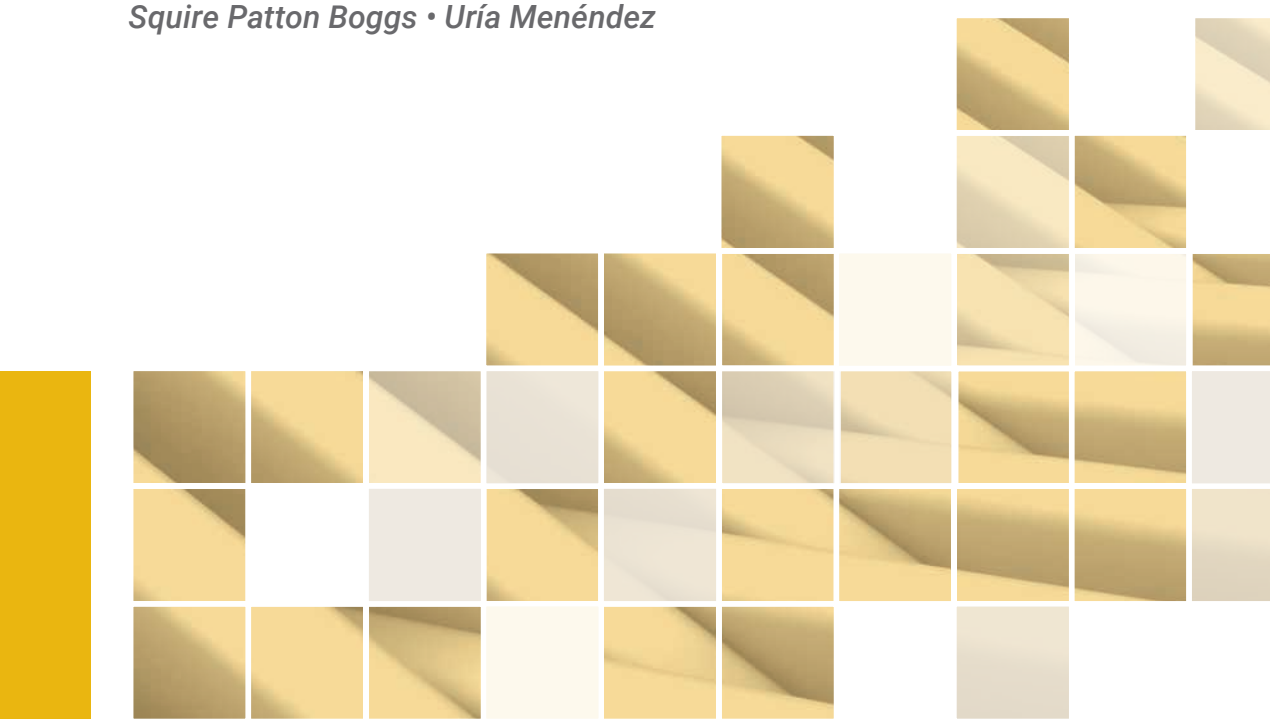
ANUARIOS

2025 Práctica Mercantil para abogados

Los casos más relevantes en 2024 de los grandes despachos

A&O Shearman • Addleshaw Goddard • Baker McKenzie • Ceca Magán Abogados • Clifford Chance • CMS Albiñana & Suárez de Lezo • Cuatrecasas • Deloitte Legal • Dictum Abogados • DLA Piper • Garrigues • Gómez-Acebo & Pombo • Herbert Smith Freehills Kramer • KPMG Abogados • Pérez-Llorca • PwC Tax & Legal • Ramón y Cajal Abogados • Squire Patton Boggs • Uría Menéndez



LA LEY

© **Varios Autores**, 2025
© **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**

ARANZADI LA LEY, S.A.U.
C/ Collado Mediano, 9
28231 Las Rozas (Madrid)
www.aranzadilaley.es
Atención al cliente: https://areacliente.aranzadilaley.es/publicaciones

Edición: junio 2025

Depósito Legal: M-12895-2025
ISBN versión impresa: 978-84-10292-72-7
ISBN versión electrónica: 978-84-10292-73-4

Diseño, Preimpresión e Impresión: ARANZADI LA LEY, S.A.U.
Printed in Spain

© **ARANZADI LA LEY, 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, ARANZADI LA LEY, S.A.U., 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. Diríjase 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.

