

---

# Operaciones de fusión y adquisición de empresas

---

PID\_00247850

Blanca Torrubia Chalmeta  
Eduardo Valpuesta Gastaminza



# Índice

<b>Introducción</b> .....	7
<b>Objetivos</b> .....	8
<b>1. Introducción general a los procesos de fusión y adquisición de empresas</b> .....	9
1.1. Fusiones y adquisiciones de empresas: introducción .....	9
1.2. Los motivos y las formas de lograr la adquisición .....	11
1.2.1. La finalidad de la adquisición .....	11
1.2.2. Las formas de adquisición .....	12
1.2.3. La negociación y los pasos de una fusión o adquisición .....	14
<b>2. Las diversas formas de adquisición</b> .....	16
2.1. Modificación estructural en las sociedades implicadas .....	16
2.1.1. La incidencia de la Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles .....	16
2.1.2. La fusión .....	18
2.1.3. La escisión y la segregación .....	26
2.1.4. La cesión global de activo y pasivo .....	31
2.2. La creación de <i>joint ventures</i> .....	35
2.2.1. Concepto y clases de <i>joint ventures</i> .....	35
2.2.2. Algunos aspectos problemáticos del régimen jurídico de las <i>joint ventures</i> : creación, control conjunto y derecho de la competencia .....	38
2.3. La adquisición de un paquete de control .....	40
2.3.1. Formalización de la transmisión .....	41
2.3.2. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones .....	42
2.3.3. Cláusulas de desinversión y cláusulas de liquidez .....	47
2.3.4. Régimen específico de las ofertas públicas de adquisición, en sociedades anónimas cotizadas .....	49
2.4. La compra de empresa, de unidad productiva o de ciertos activos .....	54
2.4.1. La compra de empresa .....	54
2.4.2. Régimen de la adquisición de unidad productiva de empresa concursada .....	56
<b>3. La negociación de la fusión o adquisición</b> .....	58
3.1. La búsqueda y la toma de contacto .....	58
3.2. El inicio de la negociación: la «carta de intenciones» .....	59

3.2.1.	Concepto y caracterización de la «carta de intenciones» .....	59
3.2.2.	La tensión entre la no vinculación y la búsqueda del éxito de la adquisición. La necesidad de un punto de partida de seriedad en la negociación .....	60
3.2.3.	Contenido usual de una «carta de intenciones» .....	63
3.2.4.	La exigencia de responsabilidad ante la ruptura de negociaciones repentina o de mala fe .....	66
3.2.5.	«Carta de intenciones» frente a precontrato de adquisición .....	70
3.3.	La auditoría de la empresa que se va a adquirir ( <i>due diligence</i> ) ....	71
3.3.1.	La importancia y alcance de la auditoría o <i>due diligence</i> .....	71
3.3.2.	Tipos de <i>due diligence</i> en función de la materia, momento de realización y sujeto que la efectúa .....	73
3.3.3.	La <i>due diligence</i> y la regla <i>caveat emptor</i> . Relación de la <i>due diligence</i> con las «manifestaciones y garantías» ...	74
3.3.4.	Personas designadas para el proceso .....	76
3.3.5.	Forma de proporcionar la información. Los <i>data room</i> .....	77
3.3.6.	Aspectos que comprobar .....	80
3.3.7.	Informe de <i>due diligence</i> .....	81
3.4.	Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las «manifestaciones y garantías» .....	82
3.4.1.	Perfección del contrato de adquisición .....	82
3.4.2.	Acuerdos parciales y acuerdo definitivo .....	84
3.4.3.	Contenido usual del contrato (I): directivos, continuidad de políticas, modificaciones estatutarias ...	85
3.4.4.	Contenido usual del contrato (II): las «manifestaciones y garantías» ( <i>representations and warranties</i> ) .....	86
3.5.	«Cierre» de la adquisición ( <i>closing</i> ) .....	91
3.5.1.	La fase de ejecución de las prestaciones o <i>closing</i> .....	91
3.5.2.	La preparación del cierre: la <i>closing check list</i> .....	93
3.5.3.	Actos de ejecución precisos para llegar al cierre .....	93
3.5.4.	El acto de «cierre». La reproducción de las «manifestaciones y garantías» .....	96
3.5.5.	El «poscierre» .....	96
3.6.	Referencia a la adquisición mediante negociación con varios posibles adquirentes .....	97
3.7.	El papel de los órganos sociales en la negociación de la adquisición .....	99
<b>4.</b>	<b>Problemas asociados a la fusión o adquisición</b> .....	<b>103</b>
4.1.	Fusiones y adquisiciones y derecho de la competencia .....	103
4.1.1.	Consecuencias de la adquisición/fusión en relación con el derecho de la competencia .....	103

4.1.2.	Acuerdos colusorios y abuso de posición de dominio ...	103
4.1.3.	El control de las concentraciones económicas .....	105
4.1.4.	Prohibición de ayudas públicas .....	110
4.2.	Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias ....	110
4.2.1.	La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias .....	110
4.2.2.	El problema que plantean las «compraventas apalancadas» (operaciones de <i>leveraged buy out</i> ) .....	112
4.3.	El régimen jurídico de los grupos de empresas .....	113
4.3.1.	Concepto y tipología del grupo de empresas .....	113
4.3.2.	La defensa de la minoría en los grupos de sociedades ...	115
4.3.3.	La protección del interés de los acreedores: la responsabilidad por deudas de filiales o cofiliales .....	118
4.3.4.	La consolidación de cuentas del grupo .....	119
<b>Bibliografía</b>	.....	121



## Introducción

Las fusiones y adquisiciones, operaciones que engloban los diversos mecanismos de adquisición de empresas –como vía para adquirir su control–, constituyen en el ámbito de la asesoría jurídica una materia de gran importancia. El potencial económico de las empresas españolas y las necesidades competitivas, surgidas como consecuencia de la globalización de la economía, han propiciado estas operaciones en nuestro país y han obligado a los grandes despachos de abogados a especializarse en estas cuestiones.

La práctica jurídica española se desenvuelve con los modelos contractuales y de negociación trasplantados de las *mergers and acquisitions* (M&A) del derecho anglosajón. Este trasplante acrítico, si bien resulta de innegable utilidad –lo es de un derecho construido desde la realidad del tráfico–, ocasiona no pocos problemas cuando se intenta acomodar a los moldes de nuestro derecho continental. Ocurre, no obstante, que resulta muy difícil sustraerse de ello porque es un modelo de actuación consolidado y porque resuelve en la mayoría de los casos los problemas reales adecuadamente.

El estudio de las fusiones y adquisiciones constituye un estudio global del derecho de sociedades, de la economía financiera y de buena parte del derecho fiscal. Por esta razón, y buscando el enfoque práctico de este material docente, no vamos a exponer de nuevo todas las cuestiones que ya se estudian en el grado de Derecho o que de manera específica se abordan en otros módulos de este programa. Solo trataremos los aspectos esenciales de derecho de sociedades en cuanto lo son desde el punto de vista de las fusiones y adquisiciones, y las cuestiones relacionadas con cada modalidad de operación que deben tenerse en consideración a la hora de llevarse a efecto; también recogemos jurisprudencia del Tribunal Supremo y doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado (DGRN) relacionada, y abordamos las fases y efectos jurídicos del proceso de negociación dedicando especial atención a la *legal due diligence*, todo lo cual excede del temario ordinario de las facultades de Derecho.

Esta edición del material se ha actualizado en abril de 2017, recogiendo, entre otras, las modificaciones derivadas de la Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de sociedades de capital y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, y de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital.

## Objetivos

Con el módulo «Operaciones de fusión y adquisición de empresas» se persiguen los siguientes objetivos:

1. Proporcionar conocimientos jurídicos especializados sobre los distintos modos de adquirir el control de una empresa.
2. Delimitar el régimen jurídico aplicable a cada concreta operación de adquisición.
3. Conocer la jurisprudencia del Tribunal Supremo y la doctrina de la Dirección General de los Registros y del Notariado existente en esta materia y valorar su importancia a la hora de afrontar los problemas prácticos que presentan estas operaciones
4. Proporcionar conocimientos jurídico-prácticos sobre los procesos de negociación en estas operaciones.
5. Comprender la relevancia y las implicaciones de cada fase del proceso negociador.
6. Adquirir conocimientos especializados en materia de *legal due diligence*.



# 1. Introducción general a los procesos de fusión y adquisición de empresas

## 1.1. Fusiones y adquisiciones de empresas: introducción

Con la expresión *fusiones y adquisiciones de empresas*, o su equivalente anglosajón *mergers and acquisitions* (M&A), normalmente se **engloban** todos los supuestos en los que una empresa quiere unirse, para dominarla, o adquirir a otra empresa de un grupo societario distinto (esto es, a una empresa que hasta ese momento era competidora), o que ya formaba parte del grupo (se habla, entonces, de «reestructuración intragrupo»). La casuística posible es casi innumerable, y va desde la unión más firme y estable (la fusión) hasta la simple participación minoritaria en el capital del competidor; desde la adquisición de activos de un tercero hasta la cesión global del activo y pasivo de una sociedad. Las finalidades del adquirente y del enajenante también pueden ser muy diversas.

La multiplicidad de supuestos posibles hace que la expresión *fusiones y adquisiciones* resulte **equivoca**. La fusión de sociedades, en un sentido jurídico estricto, es solo un posible supuesto de unión. En cuanto a la *adquisición*, no siempre existe una verdadera adquisición de un competidor (adquiriendo todas sus acciones o participaciones, o un paquete de control), sino una unión más o menos estable (una *joint venture*, una coordinación de políticas de actuación) o una simple adquisición de activos. Pero precisamente en esa indeterminación el término resulta útil porque deja abierto el abanico de formas de lograr la unión. Es, por otro lado, la expresión más utilizada en la práctica para englobar todos los supuestos, por lo que resultaría contraproducente en este material docente utilizar otra.

La temática de las «fusiones y adquisiciones» constituye en buena medida un **estudio global** de todo el derecho de **sociedades de capital** (aportaciones, ampliaciones de capital, paquetes de control, modificaciones estructurales, etc.), de toda la **economía financiera** (incentivos y finalidades de la adquisición, reestructuración del equilibrio patrimonial y financiero, consolidaciones contables, etc.), e, incluso, de buena parte del **derecho fiscal**. Supone como un reestudio de todas estas temáticas, pero no ya con la sistemática clásica, sino desde el punto de vista de la adquisición de empresas.

En España durante muchos años estas cuestiones han sido poco tratadas porque las adquisiciones por o de grandes empresas no eran algo común; pero, últimamente, el potencial económico de las empresas españolas y la globalización de la economía han multiplicado los casos de fusiones y adquisiciones en nuestro país, lo que ha obligado a los grandes despachos de abogados a es-

pecializarse en estas cuestiones. En cambio, en el derecho anglosajón el tratamiento teórico de las fusiones y adquisiciones sí estaba muy desarrollado, precisamente porque eran las grandes empresas estadounidenses o multinacionales las que más se expandían por medio de la adquisición de otras empresas, y han consolidado una forma de actuación, unos modelos contractuales y hasta una praxis en la negociación. Estos **modelos y praxis anglosajones** suponen una decantación y una depuración de la práctica de decenios, y por eso suponen un derecho nacido de la realidad (y no, como a veces pasa en los derechos continentales, un derecho teórico diseñado a espaldas de la realidad). En esa medida, su practicidad es innegable y se ha tomado como modelo en todos los procesos de fusiones y adquisiciones. Bien es cierto que la copia acrítica de estos modelos jurídicos y de actuación ocasiona no pocos problemas cuando se intenta acomodar a los moldes de nuestro derecho continental, pero resulta muy difícil sustraerse a ella porque es el modelo consolidado y porque resuelve en la mayoría de los casos los problemas reales de forma conveniente.

Más de uno se preguntará si realmente supone una **diferencia** la adquisición de una empresa **respecto de una compraventa normal**, y si ello justifica un tratamiento diferenciado respecto de la compraventa «ordinaria». Las diferencias son, desde luego, muy relevantes. En la compraventa regulada en nuestros códigos se adquiere un bien concreto, un corpus material, y por eso se regula la entrega del bien y el saneamiento por defectos aparentes o vicios ocultos. En cambio, la adquisición de una empresa modifica este planteamiento. Fundamentalmente, porque una empresa no es un objeto material único, sino la combinación de elementos personales (personal, directivos, etc.), materiales (materias primas, maquinaria, etc.) y jurídicos (derechos de alquiler, de propiedad intelectual e industrial, etc.), que logran una unidad jurídico-económica susceptible de explotación rentable. Por eso a la hora de transmitirla es muy importante:

**a)** Establecer qué **elementos componen la empresa**. Puede parecer sencillo determinar cuáles son, pero no siempre es fácil (hay muchos elementos materiales que no se ubican dentro de la fábrica o sede física de la explotación comercial), y además existen muchos elementos inmateriales (relaciones contractuales con proveedores, clientela, expectativas, crédito empresarial, etc.). En todo caso, la entrega de cada bien y derecho a menudo supone un negocio en sí mismo (transmisión de los derechos de alquiler, de los contratos con proveedores, de los créditos y deudas, etc.), y eso añade a la ejecución del contrato una complejidad enorme.

**b)** Establecer qué es **lo que el adquirente presupone que está adquiriendo** como explotación económica. En la compraventa normal las reglas del saneamiento sirven bien a estos fines, porque el bien tiene unas características definidas y se conoce cuál es el «modelo de bien» tenido en cuenta. En el caso de la empresa, a menudo no se conoce cuál es su conformación real, su rentabilidad, sus posibilidades de crecimiento, bien porque el enajenante informa mal de ellas, bien porque a menudo ni siquiera él sabe hasta dónde puede

llegar (porque, comúnmente, depende de factores como la gestión empresarial o los ciclos económicos). Por eso se establece qué se presupone por ambas partes que se está adquiriendo, para poder determinar a partir de ahí cuándo existe incumplimiento. A estos fines obedecen, en los modelos contractuales, las cláusulas de «manifestaciones y garantías» (ved el epígrafe «Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las “manifestaciones y garantías”»).

c) Establecer qué **mecanismos de resarcimiento** existen para el caso de incumplimiento. Los mecanismos clásicos de resolución o exigencia del cumplimiento correcto (art. 1.124 CC) no sirven en estos casos, pues normalmente ninguno de los dos es posible ni, si lo fuera, resultaría realmente útil. Por eso es mejor establecer claramente cuándo existe incumplimiento (qué elementos son esenciales) y qué consecuencias indemnizatorias tendrá el incumplimiento (el que no puedan ser obtenidos por el adquirente).

## **1.2. Los motivos y las formas de lograr la adquisición**

Es muy importante diferenciar claramente las diversas formas que existen para lograr la adquisición o unión de la empresa que se adquiere. La forma elegida viene determinada por factores varios, como la finalidad de la adquisición, el tipo de unión que se quiere lograr –fuerte o débil, temporal o estable, manteniendo a la empresa adquirida como distinta o integrándola en la adquirente, etc.–, o las consecuencias fiscales que se derivan. En el fondo, existe una fuerte interrelación entre los motivos y la forma, porque a menudo aquellos determinan la institución jurídica que se utilizará –fusión, toma de control, adquisición de paquete accionarial, compraventa de activos, etc.–, por lo que primero se establece **para qué** se quiere adquirir, y solo después el **cómo** realizar jurídicamente la adquisición. Por eso haremos referencia en primer lugar a la finalidad de la adquisición y, después, a las formas jurídicas que permiten esa adquisición.

### **1.2.1. La finalidad de la adquisición**

La finalidad de la adquisición puede ser muy variada, y a menudo en una misma operación se combinan dos o más finalidades.

Lo más normal es que con la adquisición se busque **incrementar el potencial económico** de la empresa adquirente, o mejorar su racionalidad o productividad. Para ello puede adquirir o unirse a una empresa situada en su mismo escalón de producción (**adquisición horizontal**) o en un escalón distinto (**adquisición vertical**). Así se ahorrará costes de aprovisionamiento o de transporte, por ejemplo).

En otras ocasiones la finalidad no será incrementar el potencial de la adquirente, sino **realizar una inversión**. A veces la adquirente busca simplemente inyectar fondos en una empresa con buenas expectativas para, después de que esta eleve su valor, vender su participación a un valor más alto que el que tuvo

su adquisición. Esta actividad de inversión se puede realizar por medio de sociedades de capital riesgo (reguladas por la Ley 25/2005, de 24 noviembre), cuyo objeto es precisamente esa inversión temporal para obtener un rendimiento posterior con la desinversión; pero también mediante empresas con un objeto social distinto a este. En estos casos, el adquirente temporal normalmente no quiere participar de forma decisiva en las decisiones de la sociedad adquirida –pues no sabe cómo o no quiere negociar en ese sector–, y la participación por eso no tiene por qué ser mayoritaria ni de control.

En no pocas ocasiones los motivos son **fiscales o contables**. Por ejemplo, puede ser interesante fusionarse con una **empresa con pérdidas** –normalmente a un «precio» bajo–, porque así cabrá compensar los beneficios con las pérdidas acumuladas de la empresa adquirida. O la fusión puede ser un mecanismo para **aflorar activos ocultos** o para poner en orden una «contabilidad creativa» en la que se ha llegado demasiado lejos.

Otras veces pueden existir otros motivos, más **coyunturales o puramente estratégicos**. Por ejemplo, una sociedad con **excedentes de liquidez** que desea invertir esa liquidez adquiriendo una empresa, pues otras inversiones no son tan rentables, y conservar los excedentes la hace a su vez apetecible para otros competidores. O una empresa con una **autocartera muy alta**, o excedida de los límites legales, que prefiere utilizar las acciones propias –que tiene que enajenar tarde o temprano– permutándolas por las de otra empresa para adquirir una participación o su control.

Por último, a veces la fusión o adquisición tiene **fines políticos en la distribución de poder en la empresa**. Por ejemplo, los socios mayoritarios que participan en otra empresa plantean y aprueban una fusión con esa empresa para así «aguar» o «diluir» la participación de los minoritarios.

Como se aprecia, el abanico de posibles fines de la adquisición es muy amplio, y a menudo se combinan varios de los fines expuestos. En cada caso concreto podrá advertirse a qué objetivos obedece la adquisición.

### **1.2.2. Las formas de adquisición**

A su vez, en función de esas finalidades las formas de adquisición o unión pueden ser muy distintas.

La **fusión** es la forma de adquisición clásica, en la que la sociedad adquirente absorbe a la otra, o bien se extinguen ambas para crear una nueva entidad. Es la forma apropiada para uniones duraderas que busquen incrementar el potencial económico de la empresa, y puede servir además para las finalidades ya referidas de compensar beneficios con pérdidas, aflorar activos o poner en

orden la contabilidad. La sociedad adquirida se integra en la adquirente, y los socios de aquella se convierten en socios de esta, normalmente con una participación minoritaria (ved el epígrafe «La fusión»).

La creación de una **sociedad conjunta** o *joint venture* supone que dos empresas crean a su vez otra sociedad, participada por ambas –a menudo en un 50 %–, para coordinar sus políticas de actuación o para abaratar ciertos costes de elementos que les son comunes (por ejemplo, los costes de investigación y desarrollo, de tecnología, de aprovisionamiento, etc.). Obviamente, se trata de una unión poco estable –pues cualquier discordancia entre los socios puede suponer su ruptura–, en la que cada empresa sigue conservando su actividad sin participar en las decisiones ni en la política comercial de la otra. Las *joint ventures* incluyen, además, otra modalidad que es la **coordinación de políticas o actuaciones** entre empresas competidoras (ved el epígrafe «La creación de *joint ventures*»).

La **participación en el capital** de otra empresa supone que ambas mantienen su independencia formal y jurídica (lo cual puede interesar si el nombre o marcas de la adquirida son relevantes en su sector y es conveniente mantenerlos). En la mayoría de los casos la adquirente toma un «paquete de control», de modo que su voto es el mayoritario o fundamental en las decisiones de la empresa adquirida o dominada. En este caso, además, los vendedores de participaciones o acciones a la adquirente dejan de ser socios de la entidad (a diferencia de la fusión), y la adquirente puede encontrarse un enfrentamiento con los socios minoritarios o pactos societarios existentes en la sociedad adquirida que pueden resultar relevantes. Si se alcanza el control de una sociedad cotizada, la adquirente viene obligada a formular una OPA por la totalidad de las acciones o valores que puedan dar derecho a su suscripción (ved el epígrafe «La adquisición de un paquete de control»).

Por último, la **adquisición de activos** supone una forma distinta de adquisición, dado que se adquieren bienes, y quizás hasta una empresa en pleno funcionamiento, pero no se plantea una «cuestión societaria», una fusión o una participación societaria, y la operación es más parecida a una simple compraventa (ved el epígrafe «La compra de empresa, de unidad productiva o de ciertos activos»).

No siempre las cosas son tan «sencillas», pues el precio que se paga pueden ser acciones propias (permuta), con lo cual el enajenante se convierte en socio; en tal caso, sí se produce una participación en el capital social.

La compra del paquete de control o de una empresa suele ser más «peligrosa» para el comprador, pues compra toda la empresa, con la complejidad de relaciones que tiene y los activos y pasivos declarados y no declarados o desconocidos. La adquisición de activos, en cambio, supone comprar unos bienes –y también deudas aparejadas, en muchos casos– concretos, de modo que la «incertidumbre» acerca de qué se adquiere es mucho menor; además, el adquirente evita entrar en la posible conflictividad existente en la empresa (con los trabajadores, grupos de socios, etc.). El vendedor sigue gestionando su empresa, minorada en esos activos.

Aunque hemos señalado que los motivos y la forma suelen hallarse íntimamente relacionados, lo cierto es que los **matices** son tantos que no deja de ser una afirmación de principio. La concurrencia de muy variadas circunstancias (por ejemplo, la conflictividad de los trabajadores, o el riesgo país) puede aconsejar que una operación de fusión se instrumente, en un principio, como una *joint venture* para ver cómo se funciona y decidir, más tarde, si se avanza por aquella vía.

Por último, cabe resaltar que a menudo la forma de adquisición **se va determinando conforme avanzan las negociaciones**, pues, dependiendo de qué se vaya conociendo acerca de la situación real de la empresa, una adquisición que inicialmente se diseñaba como fusión, por ejemplo, se va reconduciendo a una adquisición de activos, por razones muy diversas. Por eso, así como los motivos o finalidades pueden estar muy claros desde el principio, la forma en la que se instrumentará la adquisición no siempre se fija de forma definitiva al principio.

### **1.2.3. La negociación y los pasos de una fusión o adquisición**

Desde que una empresa se plantea la necesidad o conveniencia de adquirir a una competidora hasta que la operación se cierra se produce un proceso de negociaciones que a veces puede llevar varios meses, o incluso años, y en el que suelen producirse los siguientes **pasos**:

1) **Toma de contacto** entre las partes: las posibles partes futuras pueden tomar contacto por iniciativa propia, o bien una de ellas encarga a una entidad financiera que busque posibles adquirentes o entidades para adquirir. En este conocimiento previo, las partes suelen suministrar una información básica e incompleta para que la contraparte pueda tomar la decisión de seguir la negociación.

2) **Carta de intenciones**: una vez que las empresas han decidido que puede ser de interés mutuo la fusión o adquisición, y las negociaciones van en serio y con visos de llegar a buen término, la supuesta adquirente envía una carta a la otra, en la que manifiesta sus «intenciones» (de ahí el nombre) de realizar las negociaciones y plantea una especie de marco de estas, más o menos preciso. Uno de los pactos más importantes –obviamente, si la destinataria de la misiva lo firma– es el de suministro de información de la supuesta adquirida para que se pueda decidir con conocimiento de causa acerca de su verdadera situación económica, potencial, viabilidad, etc.; y, consecuentemente, implica una sustancial confidencialidad acerca de los datos que a raíz de esa información conozca la supuesta adquirente. Este tipo de documentos suele plantear el problema de la posible responsabilidad precontractual de una de las «partes» si las negociaciones se abandonan de forma repentina o sin razón alguna.

3) **Auditoría** de la empresa que se va a adquirir (*due diligence*): a la época siguiente, en la que se suministra una información de la empresa que se va a adquirir que es estudiada por la otra, se la denomina *due diligence*, aunque el vocablo sea poco significativo del contenido. Se trata de que la adquirente compruebe la situación real de la empresa que se va a adquirir, tanto en aspectos económicos (viabilidad, potencial, etc.) como legales (estructura societaria, contratos celebrados, deudas pendientes, etc.).

4) **Acuerdo** de las partes acerca de la forma y las características de la adquisición, en el que se fijan todos los elementos sustanciales. El contrato se perfecciona, y normalmente se escritura, si bien aún falta la fase de ejecución.

5) **Cierre** de las negociaciones: una vez decidida la adquisición, se fijan las operaciones concretas que hay que celebrar para hacerla efectiva. Estas operaciones operan así como una especie de condición del negocio, pues solo si acaban siendo ejecutadas será posible la efectividad de la adquisición.

Obviamente, todas estas ideas requieren **matizaciones**. Si, por ejemplo, se quiere adquirir un paquete de control de la empresa, la negociación será con los socios de control que van a vender dicho paquete. A menudo dichos socios de control serán los propios administradores, pero debe tenerse en cuenta que la negociación no será «entre empresas», sino empresa-socios. Igualmente, no existe negociación alguna cuando la empresa que va a ser adquirida no quiere ser controlada. En estos casos, la empresa que quiere tomar su control deberá negociar individualmente con los socios para intentar adquirir sus acciones o participaciones.

