartado destacando que nuestro legislador no prohíbe la realización de este tipo de operaciones, lo que sí que pretende es proteger los intereses de los acreedores y de los socios, por lo tanto opta por la regulación del artículo 35 de la Ley de Modificaciones Estructurales, donde permite este tipo de operaciones siempre y cuando acaben con una fusión apalancada, lo que se pretende es que haya un mínimo control de este tipo de negocios jurídicos, para así intentar salvaguardar los intereses de los acreedores y de los socios.

Ahora vamos a destacar numerosas sentencias de relevancia actual en este tipo de operaciones:

**-Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3ª), sec.2ª, de 12 de noviembre de 2012.** En esta sentencia se analiza, “el impuesto de sociedades, además de la inaplicación

del régimen especial de fusiones, escisiones aportación de activos y canje de valores a una operación de LBO, compra apalancada, en su modalidad MBO, fusión apalancada, por inexistencia de motivos económicos válidos”.

**-Sentencia del Tribunal Supremo de la Sala de lo Contencioso-Administrativo (Sala 3ª), sec.2ª, de 25 de abril de 2013.** En esta sentencia se analiza “Fusiones, escisiones, aportación de activos y canje de valores, concretamente una fusión por absorción. Operación (LBO) en su modalidad (MBO). Criterio de la Sentencia de 7 de noviembre de 2012, referida a la misma empresa y ejercicio 2000 en que tuvo lugar la fusión por absorción: Inexistencia de motivos económicos válidos en la operación analizada. Amortización no justificada, además de aplicación del tipo de interés de mercado a los préstamos de los socios a la sociedad. Gastos cuya realidad no consta acreditado el control en la fusión apalancada”.

**-Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid, Sección 14ª, de 2 de junio de 2015.** En esta sentencia se analiza, “La nulidad de este tipo de operación, el actor había suscrito participaciones preferentes de Bankia, y demandó a dicha entidad en súplica de la nulidad de las órdenes de compra de dichos productos financieros, y restitución de las cantidades invertidas más su intereses legales, de las que se deduciría los rendimientos percibidos por él. Estamos ante un error en la interpretación de las consecuencias de la nulidad contractual, la sentencia recurrida incurre en su fallo en un error en la interpretación de la consecuencia de la nulidad contractual pretendida, en el fallo de la citada sentencia, se establece el pronunciamiento consistente en declarar la nulidad contractual pero, pese a acordarse la restitución de las respectivas prestaciones de las partes en el contrato, respecto de los intereses

se dispone que el interés legal se aplicará desde la interposición de la demanda”

## **7.-CONCLUSIONES**

Básicamente nos encontramos con numerosos inconvenientes, el mas destacado es que estamos ante una operación societaria que carece de regulación por parte del legislador nacional y a pesar de ello, no impide que se lleven a cabo operaciones de este tipo todos los días en el transito mercantil. Las cuales carecen de seguridad jurídica, uno de los casos más destacados en el panorama actual es la operación de compra de la mercantil Pronovias que incluso algunos medios de prensa resaltan con titulares del tipo “Pronovias, una operación de LBO de libro”, por ello cabe destacar que las operaciones de LBO como tales no están reguladas en nuestro ordenamiento jurídico interno, produciendo por lo tanto una gran inseguridad jurídica, y que en numerosas ocasiones ha tenido que ser resuelta por parte de la escasa jurisprudencia existente en este tipo de operaciones, estamos ante una operación muy completa que acarrea un alto endeudamiento, que puede acabar finalmente, aunque no lo queramos ver pero la probabilidad es muy alta y está ahí de finalmente acabar desencadenando un concurso de acreedores , de hecho la mayoría de operaciones finalizan con un concurso de acreedores, debido al gran apalancamiento con el que suele sobrecargar a sociedades en muchas ocasiones sanas y solventes, pero que debido al alto apalancamiento que sufren para llevar a cabo la compra de ellas mismas, terminan con un final amargo. El legislador debería introducir una formula donde regulará el máximo apalancamiento que pueden soportar este tipo de