ARANZADI LA LEY 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, ARANZADI LA LEY se exime de las posibles vulneraciones de derechos de propiedad intelectual y que sean imputables a dichos autores.

ARANZADI LA LEY 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.

ARANZADI LA LEY 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 **ARANZADI LA LEY, S.A.U.**, es suministrado por el Centro de Documentación Judicial del Consejo General del Poder Judicial (Cendoj), excepto aquellas que puntualmente nos han sido proporcionadas por parte de los gabinetes de comunicación de los órganos judiciales colegiados. El Cendoj 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. A&O SHEARMAN

1.1. Tendencias actuales en operaciones de coinversión en el sector de infraestructuras, por Pablo Méndez, Patricia Figueroa y Sergio Ochagavía 27

2. ADDLESHAW GODDARD

2.1. Aumento de capital no dinerario mediante aportación de posiciones en fondos de inversión, por Roberto POMARES BOTANA y Elena TORRECILLAS IGLESIAS 51

3. BAKER MCKENZIE

3.1. Las inversiones de minoría por los fondos de *private equity*: complejidades y particularidades legales, por Luis FUSTER GRAU y Modesto PUERTA CABRERA 77

4. CECA MAGÁN ABOGADOS

4.1. Análisis de la ejecución, en el mercado de telecomunicaciones español, de una operación simultánea de: (i) una fusión por absorción de sociedad íntegramente participada; (ii) una fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas directamente por el mismo socio único;

y (iii) una fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas indirectamente por el mismo socio único, con emisión de informe de experto independiente, por Esther PÉREZ GARCÍA 103

5. CLIFFORD CHANCE

5.1. La colaboración de los órganos de contratación y el uso de inteligencia artificial en la detección de prácticas anticompetitivas en el ámbito de las licitaciones públicas (con ocasión de la Resolución S/0016/21, Suministro de Alimentos, de 10 julio de 2024), por Ana LATORRE ZANÓN 127

5.2. Transmisión de suelos en Aragón a favor de un inversor institucional para la promoción de un centro de datos, por Itziar KRAUS RODRÍGUEZ, Mónica ROMERO MARTÍNEZ y Andrés BERRAL ZURITA 149

5.3. Novedades prácticas en el régimen sancionador en materia de derecho español de la competencia, por Diego DOMÉNECH, Luisa MORELY y Daniel HERNÁNDEZ 167

6. CMS ALBIÑANA & SUÁREZ DE LEZO

6.1. Conflicto de intereses y el deber de lealtad, por Patricia ESTEBAN LEOZ 191

6.2. Posibilidad de formalizar la transmisión de participaciones españolas ante un notario extranjero, por Luis TRIGUEROS VON KORFF 207

7. CUATRECASAS

7.1. Operación de fusión transfronteriza intracomunitaria entre una entidad de crédito luxemburguesa y una S.G.I.I.C. española, por Fernando MÍNGUEZ, Carlota TOJO y Julián RUAN..... 229

7.2. La titulización como mecanismo de financiación de circulante de las empresas, por Jaime DE LA TORRE VISCASILLAS y Jerónimo POZA ANGUÍS 247

8. DELOITTE LEGAL

8.1. Aspectos técnico-jurídicos de la transmisión del negocio de *Services* para plantas de energías renovables, por David USANO BENÍTEZ y Alberto CASTILLA DE LA CALLE 263

9. DICTUM ABOGADOS

9.1. Disolución de sociedad de responsabilidad limitada por paralización de órganos sociales a través de procedimiento de jurisdicción voluntaria (AJM Alicante núm. 4, 559/2024 de 3 de diciembre de 2024), por Esperanza GALLEGO SÁNCHEZ y Vicente José GARCÍA GIL 283

10. DLA PIPER

10.1. *The (head)hunter hunted*, por Joaquín ECHÁNOVE ORBEA y Francisco BACHILLER STRÖHLEIN..... 307