Todas estas cuestiones serán expuestas a continuación, pero siempre se debe tener en cuenta que en cada supuesto los motivos de la adquisición, la forma elegida y los diversos condicionamientos de cada caso concreto añaden sus propios matices a la adquisición. No es igual, por ejemplo, negociar una posible fusión con los administradores de la futura adquirida, que a su vez lo van tratando con los socios de control, que tratar de la creación de una *joint venture* que comprometa poco o negociar una adquisición de activos de los que la empresa que vende se quiere desprender (lo cual planteará poca discusión entre los socios). Por eso, como en todos los ámbitos de estudio, ha de tenerse en cuenta que todas las cuestiones que vamos a exponer están íntimamente entrelazadas e interrelacionadas.

## 2. Las diversas formas de adquisición

### 2.1. Modificación estructural en las sociedades implicadas

#### 2.1.1. La incidencia de la Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles

En ocasiones, la adquisición se instrumenta mediante «**modificaciones estructurales**» de las sociedades implicadas, operaciones así llamadas porque constituyen alteraciones de la sociedad que van más allá de las simples modificaciones estatutarias para afectar a la estructura patrimonial o personal de la sociedad. Como resultado de este proceso, normalmente se extinguen unas sociedades, y a consecuencia de esto bien se constituyen otras que integran ese patrimonio y socios, bien otras sociedades preexistentes asumen a los socios o a los activos y pasivos de las extinguidas, con importantes alteraciones en su estructura.

Las modificaciones estructurales incluyen la fusión, la escisión, la segregación (que la ley contempla como una modalidad de escisión) y la cesión global de activo y pasivo. También comprenden otras operaciones, como la transformación (el cambio de la forma social) y el traslado internacional de domicilio social, que, sin embargo, no tienen incidencia en esta temática de las fusiones o adquisiciones.

Todas estas figuras se hallan reguladas en nuestro país en la Ley 3/2009, de 3 de abril, de modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles (en adelante, LME). Esta ley constituye una normativa general sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles que deroga las disposiciones en materia de transformación, fusión y absorción que se contenían en las leyes reguladoras de las sociedades anónimas, limitadas y de las agrupaciones de interés económico. Supone, además, la trasposición del derecho comunitario en materia de fusiones intracomunitarias, pero también transfronterizas con sociedades de países no comunitarios. La norma se aplica a toda **sociedad mercantil**, bien por su objeto, bien por la forma de su constitución; y expresamente se excluyen de su ámbito las modificaciones estructurales de sociedades cooperativas (art. 2 LME).

La Ley de modificaciones estructurales ha sido objeto de **reforma** mediante la **Ley 25/2011, de 1 de agosto, de reforma parcial de la Ley de sociedades de capital** y de incorporación de la Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (modificando el art. 34 LME),



así como mediante la **Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital**, y el Real decreto ley 4/2014, de 7 de marzo. La Ley 1/2012 obedece fundamentalmente a la necesidad de incorporar la Directiva 2009/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE, del Consejo, y la Directiva 2005/56/CE, en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones.

Hay que destacar que una modificación estructural puede ser el **contenido de un «convenio concursal»**, de forma que mediante una fusión de la empresa concursada con otras, o de una escisión de parte de sus bienes, se intente una mejor solución para los acreedores concursales y para todas las partes implicadas en esa empresa insolvente (ved el art. 100.3.1 *in fine* LC, que prevé la fusión, escisión y cesión global de activo y pasivo como posibles contenidos de un convenio). De hecho, se ha producido algún caso de fusión de empresa concursada, de forma que la empresa absorbente asumía todas las deudas de la absorbida, con el acuerdo mayoritario de los acreedores concursales de esta.

Por último, a veces las modificaciones estructurales constituyen unas operaciones dirigidas no a una mejora del sistema empresarial, sino a un intento de **defraudación de los intereses de acreedores**, mediante la creación de un entramado de sociedades fusionadas o escindidas que, a menudo, dejen vacías patrimonialmente a unas sociedades deudoras, adjudicando los bienes valiosos a otras sociedades del grupo. Se trataría, así, de «abusos» de estas figuras, que son *per se* totalmente lícitas y válidas. Para evitar los fraudes, ya existen mecanismos adecuados en la propia regulación de las modificaciones estructurales (derecho de oposición de los acreedores, responsabilidad solidaria de las sociedades beneficiarias y de la escindida, etc.), pero además podrán aplicarse reglas propias de otros remedios jurídicos.

En un supuesto que podríamos considerar paradigmático de esta forma de actuar, la STS 3 enero 2012 (RJ 2012/1628) contempla la creación de un entramado de sociedades, mediante escisiones y compras posteriores, y cambios de denominación social, con el fin de defraudar a un acreedor, que advierte que la sociedad deudora deviene insolvente porque sus bienes se han ido traspasando a otras entidades del grupo. En este caso, el Alto Tribunal utiliza la doctrina del **levantamiento del velo** para permitir la reclamación de la deuda de una sociedad a las demás sociedades del grupo que habían sido codemandadas. La STS 21 noviembre 2016 (RJ 2016, 5668) admite que una escisión puede haber supuesto un fraude a los derechos de los acreedores, si se transmiten los bienes de una rama de actividad sin transmitir las deudas respectivas. En tales casos, el tribunal considera que el acreedor podrá entablar una **pretensión de compensación** equivalente a los créditos que hubieran sido ilícitamente defraudados con la escisión; reclamación que sería distinta a la impugnación de la fusión o a la rescisión concursal (si la sociedad escindida luego fue declarada en concurso). Por último, la STS 4 noviembre 2010 (RJ 2010, 8868) contempla un supuesto distinto, de daño al socio minoritario, por el que una sociedad de hecho deriva sus bienes a otras dos creadas por algunos de los socios, dejando vacía la primera. El socio minoritario demandó a los otros socios, considerando que había existido una «escisión de hecho» y que debía ser declarado socio de las sociedades a las que se derivaron los activos. El Alto Tribunal decidió que no era admisible la figura de la «escisión de hecho» ni tampoco acudir al levantamiento del velo, pero en cambio condenó a las sociedades que se habían beneficiado del «vaciamiento» a que **indemnizaran al minoritario en la pérdida patrimonial**.

### 2.1.2. La fusión

La LME trata la fusión en el título II, que se divide en dos capítulos: el I «De la fusión en general» (arts. 22 a 53) y el II «De las fusiones transfronterizas intracomunitarias» (arts. 54 a 67). El artículo 22 define la fusión como la operación en cuya virtud «dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan». Por otra parte, el artículo 27 LME sujeta a lo por ella establecido la fusión de dos o más sociedades mercantiles inscritas sometidas a la ley española, y a lo establecido en las respectivas leyes personales la fusión de sociedades mercantiles de distinta nacionalidad, sin perjuicio de lo establecido en el capítulo II sobre fusiones transfronterizas intracomunitarias y, en su caso, del régimen aplicable a las sociedades anónimas europeas. Además, el artículo 29 LME declara aplicables a las fusiones de sociedades mercantiles los requisitos que, en su caso, se exijan en la legislación sectorial.

La fusión se enmarca dentro de las operaciones de modificación estructural **negociadas**. Es decir, requiere el acuerdo de las sociedades implicadas. Esta necesidad de conjuntar voluntades ha motivado que en la práctica profesional se establezca un **calendario del proceso** que contiene las cuatro grandes fases de este –de preparación, de pendencia y oposición de acreedores, de decisión y de ejecución– y su duración previsible, así como los distintos efectos jurídicos que se van produciendo en las fechas señaladas. Sobre la base del modelo de Vicent Chuliá adaptado a las recientes modificaciones legislativas, las fechas más destacables de la fusión son:

Fecha del **convenio de fusión**, celebrado entre los administradores de las sociedades participantes y que aprueba el **proyecto de fusión** (art. 30.1 LME). A partir de esta fecha se computan los seis meses dentro de los cuales se ha de aprobar el proyecto por las juntas generales (art. 40.1 LME). El «proyecto de fusión» es muy relevante, pues fija todas las menciones y características esenciales de la fusión, y por eso tiene un contenido mínimo fijado en el artículo 31 LME, contenido que deberá, además, reflejarse en la escritura final de fusión. Conforme a la RDGRN 3 octubre 2013 (RJ 2013, 7988) el proyecto de fusión podría ser modificado, con el consentimiento de todas las partes implicadas, pero si la versión original ya fue publicada para permitir la oposición de los acreedores, esta nueva versión debería ser publicada de nuevo para permitir una segunda fase de oposición de acreedores (lo que no cabría, en cambio, es que el acuerdo de alguna de las juntas modificara unilateralmente el proyecto, pues esto equivale a su rechazo, art. 40.1 LME).

Fechas de la **inserción del proyecto común de fusión en la página web de las sociedades afectadas** (o en su caso, del **depósito del proyecto en el RM**), y de la **publicación en el BORME** de dicha inserción o depósito (art. 32 LME).

Fechas del **nombramiento de los expertos independientes** –cuando la sociedad sea anónima o comanditaria por acciones– y de **emisión de los informes** de estos y de los administradores (arts. 33 y 34 LME). El informe de expertos supone una opinión tanto sobre el proyecto de fusión (y, fundamentalmente, el tipo de canje ofrecido) como sobre la valoración del patrimonio aportado por las sociedades que se extinguen. La primera parte del informe no es necesaria si todos los titulares de derecho de voto de las sociedades implicadas así lo aceptan, pero la segunda parte siempre es precisa, pues tutela también el interés de acreedores y terceros (art. 34.4 LME. Ved RRDGRN 2 febrero 2011 [RJ 2011, 1572] y, respecto de una escisión, 21 octubre 2014 [RJ 2014, 5739]).

Fecha del **balance de fusión** de cada una de las sociedades (art. 36 LME) o, en su caso, del **informe financiero semestral**, según prevé el artículo 36.3 LME. El «balance de fusión» es fundamental porque informa de la situación patrimonial de todas y cada una de las sociedades implicadas en la fusión. Además, deberá ser objeto de informe de auditoría cuando la sociedad esté obligada a auditar sus cuentas anuales. El balance de fusión y, en su caso, el informe de auditoría son documentos imprescindibles. Por ello, aun cuando no sea obligado ponerlos a disposición de la junta de socios, cuando esta adopte los acuerdos en junta universal y por unanimidad (art. 42 LME), sí deberán ponerse a disposición de las personas indicadas en el artículo 39.1 LME, y además el balance de fusión deberá ser objeto de aprobación en la junta que apruebe la fusión (RRDGRN 10 abril 2014 [RJ 2014, 2382], 21 abril 2014 [RJ 2014, 3211], y 21 octubre 2014 [RJ 2014, 5739], que realizan precisiones acerca de la declaración, en la escritura de fusión, de que el balance y el informe de auditoría fueron puestos a disposición de las personas indicadas en la ley, y de la protocolización del balance).

Fecha de **publicación de la convocatoria de la junta o de comunicación individual de ese anuncio a los socios**, por lo menos un mes antes de la fecha fijada para su celebración en primera convocatoria (art. 40.2 LME). La fecha de la convocatoria o de la comunicación individual no ha de ser anterior a la fecha de publicación en el BORME, de la inserción del proyecto en la web o de su depósito en el RM (art. 32.3 LME).

Fecha de **celebración de la junta general** que adoptará el acuerdo de fusión por cada una de las sociedades implicadas con carácter irrevocable. Este acuerdo, adoptado en cada sociedad implicada, debe recoger las menciones mínimas configuradoras de la fusión y ajustarse al proyecto común de fusión, incluso en los casos en los que el depósito y la publicidad del proyecto y los demás documentos no hayan sido necesarios (RRDGRN 10 abril 2014 [RJ 2014, 2383] y 11 abril 2014 [RJ 2014, 2384]).

Fechas de **publicación del acuerdo de fusión** en el BORME y en uno de los diarios de gran circulación en las provincias en las que cada una de las sociedades tengan sus domicilios (art. 43.1 LME). Esta publicación no se llevará a cabo hasta que el acuerdo de fusión sea firme. Si estuviere sometido a plazo o condición, habrá que esperar a su cumplimiento. La ausencia de plazo legal para el cumplimiento de la condición conduce a aplicar el principio de buena fe consagrado en el artículo 57 Ccom. Esta publicación no es necesaria cuando el acuerdo se comunique individualmente por escrito a todos los socios y por un procedimiento que asegure la recepción de aquel en el domicilio que figure en la documentación de la sociedad (art. 43.2 LME).

Fechas de comienzo y fin del plazo de **oposición de los acreedores**, que es de un mes contado a partir de la fecha de publicación del último anuncio del acuerdo de fusión o, en caso de comunicación por escrito a todos los socios y acreedores, del envío de la comunicación al último de ellos (art. 44 LME). En la regulación original de este derecho de oposición, la fusión no podía seguir adelante sin pagar o garantizar el pago al acreedor que se oponía. Pero desde la reforma operada en la LME por la Ley 1/2012, el régimen ha cambiado. Si el acreedor se opone a la fusión (porque considera que la sociedad resultante es menos solvente que su original acreedora) y su crédito no está suficientemente garantizado, la sociedad deberá presentar garantía suficiente o fianza solidaria por una entidad de crédito. Pero, pese a no presentar tal garantía o fianza, o cuando la prestada se considere insuficiente por el acreedor, podrá inscribirse la fusión, sin perjuicio de que el acreedor pueda luego actuar judicialmente. Por lo tanto, ya no hay un «derecho de veto» a la fusión, la oposición del acreedor no impide la eficacia de la fusión, sin perjuicio de que pueda actuar judicialmente si considera que la fusión le ha perjudicado (y además pueda hacer constar en el Registro Mercantil, mediante nota marginal, su oposición a la fusión, art. 44.4 LME). La doctrina registral ha confirmado los derechos del acreedor a que se publique el acuerdo, haciendo constar su derecho de oposición, como también que la eventual oposición no impide la inscripción, debiendo realizarse en el otorgamiento de escritura de fusión las manifestaciones acerca de la publicación y del ejercicio del derecho de oposición (RRDGRN 9 mayo 2014 [RJ 2014, 3253], 9 abril 2015 [RJ 2015, 1602], o 4 noviembre 2015 [RJ 2015, 6494], entre otras). Por existir este derecho de oposición, la publicación del acuerdo de fusión debe realizarse incluso en los supuestos en los que no haya sido preciso acuerdo de la sociedad absorbente ni de la absorbida (art. 51 LME; RDGRN 19 enero 2015 [RJ 2015, 721]). En la información que se publica debe contenerse el balance de fusión y, en su caso, el informe de auditoría, pues así el acreedor puede valorar la solvencia de la entidad resultante (RDGRN 10 abril 2014 [RJ 2014, 2383]).

Fecha de **adopción del último acuerdo de fusión**, momento a partir del cual el acuerdo de fusión es exigible y judicialmente ejecutable (el juez podrá ejecutar el acuerdo y otorgar la escritura en representación de la sociedad si alguna de ellas se negara a hacerlo).

Fecha del otorgamiento de la **escritura de fusión** (art. 45 LME), que es el modo de ratificar los acuerdos alcanzados, que no pueden ser modificados por virtud de esta.

Fecha de **inscripción en el RM de la escritura de fusión**, momento que determina la producción de los efectos de la fusión –sucesión a título universal, extinción de la sociedad o sociedades, constitución de la nueva sociedad o modificaciones de la absorbente y nacimiento de los derechos de los socios de las sociedades extinguidas. Una vez inscrita la fusión, se cancelarán los asientos registrales de las sociedades extinguidas (art. 46 LME). Conforme a las RRDGRN 20 septiembre 2011 (RJ 2012, 2573) y 13 octubre 2011 (RJ 2012, 404), la eficacia de la fusión se produce con la inscripción de la nueva sociedad o de la absorción y cancelación de los asientos de las extinguidas (y no desde el asiento de presentación del documento, sino desde la inscripción). La RDGRN 3 octubre 2013 (RJ 2013, 7988) afirma que la inscripción es obligatoria, no en el sentido de que sea constitutiva (que no lo es, no forma parte del tipo negocial), sino de que supone el trámite exclusivo y excluyente para obtener la oponibilidad frente a terceros del acto sujeto a ella, de manera que el conocimiento extrarregistral del mismo no produce efecto alguno. La RDGRN 6 abril 2013 (RJ 2013, 3674) establece cómo se realizará la calificación en el caso de que las varias sociedades implicadas tengan domicilios distintos y deban actuar varios registros (la fusión la calificará el registro de la entidad absorbente y los registros de las absorbidas recibirán el depósito del proyecto, pero no son competentes para calificar el cumplimiento de los requisitos de la fusión).

Fecha de **inscripción de la titularidad** de derechos reales y otros registrables a favor de la nueva sociedad o de la absorbente en los diferentes registros públicos (de la Propiedad, de Buques, de Aeronaves, OEPM, etc.) y del endoso y entrega de los **títulos valores** a la orden, de entrega de los títulos al portador y de emisión de nuevos títulos nominativos a los representantes de la nueva sociedad o de la absorbente.

Ya no puede incluirse como una fecha más la del **devengo del impuesto** sobre TP y AJD, que si no se acogía a la neutralidad fiscal era la de la escritura de fusión (art. 49.1.b LITP y art. 93.1 RITP). La Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del impuesto sobre el patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el impuesto sobre el valor añadido y se introducen modificaciones en materia tributaria, determina la no sujeción a la modalidad de «operaciones societarias» de las de reestructuración, esto es, las operaciones de fusión, escisión, aportación de activos y canje de valores definidas en el texto refundido de la Ley del impuesto sobre sociedades. Estas operaciones, que gozaban de exención en la medida en que fuera aplicable el régimen especial de las operaciones de reestructuración empresarial previsto en el capítulo VIII del título VII LIS, dejan de estar sujetas con la nueva normativa, con independencia de que a estas les sea de aplicación el citado régimen especial.

La **fecha a partir de la cual la fusión tendrá efectos contables** de acuerdo con lo dispuesto en el Plan general de contabilidad (art. 31. 7.º LME). Sobre la fecha contable que deberá fijarse, en función de que la fusión o escisión opere entre entidades del mismo grupo o no, ved RRDGRN 8 mayo 2014 (RJ 2014/3251) y 21 octubre 2014 (RJ 2014, 5739).

Fecha a partir de la cual los titulares de las nuevas acciones, participaciones o cuotas tendrán derecho a **participar en las ganancias sociales y cualesquiera peculiaridades relativas a este derecho** (art. 31. 6.ª LME). De este modo se hace innecesaria la distribución de beneficios en las sociedades extinguidas, bastando con que aprueben un balance de cierre del ejercicio incompleto.

Fecha de **valoración de los patrimonios** de las sociedades intervinientes para determinar el tipo de canje; esta fecha es la de la inscripción de la fusión en el RM. Si antes de esta fecha se produjeran acontecimientos extraordinarios, el tipo de canje sería revisable judicialmente.

Fecha de **caducidad de la acción de impugnación** de la fusión, que tiene lugar a los tres meses contados desde la fecha en que la fusión fuera oponible a quien invoca la nulidad (art. 47.2 LME). Existen, no obstante, otras acciones de nulidad que no caducan ni prescriben –basadas en motivos de orden público, de derecho de la competencia o de derecho penal. La STS 21 noviembre 2016 (RJ 2016,5668) trató un supuesto relacionado con este precepto y referido a una escisión/fusión. Un acreedor que estimaba que la escisión había supuesto un fraude de acreedores impugnó la transmisión de bienes a la absorbente. El Alto Tribunal consideró que no cabía impugnar tal transmisión de bienes sin impugnar, a su vez, la escisión/fusión, pues eran actos unidos. Pero el plazo para impugnar la fusión había caducado. El Tribunal consideró que se podría haber ejercitado otra acción (distinta a la de impugnación de la fusión), afirmando que la deuda estaba ligada a la rama de actividad y debía haberse transmitido con esta, y que no sería óbice a ello el concurso de la sociedad escindida, si bien la acción que ejercitar no sería la de rescisión concursal.

La fusión comprende dos modalidades mediante las cuales puede desarrollarse: **fusión por creación de una nueva sociedad** y **fusión por absorción** (art. 23 LME). La LME adopta un régimen para la fusión –y para el resto de las modificaciones estructurales– aplicable cualquiera que sea el tipo social resultante, siempre que sea mercantil (art. 2 LME).

Ambas modalidades de fusión, por creación de una nueva sociedad y por absorción, se caracterizan por la concurrencia de tres presupuestos:

**a) Extinción sin liquidación** de todas (fusión por creación de una nueva sociedad), alguna o al menos una (fusión por absorción) de las sociedades que intervienen en el proceso.

La necesaria extinción de, al menos, una sociedad caracteriza la fusión. La LME derogó el número 6.º del apartado primero del artículo 260 LSA que recogía la fusión y escisión como causas de disolución (tras la derogación de la LSA, la disolución se regula en los arts. 360 y sigs. LSC). Esa derogación significó adoptar una línea más coherente con lo que la disolución supone dado que esta no extingue *per se* la sociedad afectada, que continúa manteniendo su personalidad jurídica y su capacidad de actuación en el tráfico dirigida y limitada a las operaciones de liquidación. La fusión, no obstante, excluye la liquidación (la LME modificó también el art. 266 LSA suprimiendo la referencia a la fusión, escisión total y cesión global del activo y el pasivo como excepciones a la apertura del periodo de liquidación consecuencia de la disolución, ved arts. 371 y sigs. LSC). El traspaso patrimonial en bloque de una sociedad a otra con incorporación de los socios de la extinguida a la nueva sociedad o a la sociedad absorbente impide realizar la liquidación porque no habrá deudas que extinguir ni créditos que cobrar ni activo neto repartible entre los socios. La LME permite en este contexto que las sociedades en liquidación puedan participar en una fusión «siempre que no haya comenzado la distribución de su patrimonio entre los socios» (art. 28).

La RDGRN 8 noviembre 1995 (RJ 1995, 8085) admite que una sociedad disuelta –de pleno derecho– por haber transcurrido su plazo de duración participe en un proceso de fusión, entendiendo que en tales casos debe concederse a los socios que no hayan votado a favor del acuerdo un derecho de separación.

En cualquier caso, se ha de tener presente para la fusión por absorción que, tal y como ha declarado el Tribunal Supremo, esta **no afecta a la personalidad jurídica de la absorbente** ni a sus representantes legales, y los poderes que hubiera otorgado seguirían vigentes hasta entonces (STS 5 diciembre 1962 [RJ 1962, 4761]).

**b) Traspaso en bloque, a título universal**, del patrimonio de la sociedad o sociedades extinguidas a la nueva sociedad o a la sociedad absorbente.

Tanto en la fusión por creación de una nueva sociedad como en la fusión por absorción, se trata de una transmisión patrimonial por sucesión a título universal de la sociedad nueva o de la absorbente en el activo y pasivo de la

sociedad o sociedades extinguidas. Esta transmisión en un solo acto agiliza enormemente la operación que, de otro modo, tendría que desarrollarse mediante un lento y costoso proceso de transmisión particular de cada uno de los elementos integrantes del patrimonio traspasado por medio de compraventas, endosos, cesiones de créditos, asunciones de deudas, etc., de los bienes, derechos y obligaciones que integran el activo y el pasivo, lo que en la práctica acabaría con las posibilidades reales de llevar a efecto una fusión.

Toda fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo supone una «**transmisión a título universal**» de todas las relaciones jurídicas, con importantes consecuencias jurídicas. La sociedad resultante asume todos los derechos y obligaciones, y queda subrogada en los que tenían las sociedades extinguidas (SSTS 22 junio 1993, Social [RJ 1993, 4775]), como los arrendamientos de local de negocio, que no podrá resolverlos libremente por el hecho de la fusión (STS 8 febrero 2007 [RJ 2007, 560]). La subrogación opera sin necesidad de consentimiento de los contratantes, que dispondrían únicamente a estos efectos del derecho de oposición de acreedores, antes expuesto. Según la jurisprudencia dominante, no sería preciso inscribir en el Registro de la Propiedad la transmisión para que la sociedad resultante de la fusión (o escisión, segregación o cesión global de activo y pasivo) esté legitimada para ejercitar los derechos reales sobre los bienes transmitidos (autos de las audiencias provinciales de Sevilla, Secc. 5.ª, 3 noviembre 2014 [AC 2015, 367], Almería, Secc. 2.ª, 3 octubre 2014 [JUR 2015, 81993], o Cádiz, Secc. 2.ª, 20 septiembre 2016 [AC 2016, 1967], respecto de una fusión; Almería, Secc. 1.ª, 6 febrero 2015 [JUR 2015, 169799], para una escisión; o Madrid, Secc. 10.ª, 15 abril 2015 [JUR 2015, 206876], o Almería, Secc. 1.ª, 24 abril 2015 [AC 2015/993], respecto de una segregación; o Madrid, Secc. 9.ª, 5 septiembre 2014 [JUR 2014, 289122], o Almería, Secc. 1.ª, 15 enero 2016 [JUR 2016, 79122], para cesiones globales de activo y pasivo). Ahora bien, para inscribir la adjudicación del bien hipotecado al acreedor hipotecario, acreedor que se ha subrogado en la hipoteca en virtud de una fusión o escisión, sí habrá que, previamente o a la vez, hacer constar en el registro de la propiedad esa sucesión en la titularidad (RDGRN 10 octubre 2013 [RJ 2013, 7848]). Por último, tampoco cabría ejercitar un retracto de crédito litigioso cuando este ha sido transmitido conjuntamente con otros, en bloque, por sucesión universal (STS 1 abril 2015 [RJ 2015, 1175]).

