

ANUARIOS

2024 Práctica Mercantil para abogados

Los casos más relevantes en 2023 de los grandes despachos

*Allen & Overy • Baker McKenzie • Ceca Magán Abogados •
Clifford Chance • CMS Albiñana & Suárez de Lezo
• Cuatrecasas • Deloitte Legal • Dictum Abogados •
DLA Piper • Garrigues • Gómez-Acebo & Pombo
• KPMG Abogados • PwC Tax & Legal •
Squire Patton Boggs • Uría Menéndez*

© Autores Varios, 2024

© LA LEY Soluciones Legales, S.A.U.

LA LEY Soluciones Legales, S.A.U.

C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)

Tel: 91 602 01 82

e-mail: clienteslaley@aranzadilaley.es

<https://www.aranzadilaley.es>

Primera edición: junio 2024

Depósito Legal: M-11013-2024

ISBN versión impresa: 978-84-19905-80-2

ISBN versión electrónica: 978-84-19905-81-9

Diseño, Preimpresión e Impresión: LA LEY Soluciones Legales, S.A.U.

Printed in Spain

© **LA LEY Soluciones Legales, S.A.U** Todos los derechos reservados. A los efectos del art. 32 del Real Decreto Legislativo 1/1996, de 12 de abril, por el que se aprueba la Ley de Propiedad Intelectual, LA LEY Soluciones Legales, S.A., se opone expresamente a cualquier utilización del contenido de esta publicación sin su expresa autorización, lo cual incluye especialmente cualquier reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación, transmisión, envío, reutilización, publicación, tratamiento o cualquier otra utilización total o parcial en cualquier modo, medio o formato de esta publicación.

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la Ley. Dirijase a **Cedro** (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

El editor y los autores no asumirán ningún tipo de responsabilidad que pueda derivarse frente a terceros como consecuencia de la utilización total o parcial de cualquier modo y en cualquier medio o formato de esta publicación (reproducción, modificación, registro, copia, explotación, distribución, comunicación pública, transformación, publicación, reutilización, etc.) que no haya sido expresa y previamente autorizada.

El editor y los autores no aceptarán responsabilidades por las posibles consecuencias ocasionadas a las personas naturales o jurídicas que actúen o dejen de actuar como resultado de alguna información contenida en esta publicación.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES no será responsable de las opiniones vertidas por los autores de los contenidos, así como en foros, chats, u cualesquiera otras herramientas de participación. Igualmente, LA LEY SOLUCIONES LEGALES se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES queda eximida de cualquier responsabilidad por los daños y perjuicios de toda naturaleza que puedan deberse a la falta de veracidad, exactitud, exhaustividad y/o actualidad de los contenidos transmitidos, difundidos, almacenados, puestos a disposición o recibidos, obtenidos o a los que se haya accedido a través de sus PRODUCTOS. Ni tampoco por los Contenidos prestados u ofertados por terceras personas o entidades.

LA LEY SOLUCIONES LEGALES se reserva el derecho de eliminación de aquellos contenidos que resulten inveraces, inexactos y contrarios a la ley, la moral, el orden público y las buenas costumbres.

Nota de la Editorial: El texto de las resoluciones judiciales contenido en las publicaciones y productos de **LA LEY Soluciones Legales, S.A.U.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendój), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendój es el único organismo legalmente facultado para la recopilación de dichas resoluciones. El tratamiento de los datos de carácter personal contenidos en dichas resoluciones es realizado directamente por el citado organismo, desde julio de 2003, con sus propios criterios en cumplimiento de la normativa vigente sobre el particular, siendo por tanto de su exclusiva responsabilidad cualquier error o incidencia en esta materia.

RELACIÓN DE TRABAJOS POR DESPACHOS COLABORADORES

1. ALLEN & OVERY

1.1. Complejidades e instrumentos societarios para la capitalización de deuda en el marco de un plan de reestructuración, por Bosco DE CHECA, Mónica REPRESA, Alejandra PUIG y Juan GÓMEZ CARÚS.....	27
--	----

2. BAKER MCKENZIE

2.1. Transmisión de la totalidad del capital social de una sociedad titular de una concesión administrativa de construcción y explotación de una terminal de un importante puerto español para la manipulación de mercancía, por Jose HERES FERNÁNDEZ-LADREDA y Pablo GARCÍA CANOSA	51
---	----

3. CECA MAGÁN ABOGADOS

3.1. Operación de compraventa por la que resulta compradora y <i>holding</i> del grupo la sociedad que inicialmente era la sociedad target de un fondo de inversión, teniendo lugar una adquisición de participaciones de la dominante válida fuera de los supuestos permitidos por la ley, por Esther PÉREZ GARCÍA	75
---	----