11. GARRIGUES

11.1. Plataforma paneuropea destinada a la financiación de clubes de fútbol, por Luis Enrique PALACIOS..... 329

11.2. Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre como vehículos adecuados para la inversión exclusiva en deuda y su comercialización a no profesionales, por Luis DE LA PEÑA y David HARTO..... 349

11.3. Particularidades de las fusiones simplificadas con la nueva normativa sobre modificaciones estructurales, por Arnau TAPIAS MONNÉ 367

12. GÓMEZ-ACEBO & POMBO

12.1. Caso Celsa: El primer plan de restructuración no consensual con arrastre de los accionistas y el deudor (Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona de 4 de septiembre de 2023, 26/2023), por Antonio RAMÍREZ DÍEZ, Miguel LAMO DE ESPINOSA ABARCA, Ferran FOIX MIRALLES y Rodrigo LÓPEZ GONZÁLEZ..... 387

13. HERBERT SMITH FREEHILLS KRAMER

13.1. Venta por una sociedad cotizada de su filial de energías renovables con presencia en diferentes jurisdicciones extracomunitarias, por Guillermo URIARTE SENÉN y Antonio COVEÑAS ROMÁN 417

14. KPMG ABOGADOS

14.1. Financiaciones sostenibles: emisión de pagarés verdes, por Maitane DE LA PEÑA, Isabel GUTIÉRREZ y Giuseppe Maria BERTUGLIA..... 435

15. PÉREZ-LLORCA

15.1. Estrategias para la adquisición de control de sociedades cotizadas en situación de dificultad financiera con excepción de la obligación de formular una OPA: Análisis del artículo 8.d) del RD 1066/2007 de OPAs, por Iván DELGADO GONZÁLEZ, Ángel MARTÍN GARCÍA e Ignacio BUIL VERA 457

15.2. Aplicación de las exenciones a la obligación de publicar folleto en aumentos de capital de una sociedad cotizada, por Yolanda AZANZA CRESPO, Darío GONZÁLEZ-CAMPOS GÓMEZ y Cristina AGUILAR RODRÍGUEZ .. 481

16. PwC TAX & LEGAL

16.1. Las *tracking shares* como alternativa a la separación de socios, por Jerónimo CALLEJO SOLANO y Fernando FONSECA ORQUÍN. 505

17. RAMÓN Y CAJAL ABOGADOS

17.1. Los efectos del Plan de Reestructuración sobre las Garantías de Terceros: Análisis del *Third Party Release* en el Nuevo Marco Concursal, por Elena HAZAS GONZÁLEZ y Cándido PÉREZ SANZ 525

17.2. La inexistente figura en la LC de la oposición a la NO aprobación del Convenio en sede concursal: Cauce, legitimación y motivos, por Alejandro URRIZBURU SANTOS y Cándido PÉREZ SANZ 543

18. SQUIRE PATTON BOGGS

18.1. Financiación alternativa de centros de datos sostenibles, por José Luis IRIARTE 565

18.2. Análisis de una financiación sindicada para adquisiciones permitidas con un préstamo Tramo B de fondo, por Manuel MINGOT 585

19. URÍA MENÉNDEZ

19.1. La compraventa de unidad de negocio consistente en la explotación de una cantera, por Juan Antonio PÉREZ RIVARÉS y Rafael GARCÍA-PERROTE MARTÍNEZ..... 605

19.2. Creación de una plataforma de inversión global en proyectos agrícolas, por Pedro RAVINA MARTÍN y Felipe CARBONELL GARCÍA 627

19.3. Proyectos *greenfield* de economía circular: en la intersección entre ecología y rentabilidad, por Tomás José ACOSTA ÁLVAREZ y José SÁNCHEZ-FAYOS MARTÍN-PEÑA..... 649

ÍNDICE TEMÁTICO

COMPRAVENTA DE EMPRESAS

Tendencias actuales en operaciones de coinversión en el sector de infraestructuras
A&O Shearman 27

Las inversiones de minoría por los fondos de *private equity*: complejidades y particularidades legales
Baker McKenzie 77

Transmisión de suelos en Aragón a favor de un inversor institucional para la promoción de un centro de datos
Clifford Chance 149