operaciones, no soy ningún experto en la materia y mis planteamientos son meras suposiciones, pero habría que poner un límite del 50% de apalancamiento para llevar a cabo la compra de la misma, posiblemente si deliberara con un experto en la materia me arrojaría más luz sobre cuál es el límite máximo de apalancamiento que puede soportar la Target para obtener una viabilidad total de este tipo de operaciones apalancadas. Se debería exigir un plan más detallado de cómo se van a llevar a cabo los pagos de la deuda, así como detallar en cuanto tiempo se pretende amortizar la operación, si podrá asumir el apalancamiento al que se le está sometiendo, además de no olvidarnos que por parte del legislador nacional no hay regulación ninguna de una LBO como tal, solo se cuenta con la regulación de la fusión posterior a una adquisición apalancada del artículo 35 de la LME, además de incluir en la LSC concretamente en los artículos 143 y 150 la prohibición de asistencia financiera a pesar de ello no se cuenta con una definición exacta sobre este término, que engloba una prohibición de asistencia financiera, por lo tanto ha sido labor tanto de la doctrina, como de la jurisprudencia quien ha ido definiendo a duras penas esta figura. Con el difuso y simple artículo 35 de la LME ha conseguido un mar de dudas sobre esta figura societaria, una sentencia pionera en esta materia fue la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 9 enero de 2007, ya que consideraba que los intereses de los acreedores y de los socios se encontraban protegidos, con todo ello esperamos que tanto el legislador como la jurisprudencia vayan avanzando de la mano para poder llevar a cabo una regulación más exhaustiva de este tipo de operaciones societarias, sin duda alguna este trabajo ha sido para mí todo un reto personal, al principio me volví loco y le cogí mucho recelo, pero

a medida que ha ido avanzando el verano y he ido adquiriendo conocimiento jurídicos en la materia, me he ido empapando otra vez del derecho mercantil, disfrutando y planteándome numerosas dudas sobre la futura viabilidad de las operaciones de LBO que se están llevando actualmente aprovechando por parte de los fondos de capital de riesgo, los hoteles afectados por la crisis de la Covid-19. Sin duda alguna ha sido una materia que me ha llamado muchísimo la atención y de la cual pienso seguir aprendiendo en un futuro.

## **8.-REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

### **Derecho Nacional**

-Constitución Española de 1978. Boletín Oficial del Estado, de 29 de diciembre de 1978, núm 311

-Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil, de 25 de julio de 1889, núm 206

-Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil de 31 de julio de 1996, núm 184

-Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles, de 04 de abril de 2009, núm 82

-Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, de 3 de julio de 2010, núm 161

-Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, de 27 de diciembre de 1989, núm 310

### **Manuales-Tesis Doctorales**

-GIMENO RIBES, MIGUEL, Tesis doctoral, “La Fusión posterior a una adquisición de sociedad con endeudamiento de la adquirente (Análisis del art.35 LME)”, Valencia año 2015

-GÓMEZ LÓPEZ, SERGIO, “Análisis Jurídico de las adquisiciones de empresas mediante apalancamiento financiero”, abril de 2017 (<https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/10607/1/TFG-%20Gomez%20Lopez%2C%20Sergio.pdf>)

-SERRANO ACITORES, ANTONIO, Tesis Doctoral, “El sistema contractual de las adquisiciones apalancadas de empresas por operadores de capital de riesgo”, Madrid 2012

-ENCISO ALONSO MUÑUMER, MARIA Y SERRANO ACITORES “El retorno de los leveraged buyouts tras la crisis financier: un análisis de la tipología y de las partes intervinientes” Noticias Jurídicas, año marzo 2015.

### **Derecho comparado**

-Companies Act de 1929.

-Companies Act de 1948.

-Companies Act de 1981.

-Companies Act de 2006.

-Código Civil Italiano de 1942.

-Directiva 2006/68/UE

-Directiva 77/91/CEE

-Directiva 2012/30/UE

### **Noticias y Blogs de interés**

-<https://www.primeum.com/es/blog/management-por-objetivos-mbo>

-<https://www.expansion.com/diccionario-economico/management-buy-out-mbo.html>

-<https://bakertillygda.com/diccionario/que-es-mbo/>

-<https://www.onetoonecf.com/es/espanol-fases-y-formas-de-financiar-un-mbo/>

-<https://www.elblogsalmon.com/conceptos-de-economia/que-es-un-mbolbo>

-<https://businessgoon.com/cual-es-el-proceso-tipico-de-un-management-buy-out-mbo/>

-<https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1245-fusion-apalancada-y-asistencia-financiera-el-art-35-de-la-ley-de-modificaciones-estructurales-0-8764917365056386>

-[https://cronicaglobal.elespanol.com/business/pronovias-leveraged-buyout\\_76555\\_102.html](https://cronicaglobal.elespanol.com/business/pronovias-leveraged-buyout_76555_102.html)

-<https://www.modaes.es/empresa/bc-partners-carga-a-pronovias-con-una-deuda-de-275-millones.html>

-<https://www.modaes.es/empresa/pronovias-divide-su-ebitda-por-cinco-y-urge-mas-recursos-de-bc-partners-ante-liquidez-limitada.html>

<https://enriqueortegaburgos.com/compra-de-pronovias-por-el-capital-riesgo-bc-partners/>