La sucesión universal se entenderá producida cuando se hayan completado los **requisitos legales** de forma que se exigen para que la fusión sea válida. Estos son los de los artículos 45, que regula la escritura de fusión, y 46 LME, que supedita la eficacia de la fusión a la inscripción en el Registro Mercantil competente de la nueva sociedad o, en su caso, a la inscripción de la absorción, y establece que una vez inscrita la fusión «se cancelarán los asientos registrales de las sociedades extinguidas».

La RDGRN 8 noviembre 1996 (RJ 1997, 873) establece a estos efectos que, en tanto no se reciba en el registro del domicilio de la sociedad absorbida el oficio de haberse inscrito la fusión en el registro de la sociedad absorbente, y se cancelen, en consecuencia, los asientos de la primera, esta sigue subsistiendo –al menos a efectos de este registro– y, por tanto, únicamente puede admitir certificaciones de sus propios órganos sociales. Y conforme a la RDGRN 14 enero 1994 (RJ 1994, 238), no cabe inscribir la fusión porque los administradores de la sociedad absorbida tenían todos sus cargos caducados cuando se realizó la fusión, «sin que pueda alegarse la doctrina de los administradores de hecho, cuyo cometido no debe trascender de la adopción de las medidas precisas hasta la renovación de los órganos; habrá de concluirse en la imposibilidad de acceder a la inscripción pretendida, en tanto no medie la ratificación del proceso de fusión por los nuevos órganos de la Caja absorbida».

**c) Integración de los socios** de la sociedad o sociedades extinguidas en la nueva sociedad o en la sociedad absorbente.

La fusión, además de integrar patrimonios, constituye una operación de integración de los socios de las sociedades implicadas. Esta integración trae su causa del traspaso patrimonial que se produce y por virtud del cual, y como

contraprestación a este, reciben los socios de la sociedad o sociedades extinguidas acciones o participaciones de la nueva sociedad o de la sociedad absorbente. Son **los socios** de las sociedades extinguidas y no estas quienes **reciben la contraprestación** y quienes «se integrarán en la sociedad resultante de la fusión, recibiendo un número de acciones o participaciones, o una cuota, en proporción a su respectiva participación en aquellas sociedades» (art. 24.1 LME). Y los socios pueden recibir cuando sea conveniente para ajustar el tipo de canje «además, una compensación en dinero que no exceda del 10 % del valor nominal de las acciones, de las participaciones o del valor contable de las cuotas atribuidas» (art. 25.2 LME). En caso de que existan acciones, participaciones o cuotas de las sociedades que se fusionan en poder de cualquiera de ellas o en poder de otras personas que actuasen en su propio nombre, pero por cuenta de esas sociedades, no pueden canjearse por acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante y, en su caso, deberán ser amortizadas o extinguidas (art. 26 LME).

En la fusión por absorción, la entrega de acciones a los socios de la sociedad o sociedades absorbidas supondrá por regla general una **ampliación de capital** de la absorbente. Ello es en líneas generales porque el artículo 23.2 LME – que establece «Si la fusión hubiese de resultar de la absorción de una o más sociedades por otra anónima ya existente, esta adquirirá en igual forma los patrimonios de las sociedades absorbidas, que se extinguirán, aumentando, en su caso, el capital social en la cuantía que proceda»– faculta a la no elevación de capital social. Esta falta de necesidad se presentará cuando la absorbente tenga acciones propias suficientes adquiridas legalmente.

La **fijación del tipo de canje** de las acciones a partir del cual se determinará el capital social de la nueva sociedad o la cuantía del aumento de capital de la sociedad absorbente, es el elemento esencial de cualquier proceso de fusión. Esta fijación plantea el problema de los métodos de valoración que se siguen –que es totalmente distinto al de los criterios de valoración contable seguidos en los balances de fusión. De los distintos métodos existentes para determinar el valor real de una empresa cabe distinguir:

- Los basados en el balance, que no toman en consideración las expectativas de rentabilidad:
  - Valor contable o patrimonio neto –activo menos pasivo exigible.
  - Valor intrínseco –valor contable corregido con plusvalías de inmuebles, ajuste de cartera de valores, etc.
  - Valor sustancial –valor de reposición de activos que son necesarios para asegurar el beneficio.
  - Valor de liquidación –el de la venta aislada de los activos.
- Los que tienen en cuenta el rendimiento de la empresa:
  - Basados en la capitalización del beneficio –como si se tratara de una renta temporal.
  - Basados en el fondo de comercio.

- Basados en los flujos de caja –valor actual de los flujos netos que se espera recibir en la inversión.

La STS 15 febrero 2007 (RJ 2007, 562) estableció que, si bien la LSA hablaba de «métodos de valoración», esto no excluía que el proyecto de fusión hubiera utilizado un único método, el que hubiera entendido como adecuado. Posteriormente, serán los expertos (en el caso de que la sociedad sea anónima o comanditaria por acciones, art. 34 LME) quienes informen acerca de la corrección del método utilizado y de sus conclusiones.

La LME presta especial atención al tipo de canje de cara a **proteger a los socios** de las sociedades que se extinguen. Así, de una parte, se configura como mención obligatoria del proyecto de fusión (art. 31.2.<sup>a</sup> LME), que ha de insertarse en la página web de la sociedad o, en su caso, quedar a disposición de los socios en el domicilio social (art. 39 LME).

Aunque se trate de una mención esencial del proyecto de fusión, desde un principio se admitió una cierta flexibilidad en su exigencia si el proyecto no había estado a disposición de los socios, pero estos lo aceptaban en junta general universal (ved RDGRN 30 junio 1993 [RJ 1993, 5326]). En la regulación actual, el proyecto de fusión puede no ponerse a disposición de los socios con carácter previo a la junta si se acepta en junta universal y de forma unánime (art. 42 LME), pese a lo cual, por supuesto, debe existir tal proyecto, que contendrá el tipo de canje y que debe ser aprobado por la junta; y además, conforme al artículo 39 LME, deberá ponerse a disposición de los representantes de los trabajadores (RRDGRN 10 abril 2014 [RJ 2014, 2383], 11 abril 2014 [RJ 2014, 2384] y 21 octubre 2014 [RJ 2014, 5739]).

Por su parte, la STS 15 febrero 2007 (RJ 2007, 562), referente a los hoy derogados artículos 238 y 240 LSA, declara que «no se exige que la convocatoria contenga con la misma precisión los extremos a modificar que cuando se trate de una modificación estatutaria desconectada de un proceso de fusión. Hay que aplicar, pues, los preceptos que contienen reglas especiales sobre la fusión, antes y con preferencia a los que se refieren a la modificación de estatutos en general».

Para el cálculo del tipo de canje y, en su caso, la compensación en dinero, se ha de tomar como base el **valor real del patrimonio** (art. 25 LME) y se establece la obligación de los expertos –cuya intervención únicamente es preceptiva cuando alguna de las sociedades que participen en la fusión sea anónima o comanditaria por acciones (art. 34.1 LME)– de manifestar en su informe si el tipo de canje de las acciones, participaciones o cuotas de los socios en las sociedades que se extinguen está o no justificado, cuáles han sido los métodos seguidos para establecerlo, si tales métodos son adecuados, mencionando los valores a los que conducen, y las dificultades especiales de valoración, si existieren, y de manifestar también la opinión de si el tipo de canje está o no justificado (art. 34.3 LME). Ahora bien, se ha de tener presente que esta parte del informe no será necesaria «cuando, en todas las sociedades que participen en la fusión, así lo hayan acordado todos los socios con derecho de voto y, además, todas las personas que, en su caso, según la ley o los estatutos sociales, fueran titulares de ese derecho» (art. 34.4 LME), y que no será preciso el informe de expertos cuando se trate de la absorción de una sociedad íntegramente participada (art. 49.1.2.<sup>o</sup> LME).

Como antes se ha recogido, el «balance de fusión» y el informe de auditoría (si la sociedad está obligada a auditar sus cuentas) son fundamentales porque informan de la situación patrimonial de todas y cada una de las sociedades implicadas en la fusión. Por ello, aun cuando no sea obligado ponerlos a disposición de las juntas de socios, cuando estas adopten los acuerdos en junta universal y por unanimidad (art. 42 LME), sí deberán ponerse



a disposición de las personas indicadas en el artículo 39.1 LME y, además, el balance de fusión deberá ser objeto de aprobación en la junta que apruebe la fusión (RRDGRN 10 abril 2014 [RJ 2014, 2382], 21 abril 2014 [RJ 2014, 3211], y 21 octubre 2014 [RJ 2014/5739]). Por otro lado, si bien la parte del informe del experto acerca del tipo de canje no es obligada en ciertos casos, sí lo es la parte relativa a la valoración del patrimonio aportado (art. 34.4 LME. Ved RRDGRN 2 febrero 2011 [RJ 2011, 1572] y, respecto de una escisión, 21 octubre 2014 [RJ 2014, 5739]).

La necesidad de proteger a los accionistas **decae** en el caso de que la sociedad absorbente sea titular, de forma directa o indirecta, de todas las acciones o participaciones sociales en las que se dividiera el capital de la sociedad o sociedades absorbidas. La LME regula en la sección 8.ª del capítulo I del título II las fusiones especiales, incluyendo la absorción de sociedad íntegramente participada y la de sociedad participada al 90 %, y recoge también determinados supuestos asimilados a la absorción de sociedades íntegramente participadas.

En estos casos, la ley flexibiliza los requisitos formales de la fusión, por cuanto la absorbente es titular de más del 90 % del capital de las absorbidas. Esta flexibilización venía obligada por el derecho comunitario. Dentro de las especialidades cabe destacar que, cumpliéndose una serie de requisitos, no será preciso el acuerdo de la junta general de la sociedad o sociedades absorbidas, e incluso en algunos supuestos tampoco de la absorbente. En estos últimos casos, no es precisa la publicación que exige el artículo 43 LME, pero sí la requerida por el artículo 51, y todo el negocio se convierte en un acuerdo entre los órganos de administración de las sociedades afectadas; de todas formas, persiste el derecho de oposición de los acreedores y por eso deben publicarse a estos efectos varios documentos relativos a la fusión (ved RDGRN 19 enero 2015 [RJ 2015, 721]).

La **necesaria presencia simultánea de los tres presupuestos** hasta aquí vistos permite diferenciar la fusión de otras figuras que, si bien presentan similitudes, especialmente desde un punto de vista económico, no pueden calificarse como tal. Así ocurre con las **uniones de sociedades**, en las que **no se produce extinción** de sociedad alguna, como es el caso del cártel o del *holding*. El cártel o sindicato es un tipo de unión contractual que generalmente une a sociedades interesadas en la misma fase de producción al objeto de evitar la competencia recíproca y de conseguir el mayor dominio posible del mercado. Estos acuerdos apenas afectan a la autonomía de las sociedades, especialmente en el caso de cártel simple, donde incluso el pacto puede permanecer en secreto. En caso de cártel con órgano central, este –generalmente se constituye una sociedad anónima– será el que establezca las directrices a las que se han de sujetar las sociedades unidas, por lo que su autonomía económica y jurídica se ve limitada por las instrucciones y la actuación de dicho órgano. El *holding* es un tipo de unión económica en el que una sociedad «principal» es la promotora o fundadora de una segunda sociedad y se reserva la totalidad o la mayoría de su capital social, y determina luego que esta segunda sociedad haga lo propio con una tercera y así sucesivamente hasta lograr una cadena de sociedades que, de hecho, dependen de la voluntad de la sociedad «principal» (la cual, normalmente, no desarrolla una actividad empresarial, sino que simplemente se limita a ejercer el control de las filiales). **Tampoco** tendrán la consideración de fusión las **operaciones de toma de control** de una sociedad mediante la adquisición de sus acciones o participaciones, por faltar el presupuesto de la disolución de una sociedad. Desde un punto de vista **económico**, el patrimonio de una sociedad se puede asumir tanto por la adquisición de todas sus acciones o participaciones como por la absorción de aquella, pero

**jurídicamente** la calificación y el proceso negocial de adquisición es distinto en uno y otro supuesto. Ello aun cuando la adquisición de las acciones o participaciones vaya seguida de la disolución de la sociedad participada, o en los supuestos de cesión en bloque del patrimonio de una sociedad a otra, puesto que faltará la incorporación de los accionistas de la sociedad adquirida o cedente a la sociedad adquirente.

El artículo 53 LME, dentro de la sección 9.<sup>a</sup> del capítulo I, prevé como operación asimilada a la fusión aquella «mediante la cual una sociedad se extingue transmitiendo en bloque su patrimonio a la sociedad que posee la totalidad de las acciones, participaciones o cuotas correspondientes a aquella».

Por último, cabe señalar que el capítulo II del título I de la LME (arts. 54 a 67) contiene un conjunto de normas aplicables a las fusiones transfronterizas intracomunitarias que son «las fusiones de sociedades de capital constituidas de conformidad con la legislación de un estado parte del Espacio Económico Europeo y cuyo domicilio social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro del Espacio Económico Europeo, cuando, interviniendo al menos dos de ellas sometidas a la legislación de estados miembros diferentes, una de las sociedades que se fusionen esté sujeta a la legislación española» (art. 54.1 LME).

Las sociedades de capital sujetas a la legislación española que pueden participar en fusiones transfronterizas son las sociedades anónimas, comanditarias por acciones y de responsabilidad limitada (art. 54.2 LME). En el proyecto común de fusión transfronteriza se han de incluir, además, las ventajas particulares atribuidas a los expertos que estudien el proyecto de fusión transfronteriza, así como a los miembros de los órganos de administración, dirección, vigilancia o control de las sociedades que se fusionen, y, si procede, la información sobre los procedimientos mediante los cuales se determinen las condiciones de implicación de los trabajadores en la definición de sus derechos de participación en la sociedad resultante de la fusión transfronteriza (art. 59 LME). El informe de los administradores de cada una de las sociedades participantes se pondrá a disposición de los socios y de los representantes de los trabajadores o, en su defecto, de los propios trabajadores, en un plazo no inferior a un mes antes de la fecha de la junta de socios que ha de resolver sobre el proyecto común de fusión transfronteriza (art. 60 LME). La junta de socios de cada una de las sociedades que se fusionen podrá condicionar la realización de la fusión a la ratificación expresa de las disposiciones decididas para la participación de los trabajadores en la sociedad resultante de la fusión transfronteriza (art. 61 LME). Se reconoce el derecho de separación, conforme a lo dispuesto en el título IX de la Ley de sociedades de capital, a los socios que voten en contra del acuerdo de una fusión cuya sociedad resultante tenga su domicilio en otro estado miembro (art. 62 LME). Se establecen medidas de control y publicidad registral (arts. 64 a 66 LME) y se prevé la definición de los derechos de implicación de los trabajadores con arreglo a la legislación laboral española cuando la sociedad resultante de la fusión tenga su domicilio en España (art. 67 LME).

### 2.1.3. La escisión y la segregación

La escisión se regula en el título III de la LME, que se divide en dos capítulos, el I «Disposiciones generales» (arts. 68 a 72) y el II «Régimen legal de la escisión» (arts. 73 a 80). La escisión es también una operación de estructuración societaria de carácter **negocial** y puede desarrollarse de tres maneras diferentes: **escisión total**, **escisión parcial** y **segregación** (art. 68.1 LME).

Las sociedades beneficiarias de la escisión pueden ser de un tipo mercantil diferente al de la sociedad que se escinde y únicamente puede acordarse la escisión si las acciones o las aportaciones de los socios a la sociedad que se escinde se encuentran íntegramente desembolsadas (art. 68. 2 y 3 LME).

La **escisión total** es la extinción de una sociedad con división de todo su patrimonio en dos o más partes, cada una de las cuales se transmite en bloque por sucesión universal a una sociedad de nueva creación o es absorbida por una sociedad ya existente, y los socios reciben un número de acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde (art. 69 LME).

La **escisión parcial** es el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales ha de formar una unidad económica, a una o varias sociedades de nueva creación o ya existentes, recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo esta el capital social en la cuantía necesaria (art. 70.1 LME).

Por último, la **segregación** es el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales ha de formar una unidad económica, a una o varias sociedades, y a cambio la sociedad segregada recibe acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias (art. 71 LME).

Hasta la promulgación de la LME, la «segregación» no era una figura legalmente reconocida, y bien se consideraba una modalidad de «escisión parcial», bien se caracterizaba como una aportación de rama de actividad. Con la ley queda claro que es una figura distinta de la escisión parcial, y constituye la principal diferencia entre ambas que en la escisión son los socios de la sociedad escindida quienes reciben acciones o participaciones de la sociedad o sociedades beneficiarias, mientras en la segregación quien las recibe es la propia sociedad segregada. De esta forma, la sociedad segregada modifica su composición patrimonial: deja de tener unos activos y pasivos (que aporta a la beneficiaria) y a cambio recibe acciones o participaciones de la beneficiaria. La diferencia entre ambas figuras ya había sido apuntada por las RRDGRN 10 junio 1994 (RJ 1994, 4915) y 4 octubre 1994 (RJ 1994, 7795).

Una operación ciertamente parecida es la llamada «**aportación de rama de actividad**», cuya validez ha sido admitida recientemente por la RDGRN 22 julio 2016 (RJ 2016, 4780). En esta figura, una entidad aporta un conjunto de activos y pasivos diferenciado, que constituye una «rama de actividad» autónoma, a otra, y a cambio recibe la titularidad de acciones o participaciones de la adquirente. Pero en este caso no existe una «sucesión universal» en las obligaciones y derechos aportados, de manera que los acreedores de la «aportante» no devienen acreedores de la adquirente (aunque sus créditos deriven de activos o pasivos aportados a esta). En la señalada resolución, la DGRN admite la licitud de esta figura, que sí está contemplada legalmente en la legislación fiscal, pues existen suficientes garantías para todas las partes implicadas.

También resultan de aplicación, en cuanto proceda, las normas de la escisión a la operación mediante la cual una sociedad transmite en bloque su patrimonio a otra sociedad de nueva creación, y a cambio recibe todas las acciones, participaciones o cuotas de socio de la sociedad beneficiaria (art. 72 LME).

La LME recoge dos **normas especiales** para el supuesto de escisión total –motivadas por la extinción de la sociedad– y una norma especial para la escisión parcial. Para la **escisión total**: a) la distribución de los **elementos del activo no atribuidos** a alguna sociedad beneficiaria en el proyecto de escisión entre todas las beneficiarias de manera **proporcional** al activo atribuido a cada una de ellas (art. 75.1 LME) y b) la **responsabilidad solidaria** de todas las beneficiarias cuando los **elementos del pasivo** no se hayan atribuido a alguna sociedad beneficiaria en el proyecto de escisión y la interpretación de este no permita decidir sobre su reparto (art. 75.2 LME). Para la **escisión parcial**: la **posibilidad de atribuir** a la beneficiaria las **deudas** para la organización o funcionamiento cuando la parte segregada se compone de una o varias empresas o establecimientos comerciales, industriales o de servicios (art. 70.2 LME). Además, tanto en la escisión total como en la parcial con pluralidad de sociedades beneficiarias, siempre que no se atribuyan a los socios de la sociedad que se escinde acciones, participaciones o cuotas de todas las sociedades beneficiarias, es necesario el consentimiento individual de los afectados (art. 76 LME).

La STS 6 febrero 1998 (RJ 1998, 703) establece «efectivamente el Tribunal *a quo* fundamenta la *ratio decidendi* de la sentencia recurrida en una interpretación del contenido de lo acordado en la escritura pública de fecha 30 diciembre 1989, de la que saca las siguientes consecuencias: a) Que la sociedad “Ercros, SA” procede de la fusión de las sociedades “Unión Explosivos Río Tinto, SA” y “Sociedad Anónima Cros”; b) Que se acordó proceder a la escisión del patrimonio empresarial de “Ercros, SA”, afecto a la rama de actividad de petróleo y petroquímica, mediante la aportación de traspaso en bloque del patrimonio escindido a una sociedad a constituir, y en dicha escritura se constituye la sociedad “Ertoil, SA”. Más tarde estima asimismo probado que “Ertoil, SA” se obliga solidariamente en lo relativo a proveedores y acreedores varios, entre los que no se encuentran los demandantes, ahora recurrentes, como tenedores de las letras de cambio a que la demanda se contrae; asimismo estima como probado que los referidos demandantes, ahora recurrentes, figuran como acreedores de la suspensión de pagos de la firma “Ercros, SA”, de lo que infiere que esta sociedad está asumiendo el pago de las mismas, lo que corrobora que la deuda o pasivo que ellas significan no fue transmitido a “Ertoil, SA”. De todo lo cual se desprende con una claridad meridiana que ha existido una escisión societaria, denominada doctrinalmente como parcial o impropia, por la que la sociedad que se escinde –“Ercros, SA”– no se extingue, sino que continúa con su personalidad y su patrimonio-resto, puesto que se ha desprendido de parte de él a favor de la nueva sociedad –“Ertoil, SA”–, y que el pasivo de dicho patrimonio-resto de “Ercros, SA” se encuentran como acreedores los, antes, demandantes y, ahora, recurrentes y por el importe total de las letras cambiales de las que son titulares». En igual sentido y respecto de iguales partes, STS 5 marzo 2001 (RJ 2001, 2726).

La necesidad en los supuestos de escisión parcial y de segregación de que la parte o partes traspasadas a las sociedades beneficiarias formen una **unidad económica** plantea el problema de si ha de seguirse una **interpretación restrictiva**, en el sentido de unidad funcional, o una concepción más amplia. La LIS sigue la primera en el artículo 83 y permite la escisión de una «rama de actividad», entendida como **conjunto capaz de funcionar por sus propios medios**, y la segregación de una parte del patrimonio social, consistente en participaciones en el capital de otras entidades que confieran la mayoría del capital social en estas. La **concepción amplia** se sigue por un **sector doctrinal** (verbigracia, Vicent Chuliá) que, de una parte, incluye en el concepto de unidad económica los paquetes de cartera no mayoritarios, los paquetes tecnológicos (patentes, marcas, *know-how*, etc.), los derechos de uso de unidades empresariales y los elementos sometidos a unidad de gestión (secciones o departamentos de una empresa), y, de otra, admite que la unidad económica

puede preexistir a la escisión o resultar como consecuencia de esta. La STS 3 enero 2012 (RJ 2012, 1628) no ha tomado partido en esta cuestión, pero sí ha resaltado que, al escindirse una rama de actividad, **se transmiten con esa rama los pasivos propios de esta**, aunque no se especifiquen en la lista de pasivos transmitidos. La inclusión de un pasivo no puede quedar a la voluntad de la sociedad que escinde, de forma que, si el pasivo debería estar incluido, será pasivo de la beneficiaria.

La escisión se desarrolla por medio de un **procedimiento similar al de la fusión**, y sus normas son de **aplicación supletoria** (art. 73.1 LME), si bien la jurisprudencia fue poco receptiva en un principio a esta aplicación analógica (ved STS 21 marzo 1987 [RJ 1987, 1713]). En el proyecto de escisión, además de las menciones exigidas para el proyecto de fusión, se incluirán la designación y, en su caso, el reparto preciso de los elementos del activo y del pasivo que han de transmitirse a las sociedades beneficiarias, y el reparto entre los socios de la sociedad escindida de las acciones, participaciones o cuotas que les correspondan en el capital de las sociedades beneficiarias, así como el criterio en que se funda ese reparto. Esta mención no procede en la segregación (art. 74 LME). Y, en el informe sobre el proyecto de escisión que deben redactar los administradores de las sociedades participantes, se debe expresar que han sido emitidos los informes sobre las aportaciones no dinerarias previstos en esta ley para el caso de que las sociedades beneficiarias de la escisión sean anónimas o comanditarias por acciones, así como el Registro Mercantil en que esos informes estén depositados o vayan a depositarse (art. 77 LME).

Las RRDGRN 10 abril 2014 (RJ 2014, 2383) y 11 abril 2014 (RJ 2014, 2384) han establecido doctrina sobre cómo entender la «designación y, en su caso, reparto preciso de los elementos del activo y del pasivo que han de transmitirse a las sociedades beneficiarias». Si bien consideran que el detalle no puede llevarse al extremo, afirman que no es suficiente una mera relación de cuentas con distinción entre «debe» y «haber», con unos valores relativos a conceptos patrimoniales genéricos.

La RDGRN 4 noviembre 2015 (RJ 2015, 6494) considera que, en los supuestos de escisión parcial, si la sociedad escindida reduce capital, no hace falta cumplir las reglas de la reducción, pues ya quedan satisfechos los derechos de las partes implicadas con el régimen de la escisión. Además, el derecho de oposición de los acreedores, en supuestos de reducción de capital social con restitución de aportaciones, no tiene el mismo sentido que en los casos de escisión parcial, toda vez que en estos la sociedad escindida y las beneficiarias responderán solidariamente de las obligaciones que habiendo sido objeto del traspaso vía sucesión universal inherente a la escisión sean incumplidas. La RDGRN 11 abril 2014 (RJ 2014, 2384) ha estimado que el patrimonio escindido que recibe la sociedad beneficiaria puede aplicarse a reservas en esta sociedad beneficiaria; y no tiene que, necesariamente, realizarse un aumento de capital, si las sociedades escindida y beneficiaria tienen como único socio a una misma persona.

Las RRDGRN 8 mayo 2014 (RJ 2014, 3251) y 21 octubre 2014 (RJ 2014, 5739) establecen doctrina sobre la fecha que debe fijarse como fecha contable de la escisión, en función de que la operación sea entre empresas del mismo grupo o no.