Aspectos técnico-jurídicos de la transmisión del negocio de *Services* para plantas de energías renovables
Deloitte Legal 263

The (head)hunter hunted
DLA Piper..... 307

Venta por una sociedad cotizada de su filial de energías renovables con presencia en diferentes jurisdicciones extracomunitarias
Herbert Smith Freehills Kramer..... 417

La compraventa de unidad de negocio consistente en la explotación de una cantera
Uría Menéndez 605

CONCURSAL

Caso Celsa: El primer plan de restructuración no consensual con arrastre de los accionistas y el deudor (Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona de 4 de septiembre de 2023, 26/2023)
Gómez-Acebo & Pombo..... 387

Los efectos del Plan de Reestructuración sobre las Garantías de Terceros: Análisis del *Third Party Release* en el Nuevo Marco Concursal
Ramón y Cajal Abogados 525

La inexistente figura en la LC de la oposición a la NO aprobación del Convenio en sede concursal: Cauce, legitimación y motivos
Ramón y Cajal Abogados 543

Financiero

La titulización como mecanismo de financiación de circulante de las empresas
Cuatrecasas 247

Plataforma paneuropea destinada a la financiación de clubes de fútbol
Garrigues..... 329

Financiaciones sostenibles: emisión de pagarés verdes
KPMG Abogados..... 435

Financiación alternativa de centros de datos sostenibles
Squire Patton Boggs..... 565

Análisis de una financiación sindicada para adquisiciones permitidas con un préstamo Tramo B de fondo
Squire Patton Boggs..... 585

MERCADO DE VALORES

Estrategias para la adquisición de control de sociedades cotizadas en situación de dificultad financiera con excepción de la obligación de formular una OPA
Pérez-Llorca..... 457

Aplicación de las exenciones a la obligación de publicar folleto en aumentos de capital de una sociedad cotizada
Pérez-Llorca..... 481

SOCIETARIO

Aumento de capital no dinerario mediante aportación de posiciones en fondos de inversión
Addleshaw Goddard 51

Análisis de la ejecución, en el mercado de telecomunicaciones español, de una operación simultánea de: (i) una fusión por absorción de sociedad íntegramente participada; (ii) una fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas directamente por el mismo socio único; y (iii) una fusión por absorción de sociedades íntegramente participadas indirectamente por el mismo socio único, con emisión de informe de experto independiente
Ceca Magán Abogados..... 103

Conflicto de intereses y el deber de lealtad
CMS Albiñana & Suárez de Lezo 191

Posibilidad de formalizar la transmisión de participaciones españolas ante un notario extranjero
CMS Albiñana & Suárez de Lezo 207

Operación de fusión transfronteriza intracomunitaria entre una entidad de crédito luxemburguesa y una S.G.I.I.C. española
Cuatrecasas 229

Disolución de sociedad de responsabilidad limitada por paralización de órganos sociales a través de procedimiento de ju-

risdicción voluntaria (AJM Alicante núm. 4, 559/2024 de 3 de diciembre de 2024)
Dictum Abogados 283

Particularidades de las fusiones simplificadas con la nueva normativa sobre modificaciones estructurales
Garrigues..... 367

Las *tracking shares* como alternativa a la separación de socios
PwC Tax & Legal..... 505

VARIOS

La colaboración de los órganos de contratación y el uso de inteligencia artificial en la detección de prácticas anticompetitivas en el ámbito de las licitaciones públicas (con ocasión de la Resolución S/0016/21, *Suministro de Alimentos*, de 10 julio de 2024)
Clifford Chance 127

Novedades prácticas en el régimen sancionador en materia de derecho español de la competencia
Clifford Chance 167

Las Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre como vehículos adecuados para la inversión exclusiva en deuda y su comercialización a no profesionales
Garrigues..... 349

Creación de una plataforma de inversión global en proyectos agrícolas
Uría Menéndez 627

Proyectos *greenfield* de economía circular: en la intersección entre ecología y rentabilidad
Uría Menéndez 649