4. CLIFFORD CHANCE

4.1. Sobre la limitación del número de licencias de servicios de VTC a una por cada treinta licencias de taxi (Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Primera, de 8 de junio de 2023, Asunto C-50/21), por Sofía MESTRE	97
4.2. Ampliación de capital en una sociedad anónima cotizada en el contexto de una operación de adquisición de negocio, por José María VILASECA BOIXAREU	115
4.3. Descifrando el artículo 3 de la Ley de Defensa de la Competencia: la práctica más reciente de la CNMC y de los tribunales, por Sara SELMA GARCÍA, Óscar BARRACCHINI FERNÁNDEZ y Luisa MORELY SERRANO	137

5. CMS ALBIÑANA & SUÁREZ DE LEZO

5.1. Participaciones adquiridas en ejecución de un poder irrevocable. Riesgos y soluciones, por Aleksandra CZAJKA	153
5.2. Transformación transfronteriza extraeuropea: de LLC de Delaware a Sociedad Limitada española, por Pedro FERRERAS GARCÍA, José Ramón MELÉNDEZ e Irene CAROL ESCOLÁ	167

6. CUATRECASAS

6.1. Operación transfronteriza de inversión en un grupo dedicado a la prestación de servicios de administración de instituciones de inversión colectiva, por Fernando MÍN-GUEZ, Carlota TOJO y Julián RUAN	189
6.2. Primera titulización pública en España calificada como «verde» bajo los Principios de Bonos Verdes (ICMA), por Miguel CRUZ ROPERO, Jaime Juan RODRÍGUEZ LOZANO y Jerónimo POZA ANGUÍS	205

7. DELOITTE LEGAL

7.1. Asesoramiento jurídico en una venta de carteras de activos inmobiliarios ocupados, por Agustín DEL RÍO GALEOTE y Alejandro ESPÍN GONZÁLEZ.....	225
---	-----

8. DICTUM ABOGADOS

8.1. Responsabilidad civil de abogados y procuradores: el “juicio dentro del juicio”, por Ana Belén CAMPUZANO y Blanca ORTIZ DÍAZ.....	249
--	-----

8.2. Dolo y relación de causalidad en el contrato de seguro, por Vicente GARCÍA GIL y Emma HERRERA CAMPUZANO	271
--	-----

9. DLA PIPER

9.1. Asesoramiento en el proceso de desinversión del negocio en España de una gran cementera internacional, por Luis BORRERO ZORITA.....	293
--	-----

10. GARRIGUES

10.1. La posición de los administradores en las operaciones de M&A: transferencia del riesgo, de la propiedad y relaciones de agencia, por Alejandro BEIGVEDER MONTERO y Beatriz CUEVAS ALMOGUERA.....	315
--	-----

10.2. Junta General: ponderación entre el derecho de información de los accionistas y la protección del interés social en el marco de una compraventa de empresa, por María CAÑO CADAHÍA	333
--	-----

10.3. El plan de reestructuración de un grupo societario, por Adrián THERY, Juan María JIMÉNEZ MORENO y Ander GUTIÉRREZ	355
---	-----

11. GÓMEZ-ACEBO & POMBO

11.1. Protección de acreedores y fusiones transfronterizas: retos y avances bajo el nuevo marco del Real Decreto-Ley 5/2023, por Constantino PÉREZ SALGADO y Sergio GÓMEZ LÓPEZ.....	381
--	-----

12. KPMG ABOGADOS

12.1. Primera salida a bolsa de una sociedad española en <i>Euronext Growth Milan</i> , por Maitane DE LA PEÑA y Giuseppe Maria BERTUGLIA.....	401
12.2. Consideraciones a tener en cuenta desde el punto de vista de la propiedad intelectual en el marco de la apertura de un museo de arte, por Eric ROMERO PRADES.	421

13. PWC TAX & LEGAL

13.1. Fusión transfronteriza y sucursalización del negocio en España de un grupo asegurador francés, por Jacobo LAVILLA PONS y Beatriz SOCÍAS FLORES.....	443
13.2. Aspectos legales más relevantes de las operaciones de M&A de colegios y centros educativos, por Javier MATEOS y Alberto DE PABLO	463

14. SQUIRE PATTON BOGGS

14.1. Aspectos relevantes de uno de los primeros procesos de plan de reestructuración bajo el nuevo marco de reestructuraciones derivado de la Ley 16/2022 de reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal, por José Luis IRIARTE y Manuel MINGOT.....	489
14.2. Análisis de la posición jurídica del acreedor <i>mezzanine</i> en el contrato entre acreedores en situación de subordinación estructural, por Manuel MINGOT	513