Por otra parte, y al igual que ocurre para la fusión, cuando las sociedades que participen en la escisión sean anónimas o comanditarias por acciones, el proyecto de escisión debe someterse al informe de uno o varios expertos independientes designados por el registrador mercantil del domicilio de cada una de esas sociedades. Dicho informe comprenderá, además, la valoración del patrimonio no dinerario que se transmita a cada sociedad. No obstante, los admi-

nistradores de todas las sociedades participantes podrán solicitar al registrador mercantil del domicilio de cualquiera de ellas el nombramiento de uno o varios expertos para la elaboración de un único informe. El informe o informes de los expertos no serán necesarios cuando así lo acuerden la totalidad de los socios con derecho de voto y, en su caso, de quienes de acuerdo con la ley o los estatutos pudieran ejercer legítimamente el derecho de voto, de cada una de las sociedades que participan en la escisión (art. 78 LME. Pese a que la literalidad del precepto indica que cabe prescindir del informe en su totalidad, la RDGRN 21 octubre 2014 [RJ 2014, 5739] ha entendido que se puede prescindir de la parte del informe relativa a la escisión y al tipo de canje, pero no de la parte que valora el patrimonio que se escinde y aporta a las sociedades beneficiarias).

Existe un régimen especial para el supuesto, relativamente común en la práctica, de que una sociedad se escinda constituyendo nuevas sociedades con el patrimonio escindido, y **atribuyendo acciones, participaciones o cuotas de cada una de esas nuevas sociedades a los socios de la escindida proporcionalmente a los derechos que tenían en el capital de esta** (sería una especie de división de una sociedad en varias). En estos casos, el artículo 78 bis (introducido por la Ley 1/2012) establece que no será necesario el informe de los administradores, el informe de expertos, ni el balance de escisión.

La RDGRN 21 octubre 2014 (RJ 2014, 5739) ha destacado que, pese a la dicción literal del precepto, sí será precisa la parte del informe de expertos –cuando la sociedad escindida sea anónima o comanditaria por acciones– relativa a la valoración del patrimonio que se escinde. Por su parte, las RRDGRN 8 mayo 2014 (RJ 2014, 3251), 5 noviembre 2014 (RJ 2014, 6316) y 6 noviembre 2014 (RJ 2014, 6318) han remarcado que la no necesidad de balance de escisión también se aplica si la sociedad escindida únicamente crea una sociedad nueva (pese a que la literalidad del precepto parece limitar el mandato al supuesto de creación de varias).

Los administradores de la sociedad escindida están obligados a informar a su junta de socios sobre cualquier modificación importante del patrimonio acaecida entre la fecha de elaboración del proyecto de escisión y la fecha de reunión de la junta. La misma información deberán proporcionar, en los casos de escisión por absorción, los administradores de las sociedades beneficiarias y estos a los administradores de la sociedad escindida, para que, a su vez, informen a su junta de socios (art. 79 LME).

La LME dicta dos normas más relativas a la escisión: a) la **responsabilidad solidaria de las sociedades beneficiarias** hasta el importe del activo neto atribuido en la escisión a cada una de ellas y, si subsistiera, de la propia sociedad escindida por la totalidad de la obligación, por las obligaciones asumidas por una sociedad beneficiaria que resulten incumplidas (art. 80 LME. La STS 3 febrero 2015 [RJ 2015, 645] ha declarado que la responsabilidad de la sociedad escindida es subsidiaria, en el sentido de que es preciso el incumplimiento de la beneficiaria; en cambio, no sería necesario realizar la excusión de bienes de la sociedad beneficiaria); y b) la **aplicación de las respectivas leyes persona-**

les cuando en la escisión participen o resulten sociedades mercantiles de distinta nacionalidad, excepto en el supuesto de sociedades anónimas europeas donde se aplica el régimen que en cada caso les fuere aplicable (art. 73.2 LME).

También de igual modo que en la fusión, en las operaciones de escisión se establece un calendario de fechas clave que sigue las distintas fases y recoge los efectos jurídicos que se van produciendo.

Son presupuestos de la escisión:

a) La **extinción sin liquidación** (escisión total) o el **traspaso en bloque de una o varias partes del patrimonio de una sociedad que formen una unidad económica manteniendo la personalidad jurídica** (escisión parcial y segregación) de una sociedad.

b) La **división del patrimonio** de la sociedad escindida en dos o más partes (escisión total) o la transmisión patrimonial de una o más partes (escisión parcial y segregación).

c) La **transmisión en bloque, a título universal**, del patrimonio a una o varias sociedades de nueva creación o a una o varias sociedades beneficiarias.

d) Integración de los **socios** de la sociedad escindida (escisión total y parcial) o de la propia sociedad escindida (segregación) en las sociedades beneficiarias mediante la atribución de **acciones o participaciones** de estas.

#### **2.1.4. La cesión global de activo y pasivo**

Dentro de la categoría de las **fusiones impropias** se engloban los supuestos de adquisición de elementos empresariales que, aun produciendo **efectos materiales semejantes** a los de la fusión, no permiten ser calificados jurídicamente como tal por faltar alguno de los presupuestos que la caracterizan (disolución sin liquidación, traspaso patrimonial a título universal e incorporación de los socios de las sociedades extinguidas a la nueva sociedad o a la absorbente). **Dos motivos** han propiciado la aparición en el tráfico de estas figuras: la **elusión de las formalidades legales** que imperativamente se han de seguir en todo proceso de fusión y la **reducción de la carga impositiva** que esta conlleva. Son operaciones más rápidas, sencillas y económicas que la fusión, pero también pueden resultar más **arriesgadas** cuando se busca eludir la protección de los intereses de los accionistas o de los acreedores; en estos casos pueden ser calificadas como fraudulentas.

La cesión global de activo y pasivo por parte de una sociedad supone la **transmisión en bloque** de todo su patrimonio a un tercero –persona física o jurídica– a cambio de una contraprestación generalmente en dinero (si bien puede consistir en bienes, derechos, acciones o participaciones del adquirente). Esta figura es fácilmente distinguible de la fusión *stricto sensu* cuando a cambio de la

transmisión en bloque se recibe dinero, bienes o derechos; pero puede **resultar dificultosa** cuando la contraprestación consiste en la entrega de **acciones o participaciones** de la sociedad adquirente a la transmitente, luego esta **se disuelve** y en concepto de cuota de liquidación **entrega a sus socios las acciones o participaciones** recibidas por la cesión. No obstante, se ha de tener en cuenta que, en este segundo supuesto, no se habrá seguido el procedimiento propio de la fusión y, además, la **adquisición** de las acciones o participaciones de la sociedad por parte de los socios de la sociedad transmitente **traerá causa de esta y no de la adquirente** –como ocurre en la fusión *stricto sensu*.

En derecho de sociedades la cesión global **se presentaba** como una **forma simplificada de liquidación** (antiguos arts. 266 LSA, 117 LSRL, y art. 246 RRM). Ello no obstante, la cuestión de determinar si también podía considerarse una operación de reestructuración empresarial había generado un interesante debate doctrinal. Aunque la mayoría de la doctrina así lo entendía, los problemas aparecían a la hora de aplicar unas normas pensadas para la liquidación a una operación de reestructuración empresarial, con la posible elusión de las garantías jurídicas a favor de socios, acreedores y terceros, previstas en la regulación de la fusión, lo cual podía resultar fraudulento.

A este respecto, la RDGRN 22 mayo 2002 (RJ 2002, 9139) había establecido: «Lo primero que ha de plantearse es la determinación de las hipótesis comprendidas en el supuesto legal de cesión de activo y pasivo y al respecto se podrían plantear dos supuestos: el primero sería aquel en que la cesión es un acto posterior a la disolución, un acto liquidatorio *per se*, en el que ha de llegarse a la conclusión de que por más que abreviado existe proceso de liquidación pues la sociedad ha entrado, como consecuencia de la disolución, en el proceso final de liquidación que se simplifica a través de esa cesión para culminar con el reparto entre los socios del precio recibido como contraprestación; y el segundo, aquel en que a través de ella se persigan objetivos idénticos a los de las modificaciones estructurales caracterizadas por la transmisión en bloque de todo o parte del patrimonio social a otra sociedad en la que se integraría el cuerpo social de aquella, lo que ha venido en llamarse fusión impropia. Ambos supuestos ofrecen evidentes similitudes pero también encontramos entre ellos significativas diferencias. [...] Desde el punto de vista de sus requisitos también son apreciables las diferencias. El silencio de la Ley de Sociedades Anónimas sobre el régimen jurídico de tales cesiones, que reconocía pero no regulaba, llevó a las Resoluciones de 22 de junio de 1988 y 21 de noviembre de 1989 a exigir que se observaran en la misma los requisitos propios de la fusión. Hoy en día subsiste el silencio de la Ley de Sociedades Anónimas y es difícil admitir que puedan aplicarse a las mismas las soluciones que para las de responsabilidad limitada ha introducido el artículo 117 de su nueva Ley Reguladora. Aún más, el argumento de la uniformidad de régimen como consecuencia de la unicidad del establecido por el artículo 246 RRM e inspirado en el de aquella norma legal, no hace sino acentuar las diferencias: el sistema de tutela de los acreedores se ve minorado no solo por la ausencia de un proyecto de fusión y la publicidad de que el mismo ha de ser objeto, sino también por la reducción del número de publicaciones a que está sujeta la cesión según la norma reglamentaria frente a lo establecido legalmente para la fusión (cfr. artículo 242 LSA); la ausencia de aquel proyecto reduce igualmente la información al alcance de los socios, y lo que es más importante, aceptando con la mayoría de la doctrina, pese a que falte un pronunciamiento legal concreto, que la cesión ha de ser acordada por la junta general de la cedente, la aceptación de la misma queda al margen de la voluntad del órgano soberano de la cesionaria y por tanto de la exigencia de unas concretas mayorías como ocurre en el supuesto de fusión al ser aquella por razón de su objeto, una simple adquisición patrimonial, competencia del órgano de administración; la formalización pública del acuerdo de fusión es única en tanto que la de la cesión global parece que es independiente de la de la extinción de la cesionaria (cfr. artículos 246 y 247 RRM), de igual modo que son distintas las personas legitimadas para otorgar una u otra escritura; e igualmente, con la misma base normativa, puede sostenerse, pese al condicionamiento que establece el artículo 117.4 LSRL, que son independientes la inscripción de la cesión y la de la extinción de la cedente. Con tales diferencias ha de concluirse que al menos en sede de sociedades anónimas la cesión global de activo y pasivo no puede utilizarse con finalidad distinta que la estrictamente



liquidatoria, y ello sin prejuzgar ahora cuáles habrían de ser los requisitos a que tal cesión habría de sujetarse».

La STS 10 abril 2006 (RJ 2006, 4990) se refiere también a un supuesto de cesión global de activo y pasivo realizada por una sociedad condenada antes de la presentación del recurso, de manera que el recurso de casación debía ser presentado por la sociedad beneficiaria de acuerdo con la doctrina de la sucesión procesal por transmisión del objeto litigioso.

La cesión global del activo y pasivo como modificación estructural se regula en el título IV de la LME, que se divide en dos capítulos, el I «Disposiciones generales» (arts. 81 a 84) y el II «Régimen legal de la cesión global» (arts. 85 a 91). Se prevé la transmisión en bloque de todo el patrimonio de una sociedad por sucesión a uno o a varios socios o terceros, si bien se sujeta la operación a la concurrencia de dos presupuestos: a) que la sociedad esté inscrita, y b) que la contraprestación recibida no consista en acciones, participaciones o cuotas de socio del cesionario. Si la contraprestación fuese recibida total y directamente por los socios, la sociedad cedente quedará extinguida. En todo caso, la contraprestación que reciba cada socio deberá respetar las normas aplicables a la cuota de liquidación (art. 81 LME).

Con la anterior regulación, la doctrina ya aceptaba unánimemente que, aunque la normativa reguladora no lo preveía, la cesión global de activo y pasivo implicaba una **sucesión a título universal** de la sociedad o sociedades cesionarias en la titularidad de los bienes, derechos y obligaciones de la cedente y la subrogación en sus relaciones jurídicas. Tratándose de sucesión a título universal queda eximido el cumplimiento de los requisitos previstos para la transmisión de cada elemento particular (STS 17 mayo 1999 [RJ 1999, 4578]); y la entidad adquirente se subroga en todas las relaciones jurídicas integradas en el patrimonio adquirido, por lo que, entre otras consecuencias, la cesión del crédito hipotecario no queda condicionada a que se realice en escritura pública y a que se inscriba en el Registro (autos de las audiencias provinciales de Madrid, Secc. 9.ª, 5 septiembre 2014 [JUR 2014, 289122]; Madrid, Secc. 18.ª, 24 noviembre 2014 [AC 2014, 72127] y 4 diciembre 2014 [JUR 2015, 18396]; Madrid, Secc. 10.ª, 14 enero 2015 [JUR 2015, 71957]; y Almería, Secc. 1.ª, 15 enero 2016 [JUR 2016, 79122]).

La LME permite que las sociedades en liquidación puedan ceder globalmente su activo y pasivo siempre que no hubiera comenzado la distribución de su patrimonio entre los socios (art. 83 LME). Y el supuesto de cesión global a dos o más cesionarios (cesión global plural) se sujeta a la exigencia de que cada parte del patrimonio que se ceda constituya una unidad económica (art. 82 LME).

La operación, cuando la sociedad cedente y el cesionario o cesionarios fueran de distinta nacionalidad, se sujeta lo establecido en las respectivas leyes personales, salvo para las sociedades anónimas europeas cuyo régimen será el que en cada caso les fuere aplicable (art. 84 LME).

Con la anterior regulación en la cesión global de activo y pasivo, el **único acuerdo de junta general que se exigía**, y que se había de adoptar con los requisitos y la mayoría establecidos para la modificación de los estatutos (antiguo art. 117.1 LSRL), era el de la sociedad **cedente**. De ello cabía deducir que el legislador considera la cesión para las sociedades cesionarias como un supuesto de adquisición de activos comprendido dentro de las facultades ordinarias de gestión de los administradores.

La RDGRN 10 abril 2001 (RJ 2002, 2866), estableció «Según el sexto defecto, se deniega la inscripción del acuerdo de cesión global del activo y pasivo de la sociedad, por no

constituir todavía un acuerdo inscribible, al no haberse ejecutado dicha cesión ni haberse cumplido los requisitos exigidos para efectuarla. El recurrente reconoce que la cesión no puede ser inscrita sino cuando se hayan cumplido los requisitos establecidos en los artículos 117 LSRL y 246 RRM. No obstante, debe entenderse que, al tratarse la cesión global del activo y pasivo de una forma de liquidación abreviada de la sociedad –así se desprende de la situación sistemática y de la caracterización de la regulación legal de la figura–, en la inscripción de la disolución deberá hacerse constar, como norma liquidatoria acordada por la Junta General –cfr. artículo 40 RRM–, el mismo acuerdo de cesión global».

El tratamiento de la cesión global como modificación estructural por la LME hace que se recoja la obligación de los administradores de la sociedad de redactar y suscribir un **proyecto de cesión global**, habiendo de presentar un ejemplar de este para su depósito en el Registro Mercantil. El proyecto ha de contener, al menos, las siguientes menciones:

- La denominación, el tipo social y el domicilio de la sociedad y los datos de identificación del cesionario o cesionarios.
- La fecha a partir de la cual la cesión tendrá efectos contables de acuerdo con lo dispuesto en el Plan general de contabilidad.
- La información sobre la valoración del activo y pasivo del patrimonio, la designación y, en su caso, el reparto preciso de los elementos del activo y del pasivo que han de transmitirse a cada cesionario.
- La contraprestación que hayan de recibir la sociedad o los socios. Cuando la contraprestación se atribuya a los socios, se especificará el criterio en que se funde el reparto.
- Las posibles consecuencias de la cesión global sobre el empleo (art. 85 LME). Además, los administradores deben elaborar un informe en el que se explique y justifique detalladamente el proyecto de cesión global (art. 86 LME).

Por lo que se refiere a la junta de socios de la sociedad cedente, esta ha de aprobar la cesión global, ajustándose estrictamente al proyecto de cesión global, con los requisitos establecidos para la adopción del acuerdo de fusión. Este acuerdo se publicará en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en un diario de gran circulación en la provincia del domicilio social, con expresión de la identidad del cesionario o cesionarios. En el anuncio se hará constar el derecho que asiste a los socios y acreedores de obtener el texto íntegro del acuerdo adoptado, así como el derecho de oposición que corresponde a los acreedores. No será necesaria la publicación del acuerdo de cesión global cuando el acuerdo se comunique individualmente por escrito a todos los socios y acreedores, por un procedimiento que asegure su recepción en el domicilio que figure en la documentación de la sociedad. Asimismo, deberá ponerse a disposición de los representantes de los trabajadores el proyecto de cesión global y el informe de los administradores (art. 87 LME). La operación no podrá realizarse hasta que transcurra un mes, contado desde la fecha de publicación del último

anuncio del acuerdo o, en caso de comunicación por escrito a todos los socios y acreedores, del envío de la comunicación al último de ellos. En ese plazo se reconoce el derecho de los acreedores de la sociedad cedente y de los del cesionario o cesionarios a oponerse a la cesión, en las mismas condiciones y con los mismos efectos previstos para el caso de fusión (art. 88 LME).

La LME establece la necesidad de hacer constar la cesión global en escritura pública otorgada por la sociedad cedente y por el cesionario o cesionarios –la escritura ha de recoger el acuerdo de cesión global adoptado por la sociedad cedente–, y supedita su eficacia a la inscripción en el Registro Mercantil de la sociedad cedente. Si esta se extingue como consecuencia de la cesión, se cancelarán sus asientos registrales (art. 89 LME).

El antiguo artículo 117.4 LSRL supeditaba la eficacia de la cesión a la inscripción de la escritura pública de extinción de la sociedad. La RDGRN 4 octubre 1994 (RJ 1994, 7795) había recalado el alcance meramente interno –por tanto, sin relevancia alguna frente a terceros– que debe atribuirse a la fijación de una fecha de retroactividad contable anterior a la de los acuerdos de las sociedades: «la eficacia externa de la operación queda, en todo caso, supeditada al cumplimiento de los requisitos formales y materiales que rigen la transmisión de bienes y derechos y la asunción de obligaciones, sin que el acuerdo de las sociedades de fijar una fecha a partir de la cual la contabilidad queda unificada tenga relevancia sustantiva –como tampoco la tiene en sede de fusión y de escisión [artículos 235 b) y 255 LSA]. Por su relevancia exclusivamente interna, el acuerdo puede contener, en este punto, las prevenciones que las sociedades estimen más procedentes al efecto».

La LME prevé la impugnación de la cesión global aplicándose lo dispuesto para la impugnación de la fusión (art. 90 LME) y hace responder de las obligaciones asumidas por un cesionario que resulten incumplidas solidariamente a los demás cesionarios, hasta el límite del activo neto atribuido a cada uno de ellos en la cesión; y, según los casos, a los socios hasta el límite de lo que hubieran recibido como contraprestación por la cesión, o a la propia sociedad que no se hubiera extinguido, por la totalidad de la obligación. Esta responsabilidad prescribe a los cinco años (art. 91 LME).

## **2.2. La creación de *joint ventures***

### **2.2.1. Concepto y clases de *joint ventures***

El término *joint venture* supone una abreviación de la expresión *international joint business venture*, que fue acuñada por la doctrina norteamericana para hacer referencia a todo tipo de acuerdo de asociación o colaboración entre empresas. El término *venture* aludía al riesgo que se asumía con esa creación; como se puede apreciar, también se partía de la concurrencia de un factor de internacionalidad. No existe un **concepto** legal de *joint venture* en el derecho español, ni en la mayoría de los derechos de los países europeos, por lo que sería inútil intentar una fijación científica del mismo. Se trata de una expresión acuñada en la práctica que engloba una multiplicidad de figuras. Los acuerdos

de este tipo incluyen, en algunos autores, desde la fusión hasta un simple contrato de colaboración o distribución, por lo que la amplitud de la figura hace imposible una caracterización unitaria útil.

Sin embargo, sí existe un **concepto «estricto»** de *joint venture*, acuñado en la normativa comunitaria y de competencia y en la mayoría de los autores, y que es el que vamos a seguir en esta exposición. Conforme al mismo, las *joint ventures* son empresas (sociedades) creadas por al menos otras dos empresas que son competidoras entre sí, las cuales ejercen un control común sobre esa empresa conjunta. De esta forma, existen tres **requisitos** o elementos que caracterizan la figura:

a) Se trata de sociedades con **personalidad jurídica propia**, distinta de las empresas que a su vez las crean, con su propio patrimonio y actividad también diferente. De esta forma, quedan fuera del concepto estricto tanto los simples «contratos de colaboración» –con efectos de obligaciones, pero sin creación de una sociedad conjunta–, como las fusiones (que suponen la extinción de una o de las dos empresas participantes en la fusión y la unión de sus patrimonios).

b) Han sido **constituidas por dos o más empresas competidoras** entre sí. Con ello quiere decirse que las empresas creadoras no deben pertenecer al mismo grupo de sociedades; en este caso no habría *joint venture*, ni colaboración entre empresas (independientes), sino una simple operación de reestructuración o de redistribución de las actividades dentro del grupo.

c) Por último, debe existir un «**control conjunto**» de esa nueva sociedad por parte de las que la han creado. Esto implica que la voluntad de la sociedad conjunta, las decisiones de esta, se toma de común acuerdo por las empresas que la han creado. El supuesto típico es que existan dos sociedades fundadoras que participan en el capital al 50 %, de forma que toda decisión se toma por acuerdo (o, dicho de otro modo, cada una tiene una mayoría de bloqueo). También pueden darse otras distribuciones de los votos, pero de modo que una sola de las empresas constituyentes no tenga la mayoría de los votos (por ejemplo, imponiendo que los acuerdos precisen de una mayoría reforzada superior a la mitad, de manera que siempre sea preciso el asentimiento de los dos socios creadores o principales).

De esta forma, las *joint ventures* se configuran como **acuerdos de cooperación** entre competidores que se instrumentan mediante la creación de una empresa controlada por ambos competidores. El término inglés se suele traducir por ‘sociedad conjunta’, haciendo así hincapié en la creación de una sociedad controlada por los fundadores. Se trata de una forma de colaboración que supone un compromiso de tipo menor y que no implica cambios relevantes en las empresas que participan (no se unen entre sí, como en la fusión; no suponen una participación en el capital de la otra; no dan lugar al traspaso o venta de activos de una a la otra, sino a una aportación a la sociedad conjunta).

Esta figura se ha utilizado a menudo como forma de **inversión en el extranjero**, por ejemplo, de **tecnología en países en vías de desarrollo**: el inversor extranjero aporta tecnologías punta y la empresa nacional su conocimiento del mercado y el personal no cualificado. Mediante la *joint venture*, y con un compromiso más bien débil, aquella logra penetrar en un mercado que no conoce, y esta participar de una tecnología a la que, de otra forma, no tendría acceso. Si la colaboración se muestra productiva y se crea una confianza entre las partes, esa *joint venture* será el germen de una unión más estrecha, incluso de una fusión, participación o compra de activos. En otras ocasiones, este tipo de colaboración con empresas extranjeras viene incentivado por la **normativa estatal** (porque una empresa no puede estar enteramente en manos de capital extranjero o porque se dan incentivos a empresas con participación de capital nacional).

En estos casos de *joint ventures* internacionales es muy importante para la empresa que busca ampliar su mercado en otros lugares elegir bien el país de implantación en función de su estabilidad política y económica, sus infraestructuras y comunicaciones, la posible situación de la industria en un lugar cercano a las materias primas y a canales de comunicación, el régimen jurídico (régimen de las inversiones extranjeras, régimen fiscal y laboral, nivel competitivo de salarios, convenios de evitación de la doble imposición internacional, medidas de reforzamiento y garantías al inversor extranjero, etc.). Además, existen numerosos programas de ayuda para proyectos de inversión en el exterior auspiciados por importantes asociaciones internacionales para promover *joint ventures* con empresas de Europa del Este, de América Latina o de Asia.

El requisito del **control conjunto** es muy relevante, pues ninguna de las empresas participantes quiere dejar la empresa conjunta en manos de la otra. Por eso ambas quieren mantener un control. Esto también muestra la debilidad de la colaboración y el difícil equilibrio que supone el tener que llegar siempre a acuerdos en cualquier decisión relevante, así como la dependencia total de la *joint venture* de los avatares de la relación de sus socios. Por eso, como enseña expondremos, uno de los problemas más comunes en esta figura es el de lograr una gestión conjunta adecuada, duradera y rentable.

Volviendo al concepto amplio de *joint venture*, existen muchas **clasificaciones** de estas, por lo que solo haremos referencia a las más relevantes para esta exposición (sobre todo, a efectos de la aplicación de normas de competencia):

**a) Concentrativas y cooperativas.** En las concentrativas las partícipes desarrollan una actividad económica concreta mediante la sociedad conjunta, que lleva a cabo así una actividad económica principal de producción de bienes o servicios dirigidos al mercado. En algunos casos, incluso, las partícipes son simples sociedades *holding*, sin actividad propia, creadas para fundar o controlar a las filiales. Las *joint ventures* cooperativas suponen que los participantes realizan en común una fase de su actividad, para reducir costes y aumentar la productividad, pero esa fase es accesoria o auxiliar de la actividad principal de cada partícipe, que sigue desarrollándose de forma separada. El ejemplo típico es el de los acuerdos de investigación y desarrollo, en los que para compartir

los costes de la investigación se crea una sociedad conjunta, cuyos avances en la tecnología son luego aplicados por cada partícipe en su actividad económica propia.