OPERACIÓN DE FUSIÓN TRANSFRONTERIZA INTRACOMUNITARIA ENTRE UNA ENTIDAD DE CRÉDITO LUXEMBURGUESA Y UNA S.G.I.I.C. ESPAÑOLA

Fernando Mínguez

Carlota Tojo

Julián Ruan

Cuatrecasas

RESUMEN

En este comentario analizamos una operación de fusión transfronteriza intracomunitaria que se perfeccionó a principios de 2024, como parte de una reestructuración más amplia de un grupo de banca privada suizo. Este tipo de operaciones ejemplifica la tendencia creciente de los grupos financieros de aprovechar la normativa europea para prestar servicios transfronterizos, lo que les permite reducir su estructura societaria, con el correspondiente ahorro, no solo en términos de costes, sino también en términos de gobierno corporativo, informes periódicos a los reguladores financieros o gestión de operaciones. La operación implicó la absorción de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva española por una entidad de crédito luxemburguesa, con la atribución simultánea de todos los activos y pasivos de la primera en favor de una sucursal española de la sociedad absorbente. En este comentario tratamos de abordar los aspectos más relevantes del citado proceso de fusión desde un punto de vista jurídico y práctico, en un contexto legislativo cambiante, ya que durante el transcurso del proceso se aprobó el Real Decreto-ley 5/2023, que introdujo cambios sustanciales con potencial impacto en la fusión tanto desde el punto de vista procedimental como desde el sustantivo.

ABSTRACT

In this commentary, we analyze a cross-border intra-community merger transaction that took effect at the beginning of 2024, as part of a broader restructuring of a Swiss private banking group. This type of transaction exemplifies the growing trend among financial groups to leverage European regulations to provide cross-border services, allowing them to streamline their corporate structure, thereby achieving savings not only in terms of costs but also in terms of corporate governance, periodic reporting to financial regulators, and operational management. The transaction involved the absorption of a Spanish collective investment scheme management company by a Luxembourg credit institution, with the simultaneous transfer of all assets and liabilities of the former to a Spanish branch of the absorbing company. In this commentary, we aim to address the most relevant aspects of the aforementioned merger process from both a legal and practical perspective, within a changing legislative context, as during the course of the process, Royal Decree-Law 5/2023 was enacted, introducing substantial changes that could impact the merger both formally and substantively.

I. HECHOS

1. Introducción

Este comentario versa sobre una operación de fusión transfronteriza intracomunitaria que se perfeccionó a inicios del año 2024 en el marco de un proceso de reestructuración corporativo más amplio de un grupo de banca privada cuya entidad dominante se encuentra en Suiza (el «*Grupo BS*»). La citada operación, implicó la absorción de una sociedad anónima española con licencia de sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (en adelante, la «*Sociedad Absorbida*»), por su accionista único, una sociedad anónima luxemburguesa (*société anonyme*) con licencia de entidad de crédito (*établissement de crédit*) (en adelante, la «*Sociedad Absorbente*» y la operación de fusión, la «*Fusión*»). En adelante, se podrá hacer referencia a la Sociedad Absorbente y la Sociedad Absorbida, conjuntamente, como las «*Sociedades Participantes*».

Con la Fusión se buscaba simplificar la estructura del grupo en España, ya que el Grupo BS operaba aquí (i) a través de la Sociedad Absorbida y (ii) en régimen de libre prestación de servicios, a través de una sucursal española de la Sociedad Absorbente que estaba (y está) autorizada para llevar a cabo, entre otras actividades, las relativas a la gestión discrecional de carteras (la «*Sucursal*»). Así, se optó por mantener la Sucursal, por lo que la Fusión debía configurarse como un instrumento que permitiese atribuir los activos y pasivos de la Sociedad Absorbente a esta. Esta operación es un ejemplo más de la tendencia creciente entre los grupos financieros de aprovechar la normativa europea para prestar servicios transfronterizos dentro de la Unión Europea, lo que les permite optimizar su estructura societaria y reducir significativamente sus costes operativos. En este contexto, Luxemburgo se ha consolidado como un centro prioritario de la industria financiera europea y como destino preferido de muchos grupos financieros, especialmente para las actividades relativas a la gestión de instituciones de inversión colectiva.