15. URÍA MENÉNDEZ

15.1. El impacto del ecosistema <i>fintech</i> en las operaciones de financiación, por José-Félix ZALDÍVAR DE LA RICA y María PAN DE SORALUCE GOYENECHÉ.....	533
15.2. La creación de un gigante del alquiler residencial, por Juan Antonio PÉREZ RIVARÉS y Rafael GARCÍA-PERROTE MARTÍNEZ	551
15.3. Titulización de créditos hipotecarios <i>performing</i> : las particularidades de la venta de carteras hipotecarias mediante la emisión de participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipoteca, por Ángel PÉREZ LÓPEZ, Pedro RAVINA MARTÍN y Raquel YANNONE OBREGÓN	573

ÍNDICE TEMÁTICO

COMPRAVENTA DE EMPRESAS

Transmisión de la totalidad del capital social de una sociedad titular de una concesión administrativa de construcción y explotación de una terminal de un importante puerto español para la manipulación de mercancía

Baker McKenzie 51

Operación de compraventa por la que resulta compradora y *holding* del grupo la sociedad que inicialmente era la sociedad target de un fondo de inversión, teniendo lugar una adquisición de participaciones de la dominante válida fuera de los supuestos permitidos por la ley

Ceca Magán Abogados..... 75

Operación transfronteriza de inversión en un grupo dedicado a la prestación de servicios de administración de instituciones de inversión colectiva

Cuatrecasas 189

Asesoramiento en el proceso de desinversión del negocio en España de una gran cementera internacional

DLA Piper..... 293

La posición de los administradores en las operaciones de M&A: transferencia del riesgo, de la propiedad y relaciones de agencia

Garrigues 315

Fusión transfronteriza y sucursalización del negocio en España de un grupo asegurador francés <i>PwC Tax & Legal</i>	443
Aspectos legales más relevantes de las operaciones de M&A de colegios y centros educativos <i>PwC Tax & Legal</i>	463
La creación de un gigante del alquiler residencial <i>Uría Menéndez</i>	551

CONCURSAL

Complejidades e instrumentos societarios para la capitalización de deuda en el marco de un plan de reestructuración <i>Allen & Overy</i>	27
El plan de reestructuración de un grupo societario <i>Garrigues</i>	355
Aspectos relevantes de uno de los primeros procesos de plan de reestructuración bajo el nuevo marco de reestructuraciones derivado de la Ley 16/2022 de reforma del Texto Refundido de la Ley Concursal <i>Squire Patton Boggs</i>	489
Análisis de la posición jurídica del acreedor <i>mezzanine</i> en el contrato entre acreedores en situación de subordinación estructural <i>Squire Patton Boggs</i>	513

FINANCIERO

Primera titulización pública en España calificada como «verde» bajo los Principios de Bonos Verdes (ICMA) <i>Cuatrecasas</i>	205
Asesoramiento jurídico en una venta de carteras de activos inmobiliarios ocupados <i>Deloitte Legal</i>	225

El impacto del ecosistema <i>fintech</i> en las operaciones de financiación	
<i>Uría Menéndez</i>	533
Titulización de créditos hipotecarios <i>performing</i> : las particularidades de la venta de carteras hipotecarias mediante la emisión de participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipoteca	
<i>Uría Menéndez</i>	573
MERCADO DE VALORES	
Primera salida a bolsa de una sociedad española en <i>Euronext Growth Milan</i>	
<i>KPMG Abogados</i>	401
SOCIETARIO	
Ampliación de capital en una sociedad anónima cotizada en el contexto de una operación de adquisición de negocio	
<i>Clifford Chance</i>	115
Participaciones adquiridas en ejecución de un poder irrevocable	
<i>CMS Albiñana & Suárez de Lezo</i>	153
Transformación transfronteriza extraeuropea: de LLC de Delaware a Sociedad Limitada española	
<i>CMS Albiñana & Suárez de Lezo</i>	167
Junta General: ponderación entre el derecho de información de los accionistas y la protección del interés social en el marco de una compraventa de empresa	
<i>Garrigues</i>	333
Protección de acreedores y fusiones transfronterizas: retos y avances bajo el nuevo marco del Real Decreto-Ley 5/2023	
<i>Gómez-Acebo & Pombo</i>	381

VARIOS

Sobre la limitación del número de licencias de servicios de VTC a una por cada treinta licencias de taxi (Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Sala Primera, de 8 de junio de 2023, Asunto C-50/21)	
<i>Clifford Chance</i>	97
Descifrando el artículo 3 de la Ley de Defensa de la Competencia: la práctica más reciente de la CNMC y de los tribunales	
<i>Clifford Chance</i>	137
Responsabilidad civil de abogados y procuradores: el “juicio dentro del juicio”	
<i>Dictum Abogados</i>	249
Dolo y relación de causalidad en el contrato de seguro	
<i>Dictum Abogados</i>	271
Consideraciones a tener en cuenta desde el punto de vista de la propiedad intelectual en el marco de la apertura de un museo de arte	
<i>KPMG Abogados</i>	421