**b) Contractual y corporation joint venture.** La *contractual* o *non-equity joint venture* supone un contrato de colaboración, mediante el cual ambas partes asumen obligaciones concretas para el desarrollo de una actividad común, pero normalmente sin crear una empresa jurídicamente independiente, únicamente con vínculos obligacionales. Alcanzado el objetivo común, el acuerdo finaliza, se extingue. La *corporation* o *equity joint venture*, en cambio, da lugar a la creación de una sociedad jurídicamente autónoma y distinta, aunque controlada conjuntamente por las partícipes. En este temario nos referimos a las *equity joint ventures*.

**c) Horizontales y verticales.** La sociedad conjunta horizontal supone la colaboración entre empresas situadas en el mismo escalón de producción (productores, distribuidores, minoristas), y su actuación se lleva a cabo en esa misma fase; en cambio, la vertical constituye la colaboración entre empresas situadas en distinto escalón (por ejemplo, productor extranjero y distribuidor nacional).

### **2.2.2. Algunos aspectos problemáticos del régimen jurídico de las joint ventures: creación, control conjunto y derecho de la competencia**

La sociedad conjunta, como queda expresado, es creada como tal sociedad independiente de los partícipes. Pero antes de la creación de la sociedad, de su constitución e inscripción como tal, tiene lugar entre las partes lo que se suele denominar «**contrato de joint venture**» (*joint venture agreement*, o también «acuerdo de bases» o, con una expresión más general y usada en otros ámbitos, *shareholders agreement* –‘acuerdo entre socios’). Este contrato es el acuerdo entre los partícipes en el que definen los objetivos de la colaboración con sus elementos (tipo de actividad que se desarrollará mediante la sociedad conjunta, duración, financiación, aportación de cada partícipe y tipo de actividad que se desarrollará, etc.), así como las características de la sociedad que se va a crear para ello (capital, aportaciones de cada socio, régimen jurídico, órganos, régimen de funcionamiento, etc.).

Este contrato, como se aprecia, es **distinto de los estatutos** de la sociedad conjunta en sí, y abarca muchos más aspectos; aunque, normalmente, en el contrato se recogen también los estatutos por los que se regirá dicha *joint venture*. En estos resulta común incluir una serie de **prestaciones accesorias** (esto es, de lo que en derecho español llamamos prestaciones accesorias, arts. 86 a 89 LSC), de forma que los socios se obligan a una serie de prestaciones de servicios o de entregas de bienes periódicas, aparte de su aportación al capital.

Estas prestaciones pueden consistir, por ejemplo, en la asistencia técnica a la empresa (el socio inversor extranjero) o en el aprovisionamiento de materias primas (el socio nacional).

Igualmente, en el contrato se recogen a menudo pactos relativos a la actuación de los partícipes como socios que, sin embargo, no se incorporan o forman parte de los estatutos, y que constituyen de esta forma «**pactos parasociales**», que obligan a los partícipes pero no son oponibles frente a tercero ni inciden en el régimen jurídico formal societario.

Así, es común, por ejemplo, pactar posibles restricciones a la enajenación de las cuotas sociales a terceros, o a ciertos terceros (competidores, entidades públicas); pactos recíprocos de compra de las cuotas sociales si uno de los partícipes quiere dar por extinguida la sociedad, o formas de liquidación de esta una vez terminada la actividad común; o políticas de actuación en temas económicos. A menudo también se establecen fórmulas arbitrales para salir de situaciones de bloqueo (cuando los dos socios no se ponen de acuerdo, se establece cómo solucionar la cuestión mediante la decisión de un tercero).

Estos pactos no se incorporan formalmente a los estatutos por varias razones: se quieren mantener ocultos, podrían resultar contrarios al derecho aplicable al régimen societario o contienen aspectos «políticamente incorrectos», entre otros muchos.

También hay que señalar que **no siempre la *joint venture* se realiza creando una nueva sociedad**. A veces el inversor extranjero, por ejemplo, compra el 50 % de una filial de la empresa nacional, filial que resulta así participada por ambas por mitad, y que se convierte en sociedad controlada conjuntamente. Las combinaciones posibles son muchas, pues, como dijimos, ni existe un concepto legal de *joint venture* ni un régimen jurídico que condicione sus aspectos o características.

Junto al contrato de *joint venture* suelen existir también los llamados «**contratos satélites**», celebrados precisamente entre la *joint venture* y una de las sociedades partícipes (no ya entre los partícipes). Con estos contratos se modalizan obligaciones, y se establecen también vínculos jurídicos concretos de la sociedad conjunta respecto del partícipe; vínculos que son así exigibles aunque la partícipe deje de serlo, o aunque el contrato de colaboración se extinga por cualquier razón (por ejemplo, las disensiones entre los partícipes dieron lugar a que uno de ellos vendiera su participación al otro, con lo que terminó la colaboración). De esta forma, cada partícipe puede reforzar su posición o lograr ventajas respecto de la actividad de la sociedad conjunta con independencia de su condición de socio.

Por ejemplo, la sociedad partícipe que aporta su tecnología a la *joint venture* pacta con esta que no licenciará ni transmitirá dicha tecnología a terceros, o que podrá hacerlo, pero destinando parte del precio a la partícipe. O se pacta con la sociedad conjunta que esta no actuará en ciertos mercados o en ciertos países. O se establece que el partícipe inversor extranjero comprará toda o parte de la producción de la sociedad. Estos pactos – algunos de los cuales es de discutible licitud según el derecho aplicable y las circunstancias concretas del acuerdo – también pueden formar parte del «contrato de *joint venture*», pero el partícipe quiere que también vinculen a la sociedad conjunta, no solo al otro partícipe.

El principal problema «práctico» de la sociedad conjunta es el de su **control conjunto**. Como hemos señalado, los partícipes quieren asegurar un control conjunto de la empresa de forma que no pueda uno solo de ellos tomar decisiones. Para ello, pueden existir varios mecanismos: desde la participación en la sociedad al 50 %, hasta la existencia de varios socios, pero con unas mayorías estatutariamente establecidas para la toma de acuerdos que hagan, de hecho, que siempre tengan que estar acordes los dos o tres socios mayoritarios.

En cuanto a la **gestión**, lo normal será actuar mediante un consejo de administración en el que estén representados los partícipes mayoritarios. Además, es también común establecer mecanismos arbitrales para «desbloquear» posibles situaciones de empate técnico en los órganos sociales, determinando un tercero que pueda tomar la decisión.

Por último, las *joint ventures* plantean una importante diferencia respecto de la **aplicación de las normas del derecho de competencia**. Así, las *joint ventures* cooperativas serán enjuiciadas conforme a las reglas de prohibición de los acuerdos colusorios, pues suponen un acuerdo o actuación coordinada de empresas (ved más adelante el epígrafe «Acuerdos colusorios y abuso de posición de dominio», en el que haremos referencia a la regulación especial en derecho comunitario de los acuerdos de I+D y de especialización). En cambio, las «sociedades conjuntas» suponen una verdadera concentración empresarial y, por lo tanto, se someten al control de concentraciones (ved el epígrafe «El control de las concentraciones económicas»). La diferencia es sustancial tanto por lo que respecta al criterio de autorización como a las normas y procedimiento aplicables.

### 2.3. La adquisición de un paquete de control

La expresión *adquisición de empresas* es un término de carácter económico ligado a la idea de **toma de control**. Dos son los procedimientos fundamentales para lograr este control: *share deals* y *asset deals*.

*Share deal* o «**compra de sociedad**» supone la compra de la totalidad o de un número suficiente para obtener el control, de las **acciones o participaciones** de una sociedad. Aquí quien **transmite** las acciones o participaciones es el **socio** o socios titulares.

*Asset deal* o «**compra de empresa**» supone la compra de la totalidad de los activos y pasivos de una empresa, cuyo titular puede ser no solo una sociedad mercantil, sino otra persona jurídica –verbigracia, cooperativa, fundación, asociación– o un empresario individual. Este procedimiento se lleva a cabo en los casos en los que, por la configuración jurídica del titular de la empresa que se va a adquirir, no se pueden comprar acciones o participaciones. **También pueden adquirirse únicamente los activos** y dejar los pasivos en el patrimonio de la transmitente. Aquí quien **transmite** es el **titular de la empresa**. Jurídicamente, esta operación se instrumenta por medio de un **contrato de compraventa**.

En la compraventa de empresa, al igual que ocurre en la fusión, escisión y cesión global de activo y pasivo, el adquirente puede registrar contablemente el «**fondo de comercio**» (por la diferencia entre el precio pagado de más y



la suma del valor contable de los distintos activos), lo cual no es posible en la adquisición de acciones y participaciones de una sociedad por cuanto que todo el valor de la empresa está representado por el valor de estas.

En el tráfico económico y en la práctica profesional de los bufetes de abogados, la operación más frecuente es la compra de acciones o participaciones. El cumplimiento de este contrato suele garantizarse con un aval bancario a primer requerimiento –el banco indemnizará a la beneficiaria si el contrato no se cumple– y con la carta de patrocinio –carta informal dirigida a los acreedores de la sociedad adquirida por la que la adquirente asume la obligación de responder del buen fin de las obligaciones de la adquirida.

En la compra de sociedad, además de las cautelas ordinarias –verbigracia, informes de valoración, *due diligence*–, ha de prestarse especial atención a los **problemas específicos que puede plantear la adquisición de la condición de socio** y que están relacionados con la formalización de la transmisión y con las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones.

### 2.3.1. Formalización de la transmisión

Entre las partes, la condición de socio se transmite en virtud del contrato de cesión de derechos, que es consensual y traslativo. Para evitar que la **sociedad deniegue la condición de socio** al adquirente y de cara a los terceros, cuando la transmisión se haga de acuerdo con las normas generales de la cesión de derechos –por no haber sido emitidos los títulos acciones (art. 120.1 LSC) o por tratarse de participaciones de una sociedad de responsabilidad limitada o de sociedades mercantiles personalistas o de sociedades civiles– es aconsejable otorgar documento público (obligatorio para la transmisión de participaciones de acuerdo con el art. 106.1 LSC) y notificar fehacientemente la venta a la sociedad. Cuando se trate de acciones representadas por títulos al portador, deberá exigirse su entrega efectiva al comprador (art. 120.2 LSC), y si se trata de acciones nominativas habrá que exigir la inscripción del adquirente en el libro registro de acciones nominativas (art. 120.1 párr. 2.º LSC). Cuando se trate de acciones representadas mediante anotación en cuenta, la transmisión de la titularidad operará por la inscripción en el registro de anotaciones en cuenta (art. 11 LMV por remisión del art. 118.1 LSC).

Por otra parte, se han de **respetar** los requisitos derivados de las **limitaciones estatutarias o legales a la libre transmisibilidad** de las acciones o participaciones sociales dado que, en otro caso, la transmisión no será oponible frente a la sociedad (arts. 123 y 106 y sigs. LSC).

La transmisión de acciones y participaciones fluye **al margen del Registro Mercantil**, y por eso no solo no deben hacerse constar en él, sino que no pueden ser objeto de inscripción (STS 23 octubre 2012, o RRDGRN 11 octubre 1999 o 23 mayo 2000). La forma de legitimación del socio opera extramuros

del Registro, por la transmisión y su constancia en los libros registro de participaciones, de acciones nominativas o de los registros de anotaciones en cuenta, o por la tenencia de acciones al portador.

### **2.3.2. Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones**

A la hora de hacer una adquisición de sociedad es importante **comprobar** la posible existencia de embargos judiciales o administrativos sobre las acciones o participaciones u otras cargas o gravámenes, o derechos de opción sobre ellas, si bien en la práctica societaria una cuestión que suscita grandes quebraderos de cabeza es la de las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones.

El derecho del socio a recuperar su inversión mediante la transmisión de las acciones o participaciones puede estar restringido legal, estatutaria o contractualmente. Conviene aclarar ya desde ahora que son distintos los efectos que producen estas restricciones. Así, **únicamente son oponibles frente a terceros las restricciones legales y estatutarias, no así las contractuales** –STS 15 abril 1975 (RJ 1975, 1718)– y parece resultar que ni aunque se hagan públicas.

#### **Restricciones legales**

Legalmente existen diversas restricciones que afectan a la transmisión de acciones; verbigracia, a la participación de extranjeros en las sociedades públicas, en las sociedades anónimas deportivas y en las sociedades anónimas laborales (la transmisión será **inválida**); a la participación de un 3 % o más de capital social en más de un operador principal en los sectores o mercados de la energía eléctrica, de carburantes, de gases licuados del petróleo, de gas natural, de telefonía portátil y telefonía fija, o en más de un 25 % del capital o de los derechos de voto de la entidad en general, o de un 45 % para los accionistas con capacidad de refino en España en la Compañía Logística de Hidrocarburos S.A. (CLH) –CAMPSA–, de acuerdo con el Real decreto ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios (la transmisión provocará la **suspensión del derecho de voto**).

#### **Restricciones estatutarias**

En las sociedades de capital existe un **régimen legal de restricciones a la transmisión *inter vivos***, que opera en defecto de cláusulas estatutarias. Así, en las sociedades de responsabilidad limitada, la transmisión es libre cuando se realiza a favor de socios, del cónyuge, ascendiente o descendiente del socio, o en favor de sociedades pertenecientes al mismo grupo que la transmitente; cuando opera en favor de otras personas, existe un régimen legal de comunicación a la sociedad, y autorización por esta, que podrá denegar si comunica al transmitente la identidad de uno o varios socios o terceros que adquieran la totalidad de las participaciones (art. 107 LSC). En las sociedades anónimas,

la transmisión es libre (art. 123 LSC). Para sustituir este régimen legal por otro decidido por los socios, es preciso que en los estatutos se hagan constar las restricciones a la transmisión, que por lo tanto serían «**restricciones estatutarias**». La existencia de posibles restricciones estatutarias es relevante en los supuestos de fusiones y adquisiciones porque puede suponer una facilitación o una dificultad para la operación (en función de cuál sea la restricción y cuál la operación planteada). Por eso será uno de los factores que tener en cuenta en las negociaciones, y en más de una ocasión una de las condiciones de la adquisición de un paquete de control es la eliminación previa, mediante modificación estatutaria, de las restricciones estatutarias a la transmisión.

En este punto interesa recordar algunas reglas legales y jurisprudenciales:

- En materia de **restricciones estatutarias a la transmisión de participaciones sociales**, el artículo 108 LSC recoge varias prohibiciones. En primer lugar, serán nulas las cláusulas que hagan prácticamente libre la transmisión. En segundo lugar, se prohíben las cláusulas por las que el socio que ofrezca la totalidad o parte de sus participaciones quede obligado a transmitir un número diferente al de las ofrecidas. En tercer lugar, solo serán válidas las cláusulas que prohíban la transmisión voluntaria de las participaciones sociales por actos *inter vivos* si los estatutos reconocen al socio el derecho a separarse de la sociedad en cualquier momento. Y, por último, los estatutos podrán impedir la transmisión, o el ejercicio del derecho de separación, durante un periodo de tiempo no superior a cinco años a contar desde la constitución de la sociedad, o para las participaciones procedentes de una ampliación de capital, desde el otorgamiento de la escritura pública de su ejecución.
- En materia de **restricciones estatutarias a la transmisión de acciones**, solo cabe fijar restricciones a la transmisión de acciones nominativas, no en las que sean al portador; respecto de las representadas mediante anotaciones en cuenta, teóricamente podrían estar sometidas a restricciones en sociedades no cotizadas, pero no será lo normal. Por mandato legal, serán nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción (art. 123.2 LSC), y la transmisibilidad solo podrá condicionarse a la previa autorización de la sociedad cuando los estatutos mencionen las causas que permitan denegarla (art. 123.3 LSC, que establece más precisiones a este respecto). Además, el artículo 123 RRM establece otras restricciones, que en principio no son contrarias a la ley y que se consideran vigentes: no podrán inscribirse las restricciones por las que el accionista o accionistas que ofrecieren acciones de modo conjunto queden obligados a transmitir un número de acciones distinto a aquel para el que solicitan la autorización, y no podrán inscribirse las restricciones estatutarias que impidan al accionista obtener el valor real de las acciones (pudiendo los estatutos establecer que el valor real sea fijado por el auditor de cuentas de la sociedad y, si esta no lo tuviere, por el auditor que, a solicitud de cualquier interesado, nombre el registrador mercantil del domicilio social. Este

principio de «valor real» ha sido muy aplicado y matizado por la jurisprudencia, y en general se ha considerado propio también de las restricciones a la transmisión de participaciones sociales).

- Aparte de estas prohibiciones, el **tipo de restricciones que se puede fijar en estatutos** es bastante amplio. Así, es común fijar cláusulas de adquisición preferente (podrían ser solo de tanteo, o solo de retracto, pero lo común es fijarlas de tanteo y retracto), a favor de colectivos concretos (solo socios, o socios y sociedad, o socios y ciertos terceros –como empleados, por ejemplo), estableciendo además las condiciones de ejercicio (precio, plazo de pago, etc.); o cláusulas de adquisición obligada por los socios o la sociedad; etc. Sobre la problemática específica de las cláusulas de desinversión y conjuntas, ved el subepígrafe «Cláusulas de desinversión y cláusulas de liquidez». La RDGRN 2 noviembre 2010 contempló como cláusula válida un «derecho de salida» del socio, y la junta general fija cada dos años el precio de las participaciones a estos efectos, tomando como base la media de los beneficios obtenidos durante los últimos cuatro ejercicios y el valor de los bienes inmuebles propiedad de la sociedad. La RDGRN 20 mayo 2016 ha admitido una cláusula similar que establece que, si la sociedad no autoriza la transmisión pretendida por un socio, este tendrá derecho a separarse.
- Si existen restricciones estatutarias a la transmisión, al realizarse una fusión o modificación estructural no será suficiente el acuerdo de **fusión o de modificación estructural** para dejar inoperantes las cláusulas restrictivas. Estas siguen siendo válidas y vinculantes y, por eso, si se desea realizar una fusión u operación semejante, la sociedad: a) debería modificar estatutos para suprimir esas cláusulas o hacerlas acordes con la transmisión proyectada; o b) debería configurar la fusión o modificación para que sea acorde con las cláusulas, o c) debería adoptar los acuerdos de autorización, etc. que sean precisos en función del contenido de esas cláusulas y con su régimen específico. Buena parte de la doctrina considera también que sería suficiente con adoptar un acuerdo por unanimidad de los socios, que supondría tanto validar la fusión o modificación estructural como la autorización para la transmisión respecto de las cláusulas estatutarias.
- Las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de acciones o participaciones en una sociedad **no alcanzan a las transmisiones de acciones y participaciones de sus socios –cuando sean sociedades–**, aunque ello conduzca a la adquisición por terceros no deseados de participación indirecta en aquella (STS 8 de noviembre 2005 [RJ 2005, 7623]). De esta forma, de manera indirecta una sociedad puede acabar controlada por terceros (porque estos terceros controlen, a su vez, de forma sobrevenida a los socios de la sociedad). Para evitar estos problemas pueden establecerse ciertas cláusulas de desinversión (ved el subepígrafe «Cláusulas de desinversión y cláusulas de liquidez»).

- En el caso de existir restricciones estatutarias a la transmisión, si se realiza una transmisión que incumpla tales restricciones **no producirá efecto alguno frente a la sociedad** (art. 112 LSC respecto de sociedades limitadas, aplicable según doctrina unánime también respecto de anónimas). La mayoría de los autores defiende que la transmisión podría considerarse válida *inter partes*, pero nunca operaría frente a la sociedad.

### **Restricciones contractuales**

Los **sindicatos de voto** son contratos celebrados entre dos o más socios con el objeto de defender sus intereses y en virtud de los cuales uno o varios de ellos se obligan entre sí o frente a terceros a abstenerse de votar en la junta general, o a votar en ella por sí o mediante representante en el sentido previamente acordado en el sindicato. Cuando el contrato se refiere a un solo acuerdo se habla de pacto de voto, y cuando tiene carácter permanente se habla entonces de sindicato de voto. La práctica societaria viene demostrando su existencia cada vez más frecuente por ser un instrumento útil para establecer relaciones entre socios, en especial entre los accionistas que ostentan el control de la sociedad, que tienen difícil acomodo en el marco estatutario. Por la vía del pacto también se puede excepcionar las restricciones a la libre transmisibilidad de acciones previstas en los estatutos, en cuyo caso el pacto será de aplicación preferente entre sus firmantes. Esta práctica es frecuente en las sociedades familiares y en las *joint ventures* –ved el epígrafe «La creación de *joint ventures*».

Los sindicatos de voto son un supuesto más de los llamados «**pactos parasociales**», pactos entre socios que, por la razón que sea, no se incorporan a los estatutos. Esos pactos son válidos y vinculantes entre quienes los han suscrito, pero no resultarían oponibles a la sociedad (art. 29 LSC). Como son indicativos de cuál pueda ser la conducta de los socios en ciertos aspectos o votaciones, diversos preceptos legales **incentivan o incluso obligan a su publicación**. Así, en el caso de sociedades cotizadas sí deben publicarse ciertos pactos parasociales (arts. 530 a 535 LSC), y respecto de las sociedades familiares se regula la publicación voluntaria de los protocolos familiares en el RD 171/2017. Pero esta publicidad constituye únicamente una «publicidad noticia», sin efectos legales, y tales pactos no son inscribibles en ningún caso en el Registro Mercantil, por su propia naturaleza extrasocietaria o extracorporativa (RRDGRN 30 septiembre 2008 o 24 marzo 2010).

Los pactos parasociales han sido considerados totalmente **válidos y lícitos**, siempre que no contravengan la normativa imperativa ni los principios configuradores de las sociedades de capital; y vinculantes para los socios, de forma que su contravención daría lugar a responsabilidad por incumplimiento (lo que no está tan claro es si en caso de incumplimiento cabría ejercitar una acción que busque la condena a emitir el voto en el sentido indicado en el pacto –art. 708 LEC–, o la consecuencia sería simplemente la de indemnizar el posible daño causado). La cuestión que más ha enfrentado a la doctrina es la relativa a los llamados «**pactos omnilaterales**», pactos parasociales acordados

por unanimidad de los socios, pero sin incorporarlos a los estatutos. Buena parte de la doctrina estima que, en estos casos, tales pactos sí serían oponibles a la «sociedad», puesto que la personalidad de esta no obsta a que un pacto aceptado por todos los socios opere, precisamente, entre socios. Sin embargo, la jurisprudencia ha considerado de forma reiterada, en línea con lo establecido en el artículo 29 LSC, que el acuerdo de un órgano societario contrario a un pacto parasocial (en todos los casos se trataba de un sindicato de voto) omnilateral no es nulo por esa circunstancia; lo será si resulta contrario a ley o a estatutos, o si lesiona el interés social, pero no por la simple contravención del pacto (SSTS 10 diciembre 2008 [RJ 2009, 17] y 6 marzo 2009 [se trata de dos sentencias de la misma fecha, RJ 2009, 2793 y RJ 2009, 2794]. Cuestión distinta sería si ese pacto omnilateral, a su vez, se incorpora a estatutos en junta universal que acuerde esta modificación estatutaria, pero entonces vincularía como cláusula estatutaria, STS 5 marzo 2009 [RJ 2009, 1633]). Por otra parte, como ese pacto omnilateral sin embargo sí vincula a los socios, un socio no podría pretender la nulidad de un acuerdo en el que los socios precisamente pactaron según lo convenido en el sindicato de voto, aunque dicho pacto parasocial acerca del voto contravenga una norma legal dispositiva (STS 25 febrero 2016 [RJ 2016, 635]).

La existencia de sindicatos de voto es relevante en los supuestos de fusiones y adquisiciones, porque pueden suponer una facilitación o una dificultad para la operación (en función de que los sindicatos sean favorables a tal operación, o que constituyan en cambio una posible minoría opuesta a cualquier operación de M&A). Por eso será uno de los factores que se tendrá en cuenta en las negociaciones.

Estos sindicatos pueden **clasificarse** en sindicatos: a) de mayoría (de control) o de minoría (de defensa), b) entre socios o con terceros, c) para todos los acuerdos o para alguno de ellos, d) unilaterales, bilaterales o plurilaterales. Esta última clasificación atiende a quién asume la obligación –una sola de las partes intervinientes de tal modo que la otra u otras partes no adquieren compromiso alguno respecto a la libre transmisibilidad de sus acciones, o todas las partes. El carácter contractual del sindicato exige la presencia de, al menos, dos partes, pero la obligación que restringe la libre transmisibilidad de las acciones sindicadas puede recaer en uno o en todos los contratantes.

Existen mecanismos que **aumentan la eficacia** de los sindicatos de voto, como la cláusula penal, el cumplimiento judicial, las medidas cautelares o la impugnación de acuerdos sociales que violan estos. Pero el refuerzo más notable se logra mediante dos mecanismos típicos en la práctica societaria:

- La **constitución de derechos** de copropiedad, usufructo o prenda de las acciones que integran el sindicato otorgando el derecho de voto –con el apoyo en los estatutos sociales– a un único representante que será un co-

propietario, el usufructuario o el acreedor pignoraticio en garantía de las obligaciones asumidas en el sindicato.