Con la disolución y extinción de la Sociedad Absorbida, una vez se hiciese efectiva la Fusión y por lo que hace a la actividad del Grupo BS en España: (i) se simplificaría la estructura societaria, con la correspondiente reducción de tareas administrativas, contables y legales que ello implica; (ii) se eliminarían duplicidades, tanto en costes como en recursos destinados a al cumplimiento regulatorio o normativo (por ejemplo, obligaciones de reporte a los reguladores financieros), así como en la gestión de operaciones de partes vinculadas entre la Sucursal y la Sociedad Absorbida, que dejarían de producirse con la extinción de esta última; y (iii) se obtendría una mayor eficiencia, no solo desde un punto de vista económico, sino también organizativo y de relaciones con los clientes, pasándose a canalizar el negocio de gestión discrecional de carteras desde Luxemburgo a través de la Sucursal[(1)].

Por tanto, la Fusión no tenía como objetivo final una transmisión en bloque por sucesión universal de todos los activos y pasivos de la Sociedad Absorbida en favor de la Sociedad Absorbente, que los asignaría de forma inmediata a la Sucursal.

2. Consideraciones previas

Como en todo proceso de Fusión, con carácter previo a su formalización debía llevarse a cabo un análisis o revisión de determinadas relaciones jurídicas de las Sociedades Participantes con el fin de identificar y resolver, en su caso, los eventuales obstáculos que pudieran surgir o las potenciales contingencias que pudieran derivarse de la Fusión. Más allá de las cuestiones habituales (como restricciones a la cesión de contratos por operación de modificaciones estructurales u otros aspectos de cariz operativo o técnico, como notificaciones a proveedores, clientes y sociedades gestoras), en este contexto, se puso de relieve una cuestión de particular importancia: la necesidad de formalizar la sustitución de la Sociedad Absorbida como sociedad gestora de las sociedades de inversión de capital variable (*SICAV*) cuya gestión tenía encomendada, ya que esta actividad no podría realizarse por la Sucursal[(2)]: una de las pocas actividades financieras que las entidades de cré-

(1) La Sociedad Absorbida realizaba las siguientes actividades: (i) actuaba como sociedad gestora de vehículos de inversión españoles; (ii) prestaba servicios de gestión discrecional de carteras a sus clientes (la Sociedad Absorbida tenía en vigor 321 contratos de gestión discrecional de carteras que representaban más de 500 millones de euros); y (iii) prestaba servicios de gestión discrecional de carteras a cinco sociedades de inversión luxemburguesas (SICAV), por delegación de su correspondiente sociedad gestora, por un total de activos gestionados de 204 millones de euros. La primera de las actividades cesaría con anterioridad a la efectividad de la Fusión.

(2) *Vid*. nota anterior.

dito no pueden desarrollar por sí mismas es la gestión de instituciones de inversión colectiva.

Por otro lado, en la medida en que la Sociedades Participantes eran entidades reguladas, esto es, sometidas a supervisión, tanto en sede de la Sociedad Absorbente (por la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (CSSF)), como en sede de la Sociedad Absorbida (por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)), la aprobación de la Fusión debía quedar supeditada a la previa obtención de las autorizaciones regulatorias que procediesen, en su caso.

Dado que el cumplimiento de las cuestiones antes citadas dependen de terceros (recordemos que el nombramiento de la sociedad gestora corresponde a los órganos de gobierno de las SICAV, que deben fundamentar sus decisiones en el mejor interés de sus accionistas y, está sujeto a determinadas formalidades, como la actualización del folleto o la inscripción del citado cambio en el correspondiente registro administrativo de la CNMV), procedía articular su resolución en los documentos societarios como condiciones suspensivas a la aprobación o efectividad de la Fusión, tal y como explicaremos más adelante.

En otro orden de cosas, en el plano temporal, los órganos de administración de las Sociedades Participantes aprobaron el correspondiente proyecto sobre la Fusión (el «*Proyecto de Fusión*») en fecha 28 de junio de 2023, apenas veinticuatro horas antes de la publicación en el BOE del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea, que recoge en su libro primero una nueva regulación en materia de modificaciones estructurales (la «*Nueva LME*»). Como es conocido, la Nueva LME, cuyo objetivo es trasponer la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas, introdujo cambios sustanciales de forma y fondo que podrían impactar de pleno al calendario establecido para formalizar la Fusión.