**TRANSMISIÓN DE LA TOTALIDAD DEL
CAPITAL SOCIAL DE UNA SOCIEDAD
TITULAR DE UNA CONCESIÓN
ADMINISTRATIVA DE CONSTRUCCIÓN Y
EXPLOTACIÓN DE UNA TERMINAL DE UN
IMPORTANTE PUERTO ESPAÑOL PARA LA
MANIPULACIÓN DE MERCANCÍA**

Jose HERES FERNÁNDEZ-LADREDA
Abogado del Departamento Mercantil y M&A
Baker McKenzie

Pablo GARCÍA CANOSA
Abogado del Departamento Mercantil y M&A
Baker McKenzie

RESUMEN

En el presente artículo se analizan algunas de las cuestiones más relevantes suscitadas en el contexto de la estructuración, negociación e implementación de una operación de compraventa de la totalidad del capital social de una sociedad anónima de nacionalidad española titular de una concesión administrativa de construcción y explotación de la terminal de uno de los puertos marítimos españoles más importantes para la manipulación de mercancía.

Se trata de una operación de M&A prototípica pero con algunos componentes y factores que la singularizan y hacen de la misma una transacción interesante, tales como la complejidad en torno a las condiciones regulatorias aplicables para la formalización de la transmisión de las acciones, el largo período existente entre el inicio de las negociaciones y el cierre de la operación y la configuración final del precio de la compraventa de las acciones.

ABSTRACT

This article aims to analyse some of the most relevant issues raised in the context of the structuring, negotiation and implementation of a sale and purchase transaction of the entire issued share capital of one Spanish limited company holder of the administrative concession (concesión administrativa) regarding the construction and exploitation of the terminal of one of the most relevant Spanish maritime ports for maritime cargo transportation.

This was a classic M&A transaction that had several components and factors that make the same interesting such as, the complexity around the applicable regulatory conditions precedent for the consummation of the sale of the shares, the large interim period between the date of start of negotiations and the consummation of the transaction, as well as the final purchase price determination.

1. INTRODUCCIÓN: CASO PRESENTADO

En el marco del proceso de reorganización interna de su negocio en España, nuestro cliente —una de las empresas más importantes del mundo dedicadas al transporte marítimo y logística de mercancías y contenedores— (el «**Vendedor**»), decidió desinvertir el 100% de su participación en una de sus filiales en España (la «**Target**»), la cual era titular de una concesión administrativa de construcción y explotación de una terminal portuaria en uno de los puertos más relevantes de España para la manipulación de mercancía general (la «**Concesión**») y cuyo resultado en los últimos ejercicios venía siendo deficitario (la «**Operación**»).

En este contexto, y tras un proceso de búsqueda de posibles candidatos interesados en adquirir la Target, el Vendedor entabló conversaciones bilaterales con una empresa con relevancia en nuestro país y que se dedica, igualmente, al sector del transporte marítimo y logística de mercancías y contenedores (el «**Comprador**» y, de forma conjunta con el Vendedor, las «**Partes**») que acabaron fructificando en un proceso de negociación en exclusiva entre las Partes. No en vano, el Comprador era titular de otra concesión para la explotación de otra terminal portuaria en el mismo puerto que la Target y eso le convertía, indudablemente, en el comprador natural de la Target.

Tanto la Target como el Comprador eran, entre otros, accionistas directos de una sociedad anónima de nacionalidad española cuya actividad principal consistía en la gestión y puesta a disposición de sus accionistas de los trabajadores que éstos demandasen para el desarrollo de sus respectivas actividades y tareas en relación con el servicio portuario (la «**Filial**»). Dicha Filial tenía con un gran pasivo laboral y se encontraba en una delicada situación financiera por los resultados negativos que había acumulado en los últimos ejercicios.

Por múltiples razones —entre otras, por la infructuosa marcha de la Target y de la Filial en los últimos ejercicios—, la intención de las Partes era la de negociar, firmar y cerrar la Operación a la mayor brevedad posible y, en la

medida que lo permitiese la normativa aplicable, firmar y cerrar la Operación de forma simultánea.

No obstante, a lo largo del proceso de negociación se produjeron determinadas circunstancias que hicieron que las Partes tuvieran que replantearse la estructura de la Operación y, en algunos momentos, incluso la conveniencia de esta. Por ello, el proceso se dilató mucho más de lo inicialmente esperado, llegando a transcurrir casi dos años desde el inicio de las negociaciones de la documentación contractual hasta el cierre de la Operación. En particular, en mitad del proceso de negociación de los respectivos documentos contractuales de la Operación se produjeron las siguientes eventualidades que resultaron en la referida dilación del proceso:

— Por un lado, el accionista de control del Comprador llegó a un acuerdo por virtud del cual, sujeto a la obtención de la pertinente autorización en materia de inversiones extranjeras, transmitió una participación de control en el Comprador a una sociedad que estaba controlada por un tercer Estado (la «**Operación de Cambio de Control**»). Este evento —sin duda inesperado para el Vendedor— impactó en la Operación en dos aspectos fundamentalmente.