- El establecimiento de los «**sindicatos de bloqueo**», que son contratos por los que dos o más socios, personas físicas o jurídicas, se obligan durante un periodo de tiempo determinado, bien a no transmitir sus acciones o participaciones, bien a someter su transmisión a determinadas limitaciones, como la autorización del sindicato, la adquisición preferente en favor del resto de los socios sindicados, o al cumplimiento por parte del eventual adquirente de determinados requisitos. El TS solo ha tenido ocasión de pronunciarse acerca de un sindicato de bloqueo en la sentencia de 15 de abril de 1975 (RJ 1975, 1718), donde, partiendo de la admisión de su validez, señala su inoponibilidad frente a terceros. Debe recordarse en este contexto que los pactos que se mantengan reservados frente a terceros no son oponibles frente a la sociedad (arts. 29 LSC y 119.3 Ccom).

Estos pactos pueden abarcar tanto a las acciones o participaciones que posean los socios sindicados como a las que puedan adquirir en el futuro. La **finalidad** de estos pactos es que las acciones o participaciones **no sean adquiridas** por quienes no forman parte del sindicato o grupo de socios que lo estipularon –piénsese en las sociedades familiares– o **evitar** que un determinado grupo de socios **pierda la mayoría** suficiente para ostentar el control de la sociedad –también en el seno del sindicato que puede verse alterado por operaciones de compraventa entre sus propios miembros, cuestión esta que debe tenerse muy en cuenta al constituir la sindicación. Por ello, no resulta extraño en la práctica el refuerzo de la indisponibilidad de las acciones o participaciones sociales añadiendo una estipulación en virtud de la cual se constituye **depósito** de estas y es necesaria la firma de todos los socios para disponer de ellas.

### 2.3.3. Cláusulas de desinversión y cláusulas de liquidez

La búsqueda de soluciones a los problemas que inevitablemente se generan en el seno de las sociedades, como consecuencia de las tensiones entre las mayorías y las minorías, ha propiciado también que en la práctica societaria, y muy especialmente en las sociedades familiares y en las cerradas, se acuda a los pactos o cláusulas de desinversión y de liquidez. Estas estipulaciones pueden recogerse en los estatutos o en contratos extraestatutarios celebrados entre los socios.

En virtud de la cláusula de **desinversión** se establece la **obligación de comprar o vender** acciones o participaciones, en las concretas circunstancias que se detallan, a cargo de uno o varios socios. Son cláusulas de desinversión típicas: a) la **cláusula de arrastre** o *drag-along*, por virtud de la cual el socio mayoritario puede obligar al resto de los socios a vender sus acciones o participaciones a fin de posibilitar la transmisión de la totalidad o, al menos, de un paquete de control, y b) la **cláusula de acompañamiento** o *tag-along*, por virtud de la cual los socios –en general los minoritarios– pueden exigir al comprador de

las acciones o participaciones de otro socio –en general el socio de control– que adquiera también todas o parte de la suyas en iguales condiciones que las comunicadas por el transmitente a la sociedad.

Otro tipo de cláusula de desinversión es la referida al **cambio de control en las sociedades que sean, a su vez, socios de la entidad**. En efecto, es común que los socios sean sociedades que están controladas por los propios fundadores, o por sociedades o socios del mismo grupo. Las transmisiones que realizan tales socios/sociedades sí estarán afectadas por las restricciones legales o estatutarias. Pero podría pasar que terceros ajenos al grupo de fundadores adquieran el control de esos socios/sociedad (porque sobre las acciones o participaciones del socio/sociedad no haya restricciones, o porque se logre una transmisión cumpliendo estas), y por lo tanto de forma indirecta pasen a tomar parte en las decisiones y políticas de la sociedad. Por eso era común establecer unas cláusulas de desinversión, en el sentido de que si el socio titular de unas acciones o participaciones de la sociedad **pasara a ser controlado por sociedades de un grupo distinto al de la sociedad afectada**, tendría que ofrecer estas acciones o participaciones a los socios de la afectada, o a socios de entidades del mismo grupo que esta. Este tipo de cláusulas ha sido considerado válido por la STS 10 enero 2011 para sociedades de responsabilidad limitada, pero no así para sociedades anónimas, por cuanto que se considera que «el sustrato personal acaba imponiéndose en los estatutos en un grado tal que el carácter capitalista, abierto y anónimo de la sociedad recurrente quedaba prácticamente eliminada hasta convertir en ilusorio el principio de igualdad entre accionistas de la misma clase».

En virtud de la cláusula de **liquidez** se establecen **alternativas o facilidades** al socio o socios que quieran desvincularse de la sociedad. Son cláusulas de liquidez típicas: a) la **cláusula de ruleta rusa** (*russian roulette clause*), que faculta al socio –o a la rama o ramas familiares– a ofrecer a otro socio la venta de sus acciones o participaciones a un precio determinado y a adquirir las acciones o participaciones de este por ese mismo precio en caso de negativa de compra, y b) la **cláusula de bolsín**, que obliga a la sociedad a adquirir las acciones o participaciones del socio que quiere desvincularse o reducir su participación. En este caso, la sociedad habrá de cumplir con las obligaciones que impone la ley para el caso de autocartera (para la limitada, arts. 140 y sigs. LSC; para la anónima, arts. 144 y sigs. LSC).

Respecto de la cláusula de bolsín, la DGRN establece «Forzando la interpretación de las normas pudiera plantearse la admisibilidad de un derecho estatutario de libre separación sin necesidad de causa específica, pero que habría de ir acompañado de las necesarias cautelas tanto en procedimientos como en plazos, al modo que las adopta el legislador cuando expresamente lo reconoce, para evitar que con su ejercicio se cause un daño a la sociedad y terceros relacionados con ella sin darles la oportunidad de adoptar medidas que les pongan a cubierto de sus efectos, algo que en el caso planteado brilla por su ausencia» (RDGRN 25 septiembre 2003 [RJ 2003, 6340]).



### **2.3.4. Régimen específico de las ofertas públicas de adquisición, en sociedades anónimas cotizadas**

En el contexto de la adquisición de acciones, se ha de tener presente el régimen especial de las OPA establecido en el capítulo IX, «De las ofertas públicas de adquisición», del título IV, «Mercados secundarios oficiales de valores», de la Ley de mercado de valores (texto refundido de dicha LMV, aprobado por Decreto legislativo 4/2015, de 23 de octubre). El régimen legal (arts. 128 a 137 LMV) se encuentra desarrollado en el Real decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

La citada regulación se aplica a todas las OPA, ya sean voluntarias u obligatorias, que se formulen sobre una sociedad cotizada y recoge los casos de aplicación transfronteriza. Queda sujeta a esta regulación toda persona física o jurídica que formule o deba formular una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada u otros valores que den derecho a su adquisición o suscripción. Son sociedades cotizadas aquellas cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.

La normativa reguladora de las ofertas de adquisición prevé que la contraprestación por las acciones de la sociedad pueda consistir en dinero o en valores o en dinero y valores. En determinados casos se ha de ofrecer como alternativa una contraprestación en efectivo, para garantizar la adecuada protección de los accionistas. Se exige también, para asegurar la seriedad de la oferta, que el oferente presente las debidas garantías que demuestren que puede hacer frente a la contraprestación ofrecida en la oferta.

Se tienen en consideración diferentes clases de ofertas públicas de adquisición:

**1) OPA obligatoria cuando se alcanza el control.** Está obligado a formular una OPA, por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo, quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga: a) mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad; b) mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o c) como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.

Como se aprecia, la normativa cambia de forma sustancial respecto del régimen anterior. En este, la OPA era obligatoria cuando se iba a adquirir un 25 % o más del capital social (era una OPA «de toma de control»). En cambio, en el régimen actual la OPA es posterior a la adquisición del control, y lo que hace el legislador es obligar al que controla a que lo «avise» a los demás socios, y dé a estos la oportunidad de venderle sus acciones a un precio equitativo (si no las venden, quedarán en la sociedad controlada por el oferente). Se acentúa así el carácter de la OPA como mecanismo que busca la igualdad de los socios, de forma que, si la sociedad pasa a ser controlada por uno de ellos, todos tengan la oportunidad de venderle sus acciones al mismo precio al que compró a los demás.

La oferta deberá dirigirse: a) a todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente y b) cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas. Opcionalmente puede dirigirse a todos los titulares de *warrants* o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b) por emitir o ya emitidos. Y, en caso de acción concertada, pacto parasocial u otros supuestos en los que se atribuyan a una misma persona los porcentajes de voto pertenecientes a varios accionistas, está obligada a formular la oferta quien tenga, directa o indirectamente, el mayor porcentaje de derechos de voto. Si los porcentajes de dos o más accionistas coinciden, todos ellos están obligados a formular la oferta conjuntamente. La oferta se presenta tan pronto como sea posible y como máximo en el plazo de un mes desde que se alcance el control.

Se considera que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una **participación de control** de una sociedad si se presenta cualquiera de los siguientes supuestos: a) cuando alcanza, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 %; o bien, b) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los veinticuatro meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

Las OPA deben efectuarse con un **precio o contraprestación equitativo**, esto es, no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los doce meses previos al anuncio de la oferta. La normativa también especifica los casos en los que el precio de la oferta puede o debe ajustarse al alza o a la baja. Si la contraprestación ofrecida consiste en valores a emitir por la sociedad obligada a formular la OPA, no habrá lugar al derecho de suscripción preferente para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.

Quien incumpla la obligación de formular una OPA (por no presentarla, por hacerlo fuera de plazo o con irregularidades esenciales) no puede ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas por la propia LMV. Esta prohibición se aplica también a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él. Y los acuerdos adoptados por los órganos de la sociedad, cuando para la constitución de estos o la adopción de aquellos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos, serán nulos. La Comisión

Nacional del Mercado de Valores (CNMV) está legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas. Asimismo, la CNMV puede impugnar los acuerdos del consejo de administración de la sociedad cotizada en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento de estos.

**2) OPA obligatoria para la exclusión de los valores de cotización.** Cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, como regla general debe promover una OPA (art. 82 LMV). Con esta regla se quiere remarcar que los socios de entidades cotizadas tienen una especie de garantía de que ese estatus se va a mantener, garantía que se traduce en que, si la sociedad acuerda dejar de cotizar, tienen derecho a «salirse» de ella y está obligada la sociedad a comprarles sus acciones a un precio equitativo. Dejar de cotizar, en efecto, supone un cambio crucial en el régimen de la sociedad, pues el socio pierde la «liquidez», la facilidad que tenía antes para vender sus acciones.

Se asimilan a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada o que no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en el Registro Mercantil. Si transcurrido este plazo no se hubiese obtenido la admisión a cotización deberá formularse una OPA.

**3) OPA obligatoria cuando una sociedad desea reducir el capital mediante la adquisición de sus propias acciones para su posterior amortización.** Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada española se realice mediante la compra por esta de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en los artículos 338 y siguientes de la LSC, debe formularse una OPA.

**4) OPA voluntaria.** Aun cuando no resulten obligatorias según lo previsto en la normativa reguladora, pueden formularse con carácter voluntario las OPA de acciones de una sociedad cotizada, o de otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición. Las ofertas voluntarias pueden sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación: a) aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la junta general de accionistas de la sociedad afectada; b) aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada; c) aprobación por la junta general de la sociedad oferente de la oferta, y d) cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la CNMV.

Sin perjuicio de las especialidades recogidas, las ofertas voluntarias se sujetan a las mismas reglas establecidas para las ofertas obligatorias. Puede formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya

una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

Las OPA voluntarias no habrán de formularse al precio equitativo. Si en el curso de la formulación de una oferta voluntaria esta deviniera obligatoria, la oferta deberá cumplir con lo dispuesto para las ofertas obligatorias.

Con la reforma operada por la Ley 1/2012 se han introducido ciertos requisitos especiales, tanto para las OPA voluntarias como para las obligatorias (*cf.* arts. 137.2 y 133.2 LMV), en los supuestos en que concurra alguna de las circunstancias siguientes: a) que los precios de mercado de los valores presenten indicios de manipulación que hubiera motivado la incoación de procedimiento sancionador por infracción del 83 ter LMV; b) que los precios hayan sido afectados por acontecimientos excepcionales, como catástrofes naturales; o c) que la sociedad afectada se haya visto sujeta a vicisitudes que puedan suponer una alteración significativa del valor real de su patrimonio, como expropiaciones, confiscaciones, etc. (*cf.* art. 137.3 LMV).

Si se da alguna de estas circunstancias, el oferente deberá aportar un informe de experto independiente sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio ofrecido, que deberá justificar la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados. El precio ofrecido no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo previsto en el artículo 130 LMV y el que resulte de tomar en cuenta y con justificación de su respectiva relevancia los métodos contenidos en el informe. Si la oferta se formula como canje de valores, se exige además que incluya, por lo menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido (art. 137.2.3 LMV).

**5) OPA competidora.** Son competidoras las OPA que afectan a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV otra OPA cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurran los requisitos siguientes: a) presentarse en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación; b) tener por objeto un número de valores no inferior al de la última oferta precedente; c) mejorar la última oferta precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores. En el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de esta, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite, salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado. Siempre que se cumplan los requisitos establecidos, las ofertas competidoras, cuando su formulación no sea obligatoria, podrán condicionar su efectividad a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes.

Por lo que respecta al **procedimiento que se seguirá en una OPA**, este comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria) o de la obligación (en caso contrario) de presentarla. Este anuncio ha de hacerse tan pronto como se decida formularla o tan pronto se den los supuestos de hecho que exigen la formulación de una OPA obligatoria. Una vez anunciada, se ha de presentar a la CNMV la solicitud de autorización con la documentación necesaria para su análisis, y tras su autorización, el oferente ha de difundirla adecuadamente, con objeto de informar al mercado y, en particular, a todos los

accionistas de la sociedad objeto de la oferta. En todo este proceso los trabajadores del oferente y de la sociedad objeto de la oferta han de estar adecuadamente informados. El oferente debe conceder un determinado plazo a los accionistas para que acepten la oferta, si así lo desean. Antes de que finalice ese plazo de aceptación se exige que el consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta publique un informe con su opinión sobre esta.

La normativa impone el **deber de pasividad del consejo de administración de la sociedad afectada**. Así, desde el anuncio público de una OPA y hasta la publicación del resultado de la oferta, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, cualquier órgano delegado o apoderado de estos, sus respectivos miembros, así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada. También se establece el régimen de posibles **medidas de neutralización de otras defensas** frente a las ofertas públicas de adquisición, y las sociedades están obligadas a comunicar a la CNMV, en el plazo máximo de quince días hábiles desde la celebración de la junta general, la información sobre la decisión de aplicar las siguientes medidas de neutralización: a) la ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad; b) la ineficacia, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad; c) la ineficacia de las restricciones contempladas en la letra a) anterior y, de las que siendo de las previstas en la letra b) anterior, se contengan en pactos parasociales, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 % del capital que confiera derechos de voto. Se establece, por otra parte, que las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, o las sociedades de un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, quedarán sin efecto cuando el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 % del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho oferente o su grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores no estuvieran sujetos a medidas de neutralización equivalentes o no las hubieran adoptado (art. 135 LMV; ved también el art. 527 LSC).

Resulta preciso hacer referencia a la novedosa figura que la normativa reguladora ha introducido en nuestro ordenamiento, la de las **compraventas forzosas** (o también llamado mecanismo de *squeeze-out*, de eliminación del socio minoritario. Este régimen se recoge en el art. 136 LMV). Se prevé que, quien haya formulado una OPA dirigida a la totalidad de los valores pueda, una vez

liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. De igual forma, cualquiera de los titulares puede exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio. Estos derechos están condicionados a que, en la fecha de liquidación de la oferta, concurren dos circunstancias: a) que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90 % del capital con derecho de voto de la sociedad afectada, y b) que la OPA previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido. Se considerará precio equitativo el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública. Los valores objeto de la compra o venta forzosa deberán enajenarse libres de cargas, las cuales, en caso de existir, pasarán a constituirse sobre el precio pagado o los valores entregados por el oferente como pago del precio por la compraventa.

## **2.4. La compra de empresa, de unidad productiva o de ciertos activos**

### **2.4.1. La compra de empresa**

La compra de establecimiento mercantil o de empresa, también llamada **traspaso**, es un contrato por el cual una persona transmite a otra el establecimiento a cambio de un precio.

Se trata de un contrato cuya naturaleza –civil o mercantil– es discutida por la doctrina, consensual (si bien ambas partes podrán **compelerse al otorgamiento** de la escritura o escrituras públicas necesarias para su ejecución) y con una prestación que se descompone en varias obligaciones: de dar (entrega de los distintos elementos que componen el establecimiento), de hacer (información a la clientela y comunicación de *know-how*) y de no hacer (no hacer competencia). En la práctica, el contrato se acompaña de un **inventario**, si bien este no ha sido considerado indispensable por el TS.

Establece la STS 25 abril 1997 (RJ 1997, 3541): «asumido por el recurrente con la firma de dicho contrato, sin hacer entonces salvedad alguna respecto a su alegación en el proceso sobre inexistencia de inventario, quedando acreditado que, finalizada la explotación del anterior cesionario, el señor G. S. la siguió sin solución de continuidad, lo que indica, cual expresa el contrato, que se cedió todo lo necesario para el funcionamiento inmediato del negocio, a lo que nada afectan las adquisiciones posteriores, por razones de utilidad o conveniencia, pues es el uso de la industria ya instalada, con elementos coordinados para su inmediata puesta en marcha, lo que constituye, según reiterada y constante doctrina de esta Sala, la unidad patrimonial con vida propia determinante del concepto jurídico de industria susceptible de ser inmediatamente explotada o pendiente para serlo de meras formalidades administrativas; y nada importa que el anexo con inventario se perdiese o que, realmente, no llegase en el caso concreto a levantarse, porque si hay supuestos en que se le dio gran trascendencia, según las pruebas practicadas, puede no tenerla en otros, dado que, cual señala la Sentencia de 13 diciembre 1990, la suficiencia o insuficiencia de los elementos transmitidos será una simple cuestión de hecho, a menudo de carácter técnico, pero siempre de la libre apreciación de los Tribunales de instancia, que, cual señala la S. 8 julio 1986, obtienen la calificación del arrendamiento como de industria de los presupuestos fácticos obrantes en el proceso, y ello constituye materia no revisable en casación, que solo tiene por objeto el confrontar si, dados unos hechos que han quedado incólumes, las consecuencias jurídicas obtenidas son las adecuadas según

el ordenamiento jurídico, de manera que, al tratarse de un arrendamiento de industria excluido de la LAU, ha de regirse por lo pactado, todo lo cual hace perecer el motivo».

En efecto, la **transmisión del establecimiento**, como consecuencia de la teoría del título y el modo proclamada por el artículo 609 CC («La propiedad y los demás derechos sobre los bienes se adquieren y transmiten por la ley, por donación, por sucesión testada e intestada, y por consecuencia de ciertos contratos mediante la tradición»), supone **un solo título** –el acuerdo de voluntades sobre la cosa y el precio– y **una pluralidad de modos de transmisión** –entregas–, y así:

a) Será necesaria la formalización de la transmisión en **escritura pública y la inscripción** en el registro correspondiente en el caso de los **bienes inmuebles y otros bienes o derechos registrables** (verbigracia, derechos de propiedad industrial –patentes, marcas, diseños) para que sea oponible a terceros. Tanto la marca como el nombre comercial se rigen por el principio de independencia, de modo que únicamente se transmiten con el establecimiento si así se pacta expresamente (arts. 46.2, 47.1 y 87.3 LM y para el rótulo del establecimiento STS 4 febrero 1983 [RJ 1983, 805]).

b) Los bienes **muebles no registrables** habrán de ser objeto de **entrega** material o simbólica –entrega de las llaves del almacén donde se encuentren.

c) Los derechos incorporados a **títulos valores** seguirán las **normas de su transmisión**: si son a la orden se endosarán; si son nominativos se sustituirán por otros o se renovará la orden de pago por su emisor; y si son al portador se entregarán a quien sea adquirente.

d) Los **créditos** serán cedidos –salvo exclusión voluntaria por acreedor y deudor (art. 1112 Cc)– y la **transmisión comunicada a los deudores** (art. 1526 Cc y art. 347 Ccom).

e) Las **deudas** serán asumidas por el adquirente y deberá ser **consentida expresamente la asunción** por los respectivos acreedores (art. 1205 Cc).

f) En materia de **contratos**, estos también deberán ser cedidos por el transmitente, **asumidos por el adquirente y consentidos** –en algunos casos– por el contratante cedido salvo los supuestos de **cesión automática**.

Estos supuestos se recogen en los siguientes preceptos:

Artículo 44 del Estatuto de los trabajadores respecto a los **contratos de trabajo**, el nuevo empresario queda subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, en los términos previstos en su normativa específica, y, en general, cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiere adquirido el cedente. Además, se impone al cedente y al cesionario una responsabilidad solidaria durante tres años por las obligaciones laborales nacidas con anterioridad a la transmisión que no hubieran sido satisfechas y de las nacidas con posterioridad cuando la cesión fuese declarada delito. En todo caso se exige –al igual que en los supuestos de fusión y escisión– información suficiente a los representantes de los trabajadores y con la debida antelación.

Artículo 32 de la Ley de arrendamientos urbanos que obliga a comunicar fehacientemente la cesión al arrendador en el plazo de un mes desde que se hubiere concertado cuando en la finca arrendada se ejerza una actividad empresarial o profesional, aunque sin necesidad de contar con el consentimiento del arrendador. En este supuesto el arrendador tiene derecho a una **elevación de renta** del 10 % de la renta en vigor en el caso de producirse un subarriendo parcial, y del 20 % en el caso de producirse la cesión del contrato o el subarriendo total de la finca arrendada.

Artículo 34 de la Ley del contrato de seguro que, en caso de **transmisión del objeto asegurado**, establece que el adquirente se subroga en el momento de la enajenación en los derechos y obligaciones que correspondían en el contrato de seguro al anterior titular, exceptuando el supuesto de pólizas nominativas para riesgos no obligatorios, si en las condiciones generales existe pacto en contrario. Se establece la obligación del asegurado de comunicar por escrito al adquirente la existencia del contrato del seguro de la cosa transmitida y, una vez verificada la transmisión, también deberá comunicarla por escrito al asegurador o a sus representantes en el plazo de quince días. También establece la responsabilidad solidaria del pago de las primas vencidas en el momento de la transmisión del adquirente y del anterior titular o, en caso de que este hubiera fallecido, de sus herederos.

Artículos 49 párr. 3 y 68.1.f de la Ley de propiedad intelectual para el contrato de cesión de **derechos de explotación de obra** de propiedad intelectual, que establecen que no será necesario el consentimiento cuando la transmisión se lleve a efecto como consecuencia de la disolución o del cambio de titularidad de la empresa cesionaria (art. 49. párr. 3 LPI) y como causa de resolución del **contrato de edición** por parte del autor, sin perjuicio de las indemnizaciones a que tenga derecho, los supuestos de liquidación o cambio de titularidad de la empresa editorial, siempre que no se haya iniciado la reproducción de la obra, con devolución, en su caso, de las cantidades percibidas como anticipo (art. 68.1.f LPI).

**g) Se deberán facilitar en depósito al adquirente los libros de contabilidad.** Estos libros pertenecen al transmitente, sobre quien pesa la obligación de conservarlos durante seis años, a partir del último asiento realizado en los libros, sin que el cese del empresario en el ejercicio de sus actividades le exima de este deber (art. 30 Ccom).

**h) El paso de la clientela del adquirente al transmitente puede realizarse por medio de otras obligaciones que pueden pactarse como la abstención de competencia, la entrega de la lista de clientes, el envío de circulares o la presentación de clientes y proveedores.** La obligación de abstenerse de hacer competencia resulta de los artículos 57 Ccom y 1258 CC, que establecen el deber de buena fe en el cumplimiento de los contratos, pero la dificultad de determinar los límites geográficos materiales y temporales aconsejan su determinación concreta en el contrato con vistas a evitar posibles conflictos. En este contexto, se ha de tener presente que el TJCE considera que cuando la cláusula de prohibición de competencia sobrepasa los límites necesarios para consolidar la clientela del adquirente, puede resultar un pacto restrictivo de la competencia (STSJ 11 julio 1985).

#### **2.4.2. Régimen de la adquisición de unidad productiva de empresa concursada**

En ocasiones, una empresa que se encuentra en situación de concurso puede constituir una «unidad productiva» rentable, o puede contener una o varias unidades productivas rentables. Ciertamente la empresa se halla en concurso, pero ello no implica que toda la unidad productiva, o alguna de las varias que contiene, sean inviables económicamente (el concurso puede haberse debido



a una mala gestión, a una mala situación del sector, a que algunas unidades inviables han lastrado a las viables, etc.). La Ley concursal española, en línea con el derecho comunitario y con los sistemas concursales más avanzados, considera que si existe una «**unidad productiva**» viable lo mejor será conservarla, bien mediante su venta en fase común, bien mediante un convenio, bien enajenando la unidad productiva en fase de liquidación concursal a un tercero interesado (art. 146 bis LC). De esa forma se puede mantener esa actividad rentable, los puestos de trabajo, los contratos precisos para su desenvolvimiento, etc. Por eso la Ley 9/2015 introdujo el artículo 146 bis en la Ley concursal, que regula la enajenación de unidades productivas estableciendo ciertas reglas especiales distintas a las que resultarían de aplicación según el régimen general que hemos expuesto en el subepígrafe anterior. Este régimen se aplica en cualquier supuesto de venta de unidad productiva dentro del concurso: en fase común (ved el art. 43.4 LC), como contenido de un convenio (ved el art. 100.2.3 LC) o en fase de liquidación (arts. 146 bis y 149 LC).