Toda vez que la Nueva LME entraría en vigor un mes después a la fecha de aprobación del Proyecto de Fusión, es decir, el 29 de julio de 2023, tuvi-

PROYECTOS *GREENFIELD* DE ECONOMÍA CIRCULAR: EN LA INTERSECCIÓN ENTRE ECOLOGÍA Y RENTABILIDAD

Tomás José Acosta Álvarez

José Sánchez-Fayos Martín-Peña

Abogados de Uría Menéndez

RESUMEN

En este trabajo se resumen algunas de las cuestiones que plantea la inversión en proyectos *greenfield* de economía circular por un inversor financiero. La forma en la que se estructuran estas operaciones responde, en buena medida, a los diferentes intereses en juego. El inversor financiero busca dar rentabilidad a sus accionistas dentro del horizonte de inversión contemplado. Por su parte, los fundadores precisan de la inyección del capital que permita la construcción y desarrollo de un proyecto al que han dedicado tiempo y esfuerzo. La percepción de valor de unos y otros puede ser muy distinta, sobre todo en los estadios más incipientes de la operación. Sobre esta cuestión pivotan buena parte de las negociaciones, así como las pretensiones en cuanto a la distribución de costes y riesgos. Cohonestar ambos intereses es probablemente el principal reto de quienes participan en este tipo de operaciones.

ABSTRACT

This paper summarizes some of the main issues arising from greenfield investments carried out by financial investors in circular economy projects. The way in which these transactions are structured largely responds to the different interests at play. Financial investors seek to provide a return to shareholders within the envisaged investment horizon, whereas founders require the capital injection that allows the construction and development of the project to which they have devoted time and effort. The perception of value by each of these players can be very different, especially in the early stages of the transaction. In fact, a significant part of the negotiations, including risk and cost allocation, centers around this matter. Reconciling interests at stake is probably the main challenge for anyone involved in this type of deals.

I. HECHOS

1. Introducción

Han transcurrido ya más de diez años desde que la Comisión Europea publicara su Comunicación «*Hacia una economía circular: un programa de cero residuos para Europa*». Allí se cuestionaba el modelo productivo que, desde la revolución industrial, ha sostenido el crecimiento de las economías europeas: tomar, fabricar, consumir y eliminar. Un modelo que, en palabras de la propia Comisión, era principalmente lineal, basado en la hipótesis de la abundancia, disponibilidad, facilidad de obtención de los recursos y eliminación barata de los residuos.

En la referida Comunicación se resaltaron los beneficios de evolucionar nuestros procesos de producción hacia modelos circulares, que permitan mantener en circulación el valor añadido de los productos el mayor tiempo posible mediante su «valorización». Para ello, se apuntó la importancia de eliminar las barreras existentes y de fomentar un entorno regulatorio que favorezca el desarrollo de proyectos en este campo.

A lo anterior siguieron varios planes de acción centrados específicamente en la economía circular. Se buscaba abarcar todo el ciclo económico en sentido amplio, evitando una mirada centrada exclusivamente en la reducción de desechos. También se identificaron una serie de sectores que, por sus singulares características, precisaban de atención individualizada. En este contexto, no sorprende que los plásticos se incluyeran dentro de las áreas prioritarias de actuación, como demuestra la Comunicación «*Un estrategia europea para el plástico en una economía circular*» publicada por la Comisión Europea en 2018.

En todas estas iniciativas transpiraban motivaciones que todavía persisten. La disminución de nuestra dependencia a la importación de productos, la reducción de gases de efecto invernadero o la mejora de la competitividad

de la Unión Europea son aspiraciones que continúan vigentes en la actualidad, cuando no se han acentuado.