En primer lugar, dada la titularidad estatal del nuevo socio de control del Comprador, se hacía inevitable tener que obtener la autorización previa a la Operación por parte de las autoridades españolas en materia de inversión extranjera.

Y, en segundo lugar, porque el Comprador había manifestado firmemente su posición de no solicitar la autorización de la Operación a las autoridades españolas en materia de inversión extranjera mientras que no hubieran obtenido respuesta a la solicitud para la obtención de la autorización para la Operación de Cambio de Control.

— Y, por otro lado, un tercero presentó un recurso contencioso-administrativo frente a un acto administrativo de la Autoridad Portuaria que, en caso de resolverse de forma favorable al recurrente, podía llegar a afectar a la Concesión y, por tanto, a la Operación tal y como estaba planteada (el «**Recurso**»).

Este inesperado evento introdujo un elemento de incertidumbre para el Comprador puesto que, a pesar de que el objeto directo de la compraventa eran las acciones de la Target, lo que realmente interesaba al Comprador era

la actividad de la Target y, en particular, la Concesión tal y como venía siendo explotada por esta. Por ello, a pesar de que las Partes coincidían en la poca probabilidad de éxito del Recurso, éstas acordaron incluir determinadas protecciones en la documentación contractual.

Además de lo anterior, la consumación y cierre de la Operación (el «**Cierre de la Operación**») acabó sujetándose al cumplimiento de unas condiciones suspensivas consistentes en la obtención de determinadas autorizaciones regulatorias que, irremediablemente, acabaron dilatando el proceso por un período adicional cercano a los diez meses desde la firma del contrato de compraventa de acciones (o *share purchase agreement*, en inglés) («**SPA**»).

Con carácter adicional a lo anterior, la dilación en el Cierre de la Operación también se debió a la dificultad para llegar a un acuerdo en determinados asuntos —legales y comerciales— que son inherentes a casi todos los procesos de compraventa de acciones o participaciones sociales entre partes independientes como pueden ser, por ejemplo, el mecanismo de determinación del precio de compraventa, el régimen de responsabilidad del vendedor o las garantías a otorgar por el vendedor para garantizar al Comprador el cumplimiento de su potencial obligación de indemnización bajo el SPA.

2. PRINCIPALES PARTICULARIDADES JURÍDICAS Y COMERCIALES DE LA OPERACIÓN

A continuación, procedemos a detallar lo que, en nuestra opinión, fueron los elementos principales de la Operación, así como las cuestiones que, desde un punto de vista tanto legal como comercial, presentaban o añadieron cierta complejidad a la Operación y que hubieron de ser tenidas en cuenta para poder llegar a un acuerdo satisfactorio para ambas Partes.

2.1. Estructura y documentación de la Operación

2.1.1. Estructura de la Operación

Tal y como se mencionó en la introducción del presente artículo, el Cierre de la Operación se sujetó al cumplimiento de las siguientes condiciones suspensivas —sobre las que entraremos en detalle más adelante—:

— La obtención de la autorización previa a la Operación por parte de la Autoridad Portuaria.

- La obtención de la autorización previa a la Operación por parte de las autoridades españolas en materia de competencia.
- La obtención de la autorización previa a la Operación por parte de las autoridades españolas en materia de inversión extranjera.

Por tanto, la Operación se estructuró mediante firma y cierre separado.

2.1.2. Documentación de la Operación

Con carácter general, la documentación negociada por las Partes en el marco de la Operación no difiere sustancialmente de cualquier otra operación de compraventa de acciones o participaciones sociales de una sociedad española.

Como no podía ser de otra manera, el documento central de la Operación fue el SPA. No obstante, adicionalmente a dicho contrato y al margen de la documentación habitual en este tipo de operaciones —por ejemplo, la documentación societaria relativa al cambio de administradores o el cambio de denominación social para eliminar cualquier tipo de vinculación con el Vendedor—, se negoció la siguiente documentación:

- Una *side letter*, que se firmó simultáneamente a la firma del SPA y que regulaba determinadas obligaciones de hacer de las Partes durante el período interino en relación con la marcha de la Filial y cuyos compromisos eran esenciales para mitigar el riesgo de materialización de las contingencias existentes o la aparición de nuevas contingencias que pudieran afectar tanto a la Target —y, por tanto, al Vendedor en caso de que la Operación no llegara a cerrarse— como para el Comprador, ambos en su condición de accionistas de la Filial.

- Un contrato de depósito (o *escrow agreement* en inglés), que se adjuntó como modelo al SPA y que debía ser firmado por las Partes como actuación al cierre. En virtud de este contrato, las Partes acordaban que una parte del precio de compraventa debía ser depositado en una cuenta bancaria de titularidad conjunta abierta en una entidad financiera de reconocido prestigio en nuestro país como garantía de la obligación de indemnización al Comprador en caso de materialización, dentro de un determinado plazo tras el Cierre de la Operación, de determinadas contingencias en la Filial.