Lógicamente, será preciso **delimitar la «unidad productiva»** que se enajena, pues puede constituir toda la empresa en su conjunto, o bien una parte de esta con cierta autonomía de producción (aunque la ley no precisa qué debe entenderse por «unidad productiva»). Será normalmente la administración concursal la que desarrolle la labor de delimitar la unidad o unidades rentables y buscar posibles adquirentes interesados en su compra, la cual será atractiva porque constituye un conjunto de medios personales y materiales ya organizados (a menudo, con canales de producción y distribución, clientes, etc.) y viables económicamente.

De las reglas legales interesan especialmente dos. La primera de ellas determina que la enajenación de la unidad productiva supondrá una **cesión al adquirente de todos los derechos y obligaciones** derivados de los contratos afectos a la continuidad de la actividad profesional o empresarial, de forma que el adquirente se subroga en tales contratos sin necesidad de consentimiento de la contraparte. De esta forma se evita que la enajenación se convierta en una venta individual de cada bien y en una cesión (negociada) de cada derecho y contrato, que es el problema principal de la venta de empresa que expusimos en el subepígrafe anterior. *Ope legis*, exista una transmisión en bloque de esos derechos, obligaciones y contratos. Ahora bien, el adquirente podrá manifestar expresamente su intención de no subrogarse en ciertos contratos, si bien se aplican imperativamente las reglas de sucesión laboral del artículo 44 ET. En segundo lugar, la transmisión **no lleva aparejada obligación de pago de los créditos** no satisfechos por el concursado, salvo que el adquirente la hubiera asumido expresamente o existiese disposición legal en contrario. Por lo tanto, no se transmiten las deudas salvo que lo acepte el adquirente. Como excepción legal, sí tiene que asumir las deudas laborales y de Seguridad Social (arts. 146 bis.4 y 149.4 LC). Obviamente, el «precio» pagado por el adquirente será distinto si asume los pasivos o si no los asume, y dependerá también del coste laboral y de Seguridad Social de los pasivos que sí está obligado a asumir.

### 3. La negociación de la fusión o adquisición

#### 3.1. La búsqueda y la toma de contacto

Las **formas mediante las que se conocen** las futuras partes adquirente y adquirida son muy diversas, y en buena medida dependen también de los motivos de la adquisición. A fin de facilitar la exposición, podemos agruparlas en tres. En primer lugar, puede tratarse del resultado de una **búsqueda activa** por parte del adquirente, que examina el mercado de los competidores para ver qué empresas pueden responder a su intención. Lógicamente, la iniciativa puede también partir del vendedor. Las grandes empresas a menudo se dedican, como parte de su actividad, no solo a desarrollar su objeto social, sino también a buscar posibilidades de rentabilizar una inversión o de crecer económicamente, por lo que se hallan al tanto de posibles adquisiciones o fusiones.

En segundo lugar, la empresa interesada en unirse a otra puede **encargar a un intermediario especializado** (normalmente, bancos de inversiones) que «encuentre» una empresa que responda a sus necesidades de crecimiento o consolidación. En estos casos, normalmente se entrega a dicho intermediario un documento que contiene las principales especificaciones acerca de «qué se busca», dependiendo de la finalidad que se tenga con la adquisición. A este documento se le suele denominar «cuaderno de compra» o «cuaderno de venta», obviamente dependiendo de la posición que quiere ocupar el mandante. Así como el primero contiene las características que debe tener, inicialmente, la empresa que se quiere adquirir (a la que se busca), el segundo, en cambio, se refiere a las características de la que quiere ser adquirida (la que encarga la búsqueda). En todos los casos, tanto ese encargo como las posibles tomas de contacto del intermediario con interesados a los que entregará dicho documento, se caracterizan por la confidencialidad con la que deben ser tratados esos datos.

Y, en tercer lugar, la empresa que toma la iniciativa puede anunciar su intención (de comprar o de ser adquirida) para que los interesados presenten su candidatura a ser la contraparte en esa fusión o adquisición. Se trata de una especie de «**subasta**» en la que los interesados concurren o pujan por ser la adquirente o la parte en esa fusión. A menudo esta forma se combina con las otras dos, de forma que la empresa toma la iniciativa o encarga a un intermediario que busque varios posibles interesados. Lo específico es que no se negocia con una sola parte, sino con varias a la vez, para finalmente decidir con quién cerrar la adquisición. Esta forma de negociación tiene una serie de especialidades respecto de las otras dos, que serán expuestas en el epígrafe «Referencia a la adquisición mediante negociación con varios posibles adquirentes».

Lógicamente, la búsqueda va orientada en función de los **motivos de la adquisición** (como, ya lo hemos señalado, todo el proceso de fusión o adquisición). Así, si se quiere consolidar una parte de la actividad que antes se externalizaba, se buscará una empresa que desarrolle esa actividad accesoria; si en cambio se desea realizar una inversión de un excedente de tesorería, la idea será encontrar una empresa que rentabilice esa posible futura desinversión. Los posibles supuestos pueden desarrollarse casi hasta el infinito, pues, además de motivaciones económicas, pueden existir otras más puramente personales, por ejemplo, el empresario que desea «retirarse» puede buscar simplemente el mejor precio, pero en ocasiones querrá más bien a un adquirente que continúe su «filosofía» de empresa o que se comprometa a mantener los puestos de trabajo. Estos motivos modalizarán la búsqueda o los parámetros de la negociación y constituirán en sí las características de la empresa con la que se entrará en negociación.

### **3.2. El inicio de la negociación: la «carta de intenciones»**

#### **3.2.1. Concepto y caracterización de la «carta de intenciones»**

Normalmente, cuando la toma de contacto da paso a unas negociaciones serias en las que se considera que puede celebrarse la adquisición, las partes firman la llamada «**carta de intenciones**». Como resulta evidente, esta denominación es una traducción literal del término inglés *letter of intention*, y como sinónimos de este se usan otros como *head of agreement* o *memorandum of understanding* (si bien estos se utilizan más bien para documentos que reflejan acuerdos y no para cartas «enviadas» por el futuro adquirente). El término es bastante plástico: el documento suele ser, efectivamente, una carta enviada por una parte (la que lleva la iniciativa en la negociación, normalmente el posible adquirente) a la otra en la que le manifiesta su intención de llegar a la adquisición final, aplicando de buena fe sus mejores esfuerzos para culminarla y fijando a menudo los puntos que habrá que clarificar, determinar o comprobar para llegar a ese fin. Esta misiva normalmente **se firma por el destinatario**, con lo que constituye una prueba o constancia de que la negociación está en curso y de que ambas partes aprobarán la adquisición si se cumplen los requisitos que son exigibles conforme a la buena fe.

A nuestra mentalidad de juristas continentales extraña que este principio de negociación se «escenifique» mediante una carta y no mediante un contrato «clásico», en el que ambas partes comparecen, exponen sus pretensiones y acuerdan algo (en este caso, negociar de buena fe para la adquisición). Como antes hemos señalado, se trata de la praxis negocial anglosajona que se ha impuesto –también– en este ámbito. Ciertamente, la «carta» permite una serie de licencias y matices que no serían iguales en un contrato al uso. Sobre todo, la **técnica epistolar** se adecua bastante mejor a lo que este documento implica: una manifestación de intenciones, pero sin comprometerse a nada. Precisamente porque no hay todavía una voluntad seria (o, al menos, esta de-

pende del cumplimiento o comprobación de una serie de elementos), es mejor que no exista un compromiso de ambos. Por eso simplemente una parte manifiesta a la otra la intención de adquirir, y esa otra «se deja querer», diciendo que está en principio de acuerdo. Si se hiciera un contrato aplicaríamos toda la carga dogmática y toda la parafernalia de instituciones jurídicas construidas al efecto (consentimiento, objeto, causa, fines de las partes, cumplimiento, etc.), y las partes no quieren algo tan complicado.

Por otro lado, el género epistolar también permite usar un **lenguaje equívoco** a propósito. El destinatario no reconoce nada, no dice nada; es el firmante de la carta quien expone que desea llegar a un acuerdo, que aplicará sus mejores intenciones a tal efecto, que considera que la adquisición será buena para ambas partes, etc. (ved, a este efecto, los diversos modelos que se suelen utilizar en el tráfico). Reflejar esto en un acuerdo resultaría sumamente artificioso, porque en realidad todavía las partes no están acordando nada serio o nada preciso.

El uso de la carta, por otro lado, implica que el firmante es la **parte que toma la iniciativa** y la que fija –a menudo– las condiciones iniciales y los puntos que hay que negociar para llegar a la adquisición. Ciertamente, cuando el destinatario acepta la intención también entra en el juego en igualdad de condiciones, pero saber de quién partió la iniciativa puede ser a veces relevante.

Como hemos señalado, normalmente el destinatario firma a su vez la carta y devuelve un ejemplar al firmante (la carta suele incorporar una cláusula final en la que se «invita» a tal firma si el destinatario está de acuerdo en los términos de la carta). Si no se exige tal firma, cualquier avance en la negociación supondría, en todo caso, una **aceptación** tácita de todas las intenciones manifestadas en la carta. Con esta aceptación, expresa o tácita, se constituye plenamente un acuerdo negocial. Las partes quieren huir de esa calificación (y tampoco querrán llamar «oferta» a la carta, aunque podríamos calificarla como tal), pero es evidente que existe un contrato en el que reconocen que van a negociar y a intentar la unión. No está claro si seguir estos esquemas – carta en vez de contrato– resulta más útil que acudir a un sistema de acuerdo de corte latino, pues en el fondo las consecuencias posiblemente fueran las mismas, pero ya hemos señalado que la praxis se orienta por estos derroteros.

### **3.2.2. La tensión entre la no vinculación y la búsqueda del éxito de la adquisición. La necesidad de un punto de partida de seriedad en la negociación**

La «carta de intenciones» supone una tensión entre la no vinculación que las partes declaran una y otra vez y escenifican mediante el uso de la técnica epistolar y la existencia de un compromiso ya real para buscar seriamente una unión o adquisición final.

La «cláusula de **no vinculación**» se reitera varias veces en la mayoría de los modelos de carta usados. Con ella se expresa que las partes no han llegado a ningún acuerdo final de adquisición, ni se sienten obligadas a dicha adquisición en ningún caso. Simplemente se quiere negociar, pero no se sabe cuál será el resultado final de la negociación. Con estas expresiones se quiere evitar que, si las conversaciones fracasan, una parte pudiera exigir responsabilidad a la otra por no alcanzar el acuerdo. Si no existe compromiso de alcanzarlo, no puede haber responsabilidad por no lograrlo. Las partes quieren sentirse libres de poder decidir finalmente sobre la adquisición en función de lo que se perciba durante la negociación. Por eso, aunque a veces se fijan objetivos en la negociación, no son condiciones cuyo cumplimiento determine la eficacia de la adquisición, sino simples presupuestos para poder tomar la decisión final, que siempre se quiere sea libre.

Todas estas precauciones, ciertamente, resultan poco útiles, pues precisamente uno de los problemas recurrentes en esta materia es la posible responsabilidad de la parte que hace fracasar la negociación. Si la no vinculación fuera absoluta o real, no podría plantearse nunca una posible responsabilidad. Por lo tanto, reiterar tanto esa expresión no es un remedio absoluto. Sí que, en todo caso, sirve para expresar que la decisión final no está tomada, aunque –podríamos admitir– sí hay una predisposición a llegar al acuerdo.

Frente a esa no vinculación, la «carta de intenciones» supone precisamente dotar de una seriedad a las negociaciones y obligar ya a las partes a algo. En efecto, aunque no exista una decisión ya adoptada ni una vinculación final para realizar la adquisición, las partes **sí se obligan desde ahora a una serie de conductas**: por ejemplo, una de ellas va a dar acceso a la otra a todos sus datos contables, financieros y legales para que esta realice la *due diligence*, e incluso a menudo le va a proporcionar información sobre datos relevantes de la empresa (la denominada *letter of disclosure*, a la que haremos referencia al hablar de las «manifestaciones y garantías» en el epígrafe «Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las “manifestaciones y garantías”»); ambas se suelen comprometer a no hacer pública la negociación y a no negociar con terceros con esta misma finalidad; las dos prometen la confidencialidad acerca de toda la información que se suministren; etc. Por lo tanto, obligación «de algo» sí hay, aunque no haya aún «obligación de adquirir». Por esa razón, porque la negociación sí requiere de un punto a partir del cual las cosas van en serio, es por lo que se emite y acepta la «carta de intenciones».

Esta seriedad, además, es **relevante para muy variadas cuestiones**.

a) Por un lado, **legitima a los administradores** que están desarrollando la negociación para exponer la situación de esta ante los demás miembros del consejo o ante los accionistas mayoritarios, o para ir logrando adhesiones al posi-

ble futuro acuerdo social que sea preciso tomar (acuerdo de fusión, de disolución con cesión global de activo y pasivo, etc.). En cualquier caso, justifica esta actuación de los administradores, en el sentido de que no es algo clandestino.

b) En esta misma línea, la «carta» justifica o explica los **acuerdos sucesivos** a los que pueda irse llegando en la negociación entre las partes. Si no existiera un acuerdo previo para negociar, no tendría sentido llegar a acuerdos sobre puntos concretos de dicha adquisición.

c) También la carta aceptada legitima que **ambas partes asuman los costes de la negociación**. Tales costes se revelarán inútiles si la negociación no llega a buen término, por lo que resulta mejor justificar que en ese momento existía una predisposición a llegar a un acuerdo.

d) Por otro lado, esta carta puede dar comienzo a una serie de **operaciones y actuaciones paralelas a la negociación**. Así, a menudo la adquisición requerirá una financiación suplementaria –para pagar el precio, para garantizar los cumplimientos, etc.– que hay que negociar con entidades de crédito, y estas exigirán una acreditación de que el proceso de adquisición está en curso.

Desde otro punto de vista, muy comúnmente habrá que negociar con proveedores, acreedores, clientes, etc., para que acepten pasar a serlo de la nueva entidad que nazca de la adquisición o unión, y la carta acredita que la negociación está en curso.

Todos estos aspectos, en fin, indican que, aunque todavía no haya vinculación final para realizar la unión, tiene que existir un acuerdo serio en el que se explicita que se está negociando para legitimar o justificar diversas actuaciones. Por eso se produce la tensión que hemos referido: no vinculación para adquirir, pero sí una cierta vinculación o colaboración para negociar de buena fe con vistas a lograr finalmente dicha adquisición.

La **cláusula de los mejores esfuerzos** (*best efforts clause*) añade un factor más, al que ya hemos hecho referencia, a este juego de vinculaciones atenuadas. Las partes no solo manifiestan que están en proceso de negociación, sino que además van a aplicar sus mejores esfuerzos para lograr el éxito de la negociación. Por lo tanto, existe una predisposición o una buena voluntad para llegar a la adquisición. Precisamente este factor añadido es el que hace que una frustración del proceso de mala fe pueda originar responsabilidad: no hay obligación de adquirir, pero sí de negociar de buena fe, de que si las cosas van razonablemente bien y se cumplen las expectativas se llegue a firmar la adquisición.

De esta forma, la «carta de intenciones» supone un punto de partida fuerte, un compromiso para intentar lograr la adquisición. Por todo ello, no estamos demasiado seguros de que todo el mecanismo de uso de la técnica epistolar o de la cláusula de no vinculación sea realmente útil, ya que en todo caso se

aprecia que existe una vinculación real y expresa y un compromiso de hacer lo posible, dentro de lo razonable, para lograr la adquisición. Sobre ello volveremos más adelante.

Precisamente porque la «carta de intenciones» ya supone un compromiso real, los prácticos **aconsejan que se emita solo si** existe una intención seria de adquirir, y si la negociación se presume larga. Que exista una **intención seria de llegar al éxito** en la unión es relevante, pues ya vemos que existe un compromiso real y una posible responsabilidad. Si las cosas no se ven claras, es mejor no llegar a este punto todavía, o al menos fijar en la carta una serie de requisitos que deben comprobarse o cuya apreciación quede –si cabe aún más– al arbitrio de la adquirente. El problema no es que se dude de la solvencia de la empresa, pues, si la auditoría revela problemas financieros, la negociación se frustrará por razones explicables. La cuestión se plantea si, a pesar de que se cumplan los datos objetivos que harían que la adquisición sea razonable, se duda de que esta sea conveniente por razones diversas, de desconfianza personal o de otra índole. Por eso la «carta» debe emitirse solo si se parte de que cumpliéndose razonablemente las expectativas se va a cerrar la adquisición.

Por el otro lado, también se aconseja que no se emita carta si las **negociaciones están ya tan avanzadas** que dicha emisión supondría una complicación innecesaria, o si la operación tiene una relevancia económica pequeña que no justifica tomar estas precauciones. Cuantos más posibles títulos de imputación de responsabilidad haya, más complicada puede ser la operación. En definitiva, hay que recordar que los pasos que tradicionalmente se siguen en las fusiones y adquisiciones no son algo necesario o impuesto, sino una praxis que debe acomodarse a cada caso concreto.

### 3.2.3. Contenido usual de una «carta de intenciones»

Vamos a señalar a continuación cuáles son las cláusulas «comunes» o «usuales» en una «carta de intenciones», pero siempre partiendo de que no existe ni un modelo ni unos requisitos mínimos o máximos. La carta puede contener cualquier tipo de cláusulas, pues todo depende de la intención de las partes, de qué quieran dejar explícito y del nivel de acuerdo al que se haya llegado. Como se ha dicho por la doctrina, no puede decirse que una cláusula no pueda incluirse en la carta, aunque sí pueda juzgarse que sea o no conveniente hacerlo. Vamos a intentar agrupar las cláusulas en torno a ciertos grupos de temas, buscando así una exposición sistemática.

Suele ser común el establecer en la «carta» el punto hasta el que se ha llegado en las negociaciones, sobre qué hay acuerdo, así como los **puntos que aún habrá que negociar**, determinar o afinar. Como antes hemos señalado, a veces la empresa objeto emite una *letter of disclosure* en la que manifiesta los datos más relevantes de la entidad y manifiesta la veracidad de estos (ved el epígrafe «Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las “manifestaciones y garantías”»), o bien esa declaración se incorpora a la carta o al documento

de inicio de la negociación (como el *memorandum of understanding*). También se suele señalar cuál es el **objetivo final** (una unión estable, tipo fusión, o simplemente una adquisición de ciertos bienes, o dejar abierta la cuestión). Esto es relevante, porque determina cuál es el punto final de la negociación y, por lo tanto, los acuerdos anteriores y previos serán simples «acuerdos parciales» que aún no obligan, a falta del acuerdo final y definitivo (ved lo dicho más adelante en el epígrafe «Carta de intenciones» frente a precontrato de adquisición»).

Por supuesto, la precisión se hace utilizando el género epistolar, y no se habla de «acuerdo» sino de cuál es la apreciación del firmante de la carta acerca de lo que es seguro y lo que aún queda incierto. A veces la carta ya contiene precisiones importantes, como la forma de fijar el precio de la adquisición o la manera en que esta se va a llevar a cabo (fusión, toma de control, integración en el grupo, etc.). Todo depende, lógicamente, de cada caso concreto y del punto en el que se hallen las negociaciones.

Ya hemos hecho amplia referencia a la **cláusula de no vinculación**, y a los matices que en esta introducen otras expresiones como la cláusula de mejores esfuerzos, o las obligaciones concretas que asumen las partes. Mediante la cláusula de no vinculación se expresa que el firmante no está obligado a llegar a la adquisición definitiva, de modo que esta dependerá siempre de un consentimiento libre y posterior de ambas partes. Si hubiera una vinculación ya desde ahora, estaríamos ante un negocio de adquisición ya definitivo, del cual solo faltaría la ejecución, y la contraparte podría exigirla. Lo que se establece es que se abre la negociación y que se negociará de buena fe para buscar llegar al acuerdo, pero que este aún no se ha producido.

Como se ha afirmado por la doctrina, esta «no vinculación» inicial puede desaparecer en un momento posterior, en el que las partes por hechos concluyentes o por acuerdo expreso manifiesten ya una vinculación definitiva. Esto es, la cláusula solo manifiesta una intención inicial y la negociación irá fijando los posibles acuerdos parciales y el posible acuerdo definitivo.

Junto a esta no vinculación, las partes sí se obligan o establecen **obligaciones concretas para avanzar en la negociación**: suministro de información (para realizar la *due diligence*), fijación de un calendario de reuniones, negociaciones con terceros para facilitar la ejecución de la posible adquisición, etc. Como ya dijimos, la carta es un presupuesto necesario para poder realizar estas actuaciones y legitimarlas ante los accionistas o ante terceros.

Suele dejarse constancia expresa de que **cada parte asume sus costes derivados de la negociación**. El hecho de que la iniciativa la lleve la parte que emite la carta podría hacer suponer que esta asume los costes totales de la negociación, y no es así, pues ambas partes tienen un igual interés en el éxito. Por eso se prefiere dejar claro que el coste y la responsabilidad del proceso se imputa a cada uno.



Un grupo importante de cláusulas se refiere a la **confidencialidad** del proceso. Lógicamente, la empresa que va a ser adquirida va a proporcionar a la otra una información importantísima, mantenida en secreto, y que no interesa sea conocida por los competidores (estrategias de expansión, *know-how*, lista de clientes y proveedores, técnicas de marketing, etc.). Por eso se pacta expresamente:

a) que esa información **no se transmite** a terceros; y

b) que en el caso de que la negociación no llegue a ser un éxito, **no será utilizada en beneficio propio** por la parte que la conoció gracias al proceso. De esta forma se intenta evitar que un competidor simule estar interesado en una adquisición solo para lograr información relevante de la empresa a la que aparenta querer adquirir. Ciertamente la cláusula será de difícil ejecución o probanza, pero si es obvio que se utiliza información obtenida, cabría actuar exigiendo responsabilidad.

En conexión con esta confidencialidad, se halla la cláusula de **mantener en secreto la negociación** para evitar que los terceros la conozcan. Para la empresa cuya adquisición se estudia puede ser interesante dar a conocer el proceso, pues esto puede elevar su valor en el mercado, al poner de relieve que es una empresa rentable o de apetecible adquisición. Por eso se le impone el no manifestar que existe dicha negociación, para que no la utilice solo como medio de elevación de su valor (por ejemplo, si cotiza, para elevar su cotización). Además, si los terceros conocieran dicho proceso podrían querer «pujar» por esa misma empresa, ofreciendo mejores condiciones, lo que frustraría el proceso, o podrían tomar estrategias de defensa para hacer frente a la empresa más fuerte que nazca de la unión. Por otro lado, al no existir aún una adquisición definitiva, manifestar la existencia de la negociación puede ser muy equívoco o generar unas expectativas –en socios, en terceros, en autoridades administrativas, etc.– que luego no se vean cumplidas. Por estas y otras razones es mejor mantener el proceso en secreto, y a eso se comprometen las partes.

En relación con esta vinculación, a menudo se establece la **exclusividad de la negociación**, de forma que la empresa objeto de adquisición se compromete a no entrar en conversaciones con otras posibles empresas interesadas en su adquisición. En ocasiones se fija un plazo dentro del cual existe esa exclusividad, de forma que pasado este sin acuerdo final, podría negociarse con terceros (por ejemplo, cuando es el vendedor el que lleva la iniciativa y desea enajenar la empresa). Este plazo supone así un incentivo para llegar a la adquisición antes de su vencimiento, si existe un interés real en ella.

A veces, estas verdaderas obligaciones que asumen las partes, y que se contradicen con la supuesta no vinculación que predica la «carta», se reflejan en uno o varios **documentos distintos a la propia carta** (que se suelen denominar «compromiso de confidencialidad» y «compromiso de exclusividad»), para que no se produzca esa equivocidad. Incluso la propia confidencialidad

se hace constar –y firmar– a cada una de las partes que, designada por el comprador, accede a información relevante del vendedor en el proceso de *due diligence*. De esta forma, aunque sean profesionales ajenos al comprador –por ejemplo, abogados, auditores o ingenieros independientes–, pesa sobre ellos esta obligación.

Obviamente, en la carta suele fijarse una especie de **calendario y procedimiento de negociación**. En cuanto al calendario, a veces se realiza una cierta periodificación de reuniones y fechas sucesivas en las que llegar a acuerdos parciales. Respecto del procedimiento de negociación, ya hemos hecho referencia a la fijación de la información que se transmitirá y la forma de realizar dicha transmisión; se suele establecer las personas concretas de los negociadores, o de los encargados de las diversas áreas o segmentos de la negociación; y también la necesidad de entrar en negociaciones con los terceros –clientes, proveedores– para preparar la posible adquisición definitiva.

En ocasiones se establecen **limitaciones a la actuación de las partes**, sustancialmente para que no varíen su nivel de endeudamiento o su situación financiera. Los términos del pacto suelen ser que la empresa objeto se limite a los actos ordinarios de actuación, *ordinary course of business*, y evite variaciones relevantes de su patrimonio o de su capacidad financiera. Por ejemplo, la empresa que va a ser adquirida se compromete a no repartir dividendos, a no realizar cierto tipo de inversiones extraordinarias que puedan variar su capacidad financiera o a no enajenar bienes de importancia sustancial.