Estas medidas para incentivar proyectos de economía circular desde el lado de la oferta, unidas a otras políticas que, desde el lado de la demanda, acercan a otros agentes a los productos valorizados, han contribuido en cierta forma a «cerrar el círculo». Así, hoy existe un ecosistema que fomenta la investigación y el desarrollo de nuevas tecnologías, un mercado para los nuevos productos y, como veremos en este trabajo, existe también el necesario interés en el sector financiero para invertir en el desarrollo y ejecución de estos proyectos.

2. Proyectos *greenfield* de economía circular

Los plásticos han acaparado una parte no menor de la atención, no solo en lo que se refiere a su producción, uso y reciclado, sino también, y en lo que aquí interesa, en lo relativo a su valorización y reutilización a través de modelos de economía circular.

En España existen varios programas y líneas de investigación que llevan ya varios años trabajando en este campo. Empiezan, así, a observarse algunos proyectos más maduros que, superada la fase preliminar de ingeniería, cálculo y estudio, buscan arrancar como proyectos ejecutables previa obtención de los permisos correspondientes y del capital necesario para llevarlos a cabo. Es esa fase embrionaria, en la que el proyecto solo existe en papel, pendiente de la permisología y de las necesidades financieras, a la que nos referimos en este trabajo como «*greenfield*».

Factores como la robustez del proyecto, la experiencia de los fundadores, el mercado al que va destinado el producto, los contratos o preacuerdos firmados con clientes y proveedores, los derechos de propiedad intelectual e industrial subyacentes o la localización del proyecto, entre otros, determinarán la mayor o menor facilidad de levantar capital para desarrollarlo. Por otro lado, teniendo en cuenta que un proyecto *greenfield* de estas características puede tardar varios años en generar flujos de caja positivos con los que atender el servicio de la deuda, la financiación bancaria tradicional no suele ser una opción para los socios fundadores.

Es en este contexto donde los inversores financieros pueden jugar un papel determinante. Muchas casas de *private equity* estructuran sus fondos de inversión atendiendo a diferentes áreas o sectores. Las hay incluso más especializadas, dedicadas exclusivamente a la inversión en un concreto área

o sector en particular. Un proyecto *greenfield* en economía circular puede encajar en la estrategia de inversión de muchos de estos fondos, y en este trabajo veremos dos ejemplos recientes.

II. LA ENTRADA DE UN FONDO EN PROYECTOS *GREENFIELD* DE ECONOMÍA CIRCULAR

En esta sección se resumen algunas de las cuestiones más relevantes que suscita la entrada de un fondo de inversión en proyectos *greenfield* de economía circular. En concreto, se analizan dos operaciones relacionadas con proyectos para la construcción, desarrollo y operación de plantas de reciclado de residuos plásticos para su posterior conversión en otros productos.

En ambos supuestos, el negocio subyacente pivota sobre el concepto de economía circular, en la medida en que persiguen la recuperación de energía mediante la valorización de residuos y materiales plásticos que de otra forma acabarían en vertederos. Para evitar duplicidades innecesarias, se tratarán ambas operaciones de manera unitaria, destacando, cuando resulte de interés, aquellas cuestiones más reseñables que las diferencian.

En cualquier caso, muchas de las cuestiones que aquí se tratan son extrapolables a otros proyectos *greenfield*. Lógicamente, cada proyecto tiene sus características y particularidades, su calendario de ejecución y de desarrollo comercial, pero el equilibrio de los diferentes intereses en juego y las preocupaciones que existen en uno y otro lado de la mesa serán, en muchas ocasiones, similares a los que aquí enunciamos.

1. Aspectos subjetivos: las partes

En las operaciones de inversión *greenfield* objeto del presente trabajo pueden diferenciarse, al menos, dos grupos de sujetos: por un lado, el inversor financiero y, por otro, los socios fundadores.

1.1. El inversor financiero

El inversor en ambas operaciones era la división industrial de un fondo de inversión. Como veremos, la entrada del fondo en estos negocios se produjo, en un caso, mediante la adquisición de la totalidad de las participaciones de la sociedad a través de la cual los socios fundadores habían vehiculizado el proyecto y, en otro, mediante la adquisición de un porcentaje de control a través de una ampliación de capital dineraria.

Este año, el decimoséptimo 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: 978-84-10292-72-7

LA LEY