A pesar de que ambas Partes eran conocedoras de que en el mercado hay operadores que están empezando a remunerar este tipo de depósitos,

LA POSICIÓN DE LOS ADMINISTRADORES EN LAS OPERACIONES DE M&A: TRANSFERENCIA DEL RIESGO, DE LA PROPIEDAD Y RELACIONES DE AGENCIA

Alejandro BEIGVEDER MONTERO
Abogado
J&A Garrigues, S.L.P.

Beatriz CUEVAS ALMOGUERA
Abogada
J&A Garrigues, S.L.P.

RESUMEN

Cada vez viene siendo vez más frecuente la utilización, en las operaciones corporativas, del mecanismo de cierre del precio denominado *locked box*, en detrimento de la práctica tradicional de ajuste final al precio tomando como referencia unos estados financieros referidos a la fecha de cierre. La elección por la primera fórmula se justifica habitualmente en que la segunda genera una mayor complejidad regulatoria y en que es además en muchas ocasiones fuente de conflicto entre las partes. En una adquisición corporativa en la que las partes acordaron un período interino particularmente amplio por razones regulatorias y de mercado, hemos tenido ocasión de valorar algunas implicaciones de los diferentes mecanismos de cierre desde la perspectiva civil contractual y valorar la posición de los administradores en ambos regímenes, en relación con el cumplimiento de su deber general de diligencia y su relación con los accionistas.

ABSTRACT

It's becoming increasingly frequent the use of the *locked box* price closing mechanism, rather than the traditional practice of finally adjusting the price taking as a reference financial statements referred to the closing date. The choice for the first formula is justified in the fact that the second generates more regulatory complexity and is in many occasions a source of conflicts between the parties. In a corporate acquisition in which the parties agreed a relevantly long interim period for regulatory and business reasons, we have had the chance to assess the implications of the different closing mechanisms from a contractual civil law perspective and to evaluate the position of the directors under both regimes in relation to their duty of care and their relationship with the shareholders.

1. INTRODUCCIÓN

Una de las habituales cuestiones clave que las partes deben acordar en los procesos de adquisición de empresas es la fijación de un criterio para la valoración de la sociedad adquirida —y, con ello, para la determinación del precio definitivo de la compraventa— de cara al cierre de la transacción. La necesidad de dicha regulación se deriva del hecho de que, por regla general, media un plazo más o menos largo entre la firma del contrato de compraventa y el otorgamiento de la escritura de compraventa («*interim period*»), plazo que se articula para permitir que se dé cumplimiento a las condiciones suspensivas a las que, por lo general, toda operación corporativa viene sujeta, principalmente de carácter regulatorio.

Una vez queda regulado contractualmente el período interino que media entre la fecha del contrato privado y la de la escritura de compraventa, es preciso acordar en qué medida el precio inicialmente acordado, tomando como referencia un balance previo a la firma del contrato privado, puede verse afectado, en un sentido u otro, al cierre de la transacción. Toda sociedad mercantil es un ente dinámico que puede verse afectado por circunstancias externas o internas de toda índole que pueden resultar en una diferencia significativa en el valor de la compañía en el momento de cierre de la transacción respecto del inicialmente considerado por las partes, tanto en un sentido como en otro. La posibilidad de revisión del precio fijado en el contrato de compraventa se convierte, por tanto, en una cuestión de indudable trascendencia en la negociación entre las partes.

La práctica tradicionalmente seguida a estos efectos, y que contaba con mayor implantación en nuestro entorno, venía siendo la elaboración de unos estados financieros de cierre (*completion accounts*) en base a los cuales se habría de recalcular el valor de la empresa al cierre, tomando como referencia los parámetros acordados por las partes, generalmente en términos de elaboración de un *ebitda* normalizado y posterior descuento de la deuda financiera neta, una vez aplicado el múltiplo acordado por las partes para

determinar el valor de la compañía. Esta opción se ha venido entendiendo históricamente como la preferible para el comprador/inversor, en la medida que ajusta el precio de compraventa a la realidad del valor de la compañía en el momento de cierre, lo que permitirá al comprador descontar del precio cualquier deterioro en el patrimonio de la compañía adquirida, ya sea debido a la actuación del vendedor o a simples circunstancias del mercado, que de esta forma quedarían de cuenta del vendedor vía menor precio de venta. El ajuste al cierre, por otra parte, presenta como principal inconveniente desde la operativa del contrato la necesidad de regular la revisión del precio con posterioridad al cierre de la transacción, lo que frecuentemente genera situaciones conflictos entre las partes por el justificado interés del comprador en reducir al máximo el precio fijado y el del vendedor de que eso no ocurra.

Por los motivos apuntados desde hace ya tiempo viene siendo empleado, cada vez con mayor frecuencia, el mecanismo conocido como *locked box*, en virtud del cual el precio inicialmente fijado por las partes con referencia a un balance cerrado a una fecha determinada (el balance de referencia) permanece inalterado al cierre en tanto se cumplan por el vendedor ciertos compromisos relacionados con la inexistencia de disposiciones o salidas de caja no autorizadas (*leakages*) y el mantenimiento del curso ordinario del negocio.

Considerado generalmente como un sistema más sencillo y claro que el de *completion accounts* en tanto que evita la discusión habitual en torno al balance de cierre y su revisión posterior, el mecanismo de *locked box* traslada la discusión a la adecuada regulación del denominado período interino, durante el cual el comprador pretenderá que la empresa adquirida mantenga los parámetros que justifican su interés en la operación y que fueron tenidos en cuenta para la valoración de la compañía y la determinación del precio. La percepción de que existe un precio fijo no sujeto a revisión al cierre hace que esta opción haya sido generalmente considerada por los operadores como más beneficiosa para el vendedor. Sin embargo, como veremos en el caso que es objeto de estos comentarios, no siempre es así, por cuanto la decisión sobre cuál sea la mejor solución para cada parte es algo que depende significativamente de las circunstancias concurrentes en cada supuesto particular.

2. LAS CIRCUNSTANCIAS DEL CASO

La operación de referencia consistía en la adquisición del 100 por 100 del capital social de una empresa del sector servicios por parte de un com-

petidor que, por las relaciones preexistentes entre ambas empresas, era plenamente conocedor del negocio de la sociedad adquirida (*sociedad target*) y de sus perspectivas económicas a medio plazo. Por circunstancias que no son relevantes a los efectos de este artículo, la operación se articuló como opción de compra a la que se adjuntaba el contrato de compraventa pactado, si bien, de cara a simplificar estos comentarios haremos referencia al contrato de compraventa como si ya estuviera ejercitada la opción.

La sociedad objeto de la operación tenía unas claras perspectivas de crecimiento a medio plazo, tanto por el previsible incremento de las ventas como por la mejora de los márgenes, fruto de la progresiva reducción de costes y otras eficiencias que progresivamente se pondrán de manifiesto en el negocio. Todo ello hacía que la expectativa del vendedor, conocida y compartida por el comprador, era que el *ebitda* —que como es habitual serviría de base para determinar el precio de compraventa— previsiblemente crecería de forma sostenida y continuada a lo largo de los próximos meses y años.

El esperado crecimiento del *ebitda* justificaba que el interés del vendedor fuera que la valoración inicial realizada y que se reflejaba en el contrato de compraventa —en términos de múltiplo del *ebitda* a la fecha de referencia— fuera actualizada en fecha lo más cercana posible al cierre de la transacción, decantándose por tanto el vendedor por un mecanismo de cierre basado en la elaboración de unos estados financieros de cierre en base a los cuales se determinaría el precio definitivo de compraventa como, por otra parte, venía siendo la práctica habitual en el sector.

La actualización del valor al cierre, y con ello del precio de compraventa, cobraba una especial importancia en este caso, por cuanto la operación quedaba sujeta, además de a las condiciones suspensivas regulatorias habituales (su autorización por parte de competencia e inversiones exteriores), a otras condiciones suspensivas de negocio planteadas por el comprador, de cuyo cumplimiento dependía su interés en la operación y que podían darse o no en un período relativamente largo.

Todo lo anterior llevó a las partes a prever y regular en detalle la existencia de un período interino (el que media entre la firma del contrato privado y la escritura de compraventa) inusualmente prolongado en el tiempo. Esta circunstancia, unida a la expectativas de crecimiento de la *target* antes expuestas, justificaba el interés del vendedor en la revisión del precio de compraventa en una fecha lo más próxima posible al cierre efectivo de la transac-

ción, de tal forma que el mismo se ajustara todo lo posible al valor real de la compañía en el momento de cierre y que, en consecuencia, el comprador no se beneficiara injustificadamente, en perjuicio del vendedor, del previsible retraso en el cierre de la operación.

En cualquier caso, es preciso aclarar que el diferimiento del plazo de ejecución, pactado a demanda expresa del comprador, estaba alineado con el interés del vendedor en tanto que las perspectivas de la compañía eran, como ha quedado expuesto, de crecimiento sostenido a medio plazo. Por tanto, bajo un esquema de *completion accounts*, que la ejecución de la operación se retrasase, en principio, resultaba interesante para el vendedor en tanto debería afectar positivamente al precio de compraventa.

Frente a la pretensión del vendedor de ajustar el precio a la fecha de cierre, la parte compradora planteó, por razones de negocio, la necesidad de que se estableciera un mecanismo de *locked box*, de forma que el precio de compraventa, una vez fijado por las partes, permaneciera inalterado durante todo el período que transcurriera hasta el cierre de la operación. Esta solución se justificaba en que la transacción se enmarcaba dentro de otra operación corporativa cuya correcta estructuración exigía la fijación de un precio fijo para nuestra transacción que no fuera alterable con posterioridad.

En consecuencia, una primera cuestión a destacar de la operación era que, al contrario de lo que habitualmente suele sostenerse, en este supuesto y por razón de las especiales circunstancias concurrentes, fuera el comprador quien defendiera la aplicación del mecanismo de *locked box*, siendo por el contrario el interés del vendedor la realización de un ajuste al cierre para beneficiarse de las perspectivas de crecimiento de la compañía. La otra circunstancia relevante a tener en cuenta, y que ha quedado apuntada, es la larga duración del período interino por razón de las condiciones suspensivas pactadas, lo que dio pie a una serie de reflexiones en sede de la sociedad *target* sobre la especial posición de los administradores durante el período interino, según se comenta más adelante.

Siendo las pretensiones expuestas de ambas partes plenamente razonables y justificadas, aunque en apariencia contradictorias, la solución finalmente pactada se entendió que satisfacía el interés de ambas en el sentido de, por un lado, mantener la valoración inicial realizada en el contrato de compraventa y, por otro, compensar al vendedor del esperado mayor valor de la compañía a la fecha de cierre.

Así, tras valorar las distintas alternativas, las partes optaron por establecer un mecanismo de *locked box* con precio fijo referido a un balance previo a la firma de la compraventa, si bien corregido al alza al establecerse, como fórmula automática para la actualización del precio, un tipo de interés fijo («*ticking fee*») que pretende compensar al vendedor por el incremento esperado de valor de la compañía durante el período interino. Dicho tipo de interés tiene además un doble componente, al incorporar tanto la proyección mutuamente acordada de mejora del ebitda durante el período interino como la previsión de generación de caja, según las proyecciones de evolución del negocio, que eran compartidas por ambas partes.

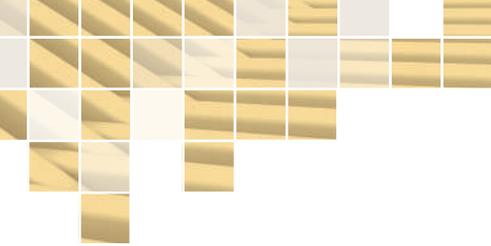
Según lo pactado en el contrato, este mecanismo llevaría a un ajuste de la valoración inicialmente acordada a la fecha de cierre de la operación, por simple aplicación del tipo de interés fijado, que las partes habían considerado razonable establecer y que quedó incorporado como ajuste objetivo al precio inicialmente pactado. Como queda dicho, este tipo de interés es fijo y no se verá modificado por la que finalmente sea la evolución del negocio, tanto en términos de ebitda como de generación de caja.

3. LOS MECANISMOS DE CIERRE Y LA TRANSMISIÓN DEL RIESGO CIVIL

Antes de entrar a valorar la posición de los administradores en situaciones de *locked box* prolongadas en el tiempo, parece interesante hacer algunas consideraciones sobre los mecanismos de cierre anteriormente referidos y su consideración desde la perspectiva civil, en particular como acuerdos de transmisión de riesgos en la compraventa de empresas.

Las adquisiciones de empresas, como es sabido, se articulan generalmente mediante la firma de un contrato privado que incorpora determinadas condiciones suspensivas, las cuales, una vez cumplidas, dan lugar al otorgamiento de la correspondiente escritura de transmisión de las acciones de la sociedad *target*. Desde la perspectiva civil parece claro que nos encontramos ante el esquema clásico de perfección de la compraventa mediante la firma de contrato privado, quedando la entrega de la cosa vendida, que se realiza mediante el otorgamiento de la escritura pública, diferida en el tiempo y sujeta al cumplimiento de determinadas condiciones suspensivas.

En este marco, el establecimiento de un mecanismo de *locked box* constituye un pacto perfectamente válido para la determinación del precio de compraventa, que va referido a la fecha del balance tomado por las partes.



Este año, el decimosexto del **Anuario Mercantil para abogados**, se caracteriza por la inclusión de numerosos artículos relativos a la compraventa de empresas, Derecho concursal, Derecho societario y a operaciones de financiación. **Los autores comparten su experiencia y conocimientos sobre complejas operaciones reales, acerca de temas de plena actualidad y que se encuentran a la vanguardia de la abogacía de los negocios.** Los artículos publicados se centran en los siguientes aspectos:

- Compraventa de empresas
- Concursal
- Financiero
- Mercado de valores
- Societario
- Varios

ISBN: 978-84-19905-80-2