Por último, es común el establecer un **sometimiento a arbitraje** de las disensiones que puedan surgir durante la negociación (pero no, desde luego, de una posible responsabilidad por ruptura, pues ya queda dicho que se parte inicialmente de que no hay compromiso alguno de lograr el acuerdo). A veces el procedimiento arbitral se usa no tanto para decidir una discusión, sino para fijar el precio de los bienes o para establecer ciertos detalles del proceso de adquisición.

#### **3.2.4. La exigencia de responsabilidad ante la ruptura de negociaciones repentina o de mala fe**

Uno de los temas más relevantes en esta fase de la negociación, a partir de la «carta de intenciones», es la de las posibles consecuencias que podría tener la **ruptura del proceso cuando se realiza de mala fe** o cuando es debida a una conducta maliciosa de una de las partes. En principio, podemos suponer que la frustración de la negociación puede ser debida a tres tipos de circunstancias:

a) Las partes **no llegan a acuerdos** parciales acerca de elementos esenciales de la adquisición: precio que se pagará, condiciones del pago, forma de instrumentación de la unión, etc.

b) La *due diligence* pone de manifiesto que la situación financiera o legal de la empresa que se va adquirir es sustancialmente **peor o distinta** de la que luce en su contabilidad, o de la manifestada a la contraparte en las negociaciones iniciales o en la *letter of disclosure*.

c) Una de las partes, pese a irse cumpliendo el calendario y a ir tomando acuerdos parciales correctos, **abandona repentinamente la negociación** y da por frustrado el proceso, alegando razones de conveniencia o una apreciación personal que no se sostiene en datos objetivos de incumplimiento o de falsedad de las manifestaciones.

Desde luego, la casuística puede ser muy diversa, pero la reconducimos a esas tres posibles situaciones por aclarar un poco las vías que hay que seguir. En el supuesto a), en principio no se derivaría responsabilidad alguna para las partes, pues la ruptura de la negociación se debe simplemente a la falta de acuerdo basada en hechos objetivos: una parte no considera suficiente el precio que le ofrece la otra, el plazo de la ejecución o la forma de alcanzar la adquisición. Nos basamos siempre en que existan elementos objetivados y razonables que hagan que la frustración del proceso sea explicable y lógica, no debida al capricho de una de las partes, pues en otro caso estaríamos en el supuesto c).

En el grupo de casos recogido b), la parte que advierte la **falsedad u ocultación de datos** de la otra podría, a nuestro juicio, realizar una reclamación de indemnización, porque ha iniciado un proceso a causa de unos datos o manifestaciones que le proporcionó la otra y que eran incorrectos. A menudo la negociación habrá conllevado una serie de costes objetivos a cada parte, y además habrá generado una expectativa de mejora del negocio; ambos aspectos deberían indemnizarse, aunque lógicamente la cuantificación del segundo es más difícil.

Por último, el supuesto c) es el que más problemas plantea, sobre todo por la necesidad de probar la **mala fe o abusividad de la conducta** de la parte que aborta la negociación sin razones objetivas. Como antes hemos dicho, se ha aceptado por ambas partes una cláusula de no vinculación conforme a la cual no existe obligación de llegar a un acuerdo, ni se ha obtenido este aún. En esta tesitura, no culminar con éxito la negociación no es incumplimiento de nada, y es algo previsto como normal y esperable. Pese a ello, y en contraposición, es evidente que si una parte se retira del proceso sin razón alguna no está realizando sus *best efforts* para culminar la negociación (y también se comprometió a negociar de buena fe y a poner sus mejores esfuerzos en la negociación). Por todo ello, la doctrina y la jurisprudencia admiten mayoritariamente que en estos supuestos deben indemnizarse los costes generados a la contraparte y la frustración de sus expectativas razonables.

Lógicamente, en este grupo de casos lo difícil puede ser **demostrar la mala fe**. Normalmente, la parte que resuelve la negociación se apoya para ello en algún hecho objetivo de apreciación subjetiva: no está de acuerdo con las condicio-

nes del negocio, la *due diligence* revela aspectos que ella esperaba diferentes, etc. Resultará difícil en estos casos demostrar que la «excusa» es, simplemente, eso, una excusa para romper el proceso, una retractación caprichosa de la inicial voluntad de contratar. Al fin y al cabo, el consentimiento final en la operación es libre y siempre hay un componente de apreciación subjetiva acerca de la suficiencia de las contraprestaciones o de la conveniencia del proceso. De todas formas, si una de las partes lograra acreditar la mala fe en la ruptura de la negociación (porque el calendario y las previsiones de las partes se iban cumpliendo, la *due diligence* reveló la corrección de los datos suministrados y presupuestos, el precio ofrecido es el objetivamente adecuado, la contraparte puso repentinamente una serie de condiciones hasta entonces no planteadas y totalmente inaceptables, etc.), podría reclamar indemnización a la otra.

La frustración maliciosa de la negociación puede ser debida a muchas **causas**. Puede que la parte adquirente solo quisiera obtener información de la otra y aparentó una voluntad de negociación para lograrla gracias al proceso de auditoría. Otras veces, en el curso de la negociación una de las partes encuentra mejores ofertas (de venta o de compra) realizadas por terceros, o incluso mantenía abiertas varias negociaciones ocultándolas a la contraparte. En fin, simplemente es posible que la frustración se deba a un cambio de opinión de una de las partes. En cualquiera de los casos, lo cierto es que se han generado unos costes y unas expectativas, y debe indemnizarse por ellas.

En general, está admitido que en todos estos casos [los expuestos en b) y c)] **lo que procede** es solicitar una **indemnización por los daños**, y que no cabe en cambio pedir que **se considere existente el acuerdo** entre las partes. Para que esta segunda solución fuera posible, sería preciso que la negociación estuviera ya tan avanzada, tan definidos todos los elementos esenciales, que el contrato pudiera considerarse ya perfecto, a falta solo de un consentimiento puramente formal o ritual (la firma del contrato, por ejemplo).

A estos efectos, podría darse el supuesto de que una de las partes no cumple una serie de presupuestos o condiciones que dependían de su sola voluntad y que eran los últimos necesarios para llegar al acuerdo. Por ejemplo, los administradores de la adquirente son los socios mayoritarios, y al llegar la junta general en la que debe refrendarse el proceso y acordar la fusión, ellos mismos –o alguno de ellos– vota en contra y produce la no adopción del acuerdo. En este caso entraría en aplicación el **artículo 1119 CC**: «Se tendrá por cumplida la condición cuando el obligado impidiese voluntariamente su incumplimiento». Como se aprecia, para lograr este efecto tendríamos que hallarnos en un proceso de negociación ya prácticamente finalizado. Si, en cambio, lo que existe es que mediado el proceso una de las partes plantea repentinamente condicionamientos nuevos y objetivamente inaceptables, por mucho que se aplicara el 1119 CC nos hallaríamos ante un proceso inacabado, y no podríamos considerar cerrada la adquisición.

A estos efectos también sería de aplicación el **artículo 708.1 LEC**: «Cuando una resolución judicial o arbitral firme condene a emitir una declaración de voluntad [...] el tribunal competente, por medio de auto, resolverá tener por emitida la declaración de voluntad, si estuviesen predeterminados los elementos esenciales del negocio». Si puede tenerse por cumplida la condición consistente en la emisión del consentimiento –el supuesto antes reflejado de que solo falta el acuerdo de la junta general– y el juez condena a que se emita esa declaración de voluntad, luego podrá ejecutar esa condena en los términos señalados. Realmente en pocos casos estaremos ante este supuesto de que «estuviesen predeterminados los elementos esenciales del negocio», por lo que procederá únicamente la ejecución por daños y perjuicios (como establece el apartado 2.II del art. 708 LEC citado).

Esta **indemnización de daños comprendería**, desde luego, los gastos ya realizados para la negociación y que se han revelado inútiles; pero también una compensación por el esfuerzo realizado y las expectativas creadas. Conviene ser prudentes a la hora de cuantificar este elemento, sobre todo porque un exceso de petición suele provocar de inmediato la desestimación y una condena en costas que se calcula sobre esa cuantía excesiva. Está claro que no se podrá pedir como indemnización por este concepto lo que habría supuesto la ganancia total de haberse celebrado el negocio (por la razón de que supondría tanto como exigir que el negocio debería haberse celebrado, que ya hemos visto que solo cabría pedirlo en casos excepcionales).

Partiendo, pues, de que proceda una indemnización por daños y perjuicios, y no tener por culminado el proceso, otra cuestión es la **vía alegable para obtener dicha indemnización**. En este punto, la doctrina y la jurisprudencia han planteado varias posibles vías, algunas de ellas ciertamente artificiosas. Lo más seguro, a nuestro juicio, es basarse en la misma «carta de intenciones» y en la falsedad de los datos aportados o presupuestos que se tomaron como punto de partida para iniciar la negociación [en el supuesto contemplado b), podría alegarse un vicio en el contrato de inicio de negociación, pues una parte ocultó datos a la otra], o el incumplimiento de la cláusula de los «mejores esfuerzos» que se prometían, y de la negociación «de buena fe» [en el caso expuesto c), se alegaría incumplimiento de la cláusula de negociación de buena fe y de los mejores esfuerzos]. La discusión relativa a si esto supone una **responsabilidad contractual** (derivada del acuerdo de negociar, acuerdo del que se han falseado los presupuestos o del que se ha incumplido el compromiso de negociar de buena fe y de poner los mejores esfuerzos), **precontractual** (derivada de un acuerdo previo al acuerdo definitivo) o **extracontractual** (un daño causado injustamente a alguien con quien no existía relación contractual previa, art. 1902 CC) resulta conceptualmente preciosa, pero conduce a pocos resultados seguros. En cierta doctrina suele utilizarse más bien la expresión de **responsabilidad in contrahendo** para señalar que en un proceso de negociación una de las partes no ha actuado de buena fe, no ha puesto todo lo preciso de su parte para que el negocio inicialmente proyectado se haya cerrado.

Como ya hemos señalado, y aparte de las mil disquisiciones teóricas acerca de la categoría del precontrato y de los «contratos para contratar», la «carta de intenciones» ya supone un acuerdo (aceptado por el destinatario de la carta bien por la firma de esta, bien por su aceptación por hechos concluyentes) en el que las partes han realizado una serie de manifestaciones –si son incorrectas, existe vicio del negocio– y se han comprometido a negociar de buena fe y a poner todo de su parte para llegar a un acuerdo razonable –si no lo hacen, incumplen las obligaciones asumidas. Nosotros llamaríamos a eso **responsabilidad contractual**, aunque desde luego asumimos que la categorización conceptual puede ser otra, y aconsejaríamos a un abogado que tenga que interponer la demanda que acumule una serie de preceptos y alegue tanto infracción del deber

de buena fe (art. 7 CC) como incumplimiento de las obligaciones acordadas en la «carta de intenciones» e, incluso, subsidiariamente y si el juez entendiera que no existía negocio, infracción del deber de *neminem laedere* (art. 1902 CC).

No se ha planteado ante el **Tribunal Supremo** un supuesto de ruptura injustificada de estos tratos preliminares. Un caso con cierta relación es el de la STS 16 mayo 1988 (RJ 1988, 4308), en el que se concedió indemnización a un empleado que había realizado una serie de gastos ante la negociación para su traslado a una sede distinta de la empresa, traslado que no llegó a producirse. Las reclamaciones que se han producido en esta materia se refieren más a casos en los que se pedía la celebración del contrato «proyectado» (y no una indemnización por una ruptura de la negociación). El Alto Tribunal ha condenado a esa celebración cuando ha estimado que ya estaban fijados todos los elementos esenciales del contrato, de forma que no existía una simple «carta de intenciones», sino verdadero contrato, o precontrato, formalizado (STS 4 julio 1991 [RJ 1991, 5325], precontrato de distribución de productos informáticos, o 30 marzo 2010 [RJ 2010, 2538], compromiso de adquirir acciones de la contratante, supeditado al cumplimiento de una condición); y no ha accedido a esta condena cuando ha considerado que solo existían negociaciones para contratar pero sin un compromiso definitivo (STS 3 junio 1998 [RJ 1998, 3715]).

### 3.2.5. «Carta de intenciones» frente a precontrato de adquisición

Es necesario resaltar que en algunos casos el primer documento que firman las partes es un **verdadero «precontrato de adquisición»**, esto es, un acuerdo que recoge una voluntad ya firme y emitida de adquirir, si bien normalmente sometida al cumplimiento de una serie de condiciones y comprobaciones. Existen supuestos en los que entre las partes existe ya una confianza o un conocimiento que hacen que deseen la adquisición como definitiva desde ese momento (la confianza puede deberse a las relaciones previas, a razones personales de conocimiento de los socios, a la pertenencia a un mismo grupo, etc.). En estos casos el acuerdo es ya firme, y simplemente la ejecución se sujeta a una serie de **comprobaciones** (sustancialmente, a que la *due diligence* corrobore la exactitud de los datos suministrados y de los presupuestos financieros y de negocios tomados en cuenta por las partes) o al cumplimiento de una serie de **condiciones** (posibles autorizaciones administrativas, consentimiento de proveedores y clientes, etc.).

En tales supuestos, el documento que se firma no es, ni por su redacción ni por su contenido, una «carta de intenciones», sino un verdadero contrato de adquisición. Ciertamente, no siempre están definidos todos los elementos, pero respecto de los **sustanciales** sí hay fijación o, al menos, una forma de determinación. Así, en cuanto al precio es muy común fijar una forma de determinación final, en función de unos parámetros o variables fijados en el propio contrato. Podemos llamar a este acuerdo «precontrato de adquisición», asumiendo la postura mayoritaria en la doctrina de que el precontrato supone un acuerdo

ya vinculante, un consentimiento ya prestado para una prestación principal definitiva, en el que los elementos esenciales están fijados o determinada la forma de fijación, y en el que se supedita la ejecución a la determinación o a la comprobación de una serie de elementos.

En estos casos es claro que una de las partes **ya no puede echarse atrás** si no es por las causas justificadas prefijadas en el contrato: la *due diligence* reveló que los datos suministrados no eran correctos (y, aun así, habrá que demostrar que la incorrección es muy relevante) o se frustraron las condiciones suspensivas (por ejemplo, no se obtuvieron las autorizaciones administrativas o los consentimientos de los terceros). No existe cláusula de no vinculación y de mejores esfuerzos, sino una vinculación real y previa, cuya efectividad se supedita a hechos externos y no a la apreciación individual. Por esto mismo, si finalmente una de las partes no quisiera otorgar el consentimiento «definitivo» (en realidad, escenificar ese otorgamiento, pues ya está prestado), la otra podría compelerle judicialmente a ello, y si obtiene la condena a emitir dicho consentimiento, dicha condena es ejecutable en especie (ved el art. 708 LEC, antes citado).

Como se ha señalado antes, por eso el Tribunal Supremo ha confirmado la condena a celebrar contratos cuando ha considerado que estaban prefijados todos los elementos esenciales (SSTS 4 julio 1991 [RJ 1991, 5325], o 30 marzo 2010 [RJ 2010, 2538]), y ha desestimado esta petición cuando simplemente existían negociaciones entre las partes, sin fijación de un compromiso (STS 3 junio 1998 [RJ 1998, 3715]).

### **3.3. La auditoría de la empresa que se va a adquirir (*due diligence*)**

#### **3.3.1. La importancia y alcance de la auditoría o *due diligence***

La expresión *due diligence* resulta totalmente equívoca, pues no refleja el verdadero contenido de la institución, y en términos españoles sería más gráfico utilizar el término *auditoría*, como sinónimo de verificación, comprobación o examen. Se trata, simplemente, de un **estudio de la documentación más relevante de la empresa objeto para determinar cuál es su situación contable, comercial y jurídica real**, y de esta forma poder tomar definitivamente la decisión de adquisición.

Aunque no esté admitido por toda la doctrina, parece que el término proviene de la regla del derecho norteamericano –sección 11 (b) del Securities Act de 1933–, conforme a la cual si un intermediario financiero comprueba «con la diligencia debida» la solvencia de una empresa emisora o vendedora de títulos, dicho intermediario no responderá de las posibles consecuencias negativas de la venta.

La *due diligence* **la lleva a cabo**, y la costea normalmente, el comprador, y a veces el tiempo que se dedica a ella es superior al de negociación en sí. En realidad, dicha negociación depende a menudo en su resultado del sentido del informe final de *due diligence*, de forma que está supeditada en buena medida a este. Aunque los acuerdos parciales y los actos necesarios para la adquisición se siguen realizando conforme avanza la auditoría, no será hasta que

esta se celebre y se elaboren sus resultados que se tomará la decisión final de adquisición. El esfuerzo se verá finalmente recompensado, pues si se realiza la adquisición, el comprador ya tiene un conocimiento de la empresa y puede gestionarla con eficacia casi desde un principio. Se trata, así, de una inversión adecuada y lógica.

El **alcance** de la *due diligence*, obviamente, variará según el tipo de adquisición que se vaya a realizar, así como de otras muchas variables.

En primer lugar, dependerá del **nivel de compromiso** o de firmeza de la unión. No será igual la comprobación precisa si se va a realizar una *joint venture*, que supone un compromiso y un riesgo menor, y una no realización de la actividad empresarial en común, a la auditoría que se realizará en supuestos de fusión, mucho más completa.

En segundo lugar, la **adquisición de activos** solo exigirá una auditoría sobre la situación real de dichos activos: titularidad, cargas, litigios pendientes, valoración, contratos que afectan a dichos bienes y posibles consentimientos de las partes implicadas en ellos, etc., mientras que los demás aspectos de la empresa tienen relevancia nula. En cambio, la **fusión** exige una comprobación de todos los ámbitos de la empresa. En el caso de **adquisición de un paquete de acciones**, se hará especial incidencia sobre la situación societaria (posibles socios minoritarios que no deseen vender, cláusulas estatutarias existentes, etc.), y además habrá que prestar atención a posibles cláusulas existentes en contratos conforme a las cuales estos se resuelven si cambia el socio de control de la empresa (habría que negociar con el contratante para que no se produjera dicha resolución).

Por último, otros aspectos como la **antigüedad de la empresa** o el **montante de la operación** también pueden conducir a una *due diligence* de corto alcance, bien porque hay poco que comprobar (sociedad creada recientemente), bien porque la modicidad de la inversión supone una asunción de riesgo menor y aconseja no realizar unos gastos desproporcionados con el riesgo asumido.

La *due diligence* **comprende**, normalmente, los tres aspectos esenciales de la empresa: el contable-económico, el jurídico y el negocial. Aunque también se habla en este sentido de tres tipos de auditoría (ved el epígrafe siguiente), en realidad son los tres ámbitos cubiertos por la labor de comprobación cuando el examen es genérico de la empresa objeto (no limitado a una adquisición de activos o a una *joint-venture*). Normalmente, los grupos de expertos nombrados para cada uno de estos tres ámbitos son distintos, pues se componen de técnicos en cada materia (básicamente economistas auditores, abogados y expertos en la rama económica de que se trate, respectivamente). Es importante que durante la realización de la *due diligence* exista una cierta coordinación de los equipos, para no pedir de forma repetida e independiente los mismos documentos, o incluso para elaborar opiniones conjuntas sobre aspectos comunes. De igual forma, en el informe final es bueno que no se trate de una yuxtaposición de varios informes, sino que existan reuniones previas para poner en común las conclusiones y elaborar un diagnóstico común o global.

Hay que resaltar que, a menudo, la propia empresa objeto realiza una serie de «**manifestaciones**» acerca de las características de la empresa, asumiendo y «**garantizando**» la veracidad de dichas afirmaciones. Esta declaración, contenida en la llamada *letter of disclosure* o en el documento de inicio de las negociaciones (*letter of intent*, *memorandum of understanding*, *head of agreement*), es el germen, o a veces el documento primero y definitivo, de las «manifestaciones y garantías», que tan relevantes resultan en el contrato de adquisición y a las



que luego haremos referencia (epígrafe «Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las “manifestaciones y garantías”»). Supone una especie de punto de partida «provisional» acerca de la situación de la empresa, y la *due diligence* a menudo servirá de comprobación de su veracidad o podrá enfocarse de otra manera partiendo de esos datos previos.

### 3.3.2. Tipos de *due diligence* en función de la materia, momento de realización y sujeto que la efectúa

En función de la **materia básica que hay que comprobar**, se distingue entre *due diligence* legal, económica y negocial (como hemos dicho, normalmente se realizan las tres en cada operación de adquisición, con equipos distintos coordinados):

a) **Financial due diligence** : estudia, básicamente, los aspectos contables de la empresa (comprobación de la corrección en la llevanza de los libros y de que la contabilidad refleja la imagen fiel de la empresa, y enjuiciamiento acerca de la estructura financiera, rentabilidad, etc.).

b) **Legal due diligence** : estudia los aspectos legales en los diversos ámbitos (societario, contractual, laboral, fiscal, administrativo, medioambiental, urbanístico, etc.), como luego detallaremos (ved el epígrafe «Aspectos a comprobar»).

c) **Business due diligence** : se refiere a los aspectos negociales: sector de actividad, situación de ese sector, estrategias de mercado y posibles crecimientos de facturación en mercados nacionales e internacionales, estado de la I+D de la empresa, etc.

Por el **sujeto** que realiza la *due diligence*, esta puede ser encargada y pagada por el comprador o por el vendedor. Lo más común es que la realice el **comprador**. Pero la **empresa que quiera ser objeto de adquisición** también puede encargar una *due diligence* previa incluso a buscar ofertas de adquisición, con una serie de finalidades precisas: conocer los puntos fuertes y débiles, para enfatizar aquellos e intentar remediar estos, o al menos no ponerlos de relieve; infundir confianza en los posibles adquirentes, al haber auditado de forma previa y demostrar que no se teme dar a conocer los resultados; y ahorrar costes a dichos posibles adquirentes, que pueden partir de una auditoría previa para realizar la suya propia, ya sobre detalles concretos. También es común el realizar este examen cuando el vendedor quiere abrir un «concurso» para la adquisición, pues de esta forma ya tiene la información previa para que los posibles adquirentes vayan formando su opinión (sobre la adquisición por la técnica del «concurso», ved el epígrafe «Referencia a la adquisición mediante negociación con varios posibles adquirentes»).

Por el **momento** en que se realiza la operación, se distinguen varias clases. En realidad, es común que todas ellas se realicen en una misma operación de adquisición, pues la comprobación es continua, y debe actualizarse a cada momento.

a) **Basic due diligence** : suele ser una comprobación básica, que se realiza en la fase de toma de contactos y de negociaciones previas, anterior a la emisión de la «carta de intenciones». Se examinan los datos generales de la actividad de la empresa, de su situación financiera y sus ratios, y de su situación jurídica. Para esto puede ser suficiente, si existe, la *due diligence* elaborada por el vendedor, a que acabamos de hacer referencia.

b) **Due diligence** realizada **tras emitir la «carta de intenciones»** o el precontrato de adquisición, ya con la finalidad abierta de comprobar en detalle todos los aspectos relevantes de la empresa en función de la adquisición planteada. Es la más completa, la que más tiempo puede llevar y la que ocupa la mayor parte de las negociaciones.

c) **Closing due diligence** : una vez decidida la adquisición, y antes de firmar el contrato o antes de acabar con la ejecución de todos los actos precisos, puede realizarse una auditoría de comprobación para ver si ha habido cambios sustanciales respecto de la anterior. Es común cuando ha pasado un tiempo relativamente largo desde la realización de la *due diligence* principal y evita que el vendedor realice actuaciones extraordinarias en este último tramo de la adquisición. Lógicamente, esta auditoría tiene un alcance mucho menor, referido solo a este tramo temporal.

d) **Due diligence posterior a la adquisición**: puede darse cuando existe mucha prisa por realizar la adquisición, por lo que se posterga el examen a un momento posterior. La adquisición se resolvería si la auditoría diera un resultado sustancialmente distinto al tenido en cuenta por las partes. Cuando la apreciación acerca de este cumplimiento de la condición queda al criterio del comprador, la situación es desventajosa para el vendedor, y, como se ha señalado por la doctrina, la operación se convierte más bien en una opción de compra.

### 3.3.3. **La due diligence y la regla caveat emptor. Relación de la due diligence con las «manifestaciones y garantías»**

El comprador costea la auditoría porque quiere **conocer perfectamente qué va a adquirir** y no desea sorpresas desagradables posteriores al acuerdo definitivo. Debe hacerse notar que en el derecho anglosajón rige, con más vigor que en el nuestro, la **regla caveat emptor** , conforme a la cual el comprador no puede reclamar por los vicios que tuviera el objeto y que él hubiera podido apreciar antes de la adquisición. Además, se parte de que el **vendedor no tiene un deber de declarar** todas las características del bien (no existe un deber de *disclosure*), de forma que su silencio o no advertencia no supone una conducta

contraria a la buena fe (en derecho español, la cuestión podría, desde luego, ser distinta). Por esa razón, el comprador quiere hacer un examen a fondo de la empresa para conocer qué va a adquirir y tomar la decisión con completo conocimiento.

La *due diligence* ofrece, desde esta perspectiva, una doble vertiente: por un lado, proporciona información al inversor para que tome adecuadamente su decisión; pero, por otro, puede impedir reclamaciones posteriores alegando, con los límites y alcance que permita el derecho aplicable, vicios ocultos (esto es, que la situación empresarial era peor que la tenida en cuenta); cabría contrargumentar que él **debía haber conocido** dicha situación por medio de la auditoría. El adquirente ha tenido tiempo de realizar sus comprobaciones y al aceptar la inversión está admitiendo que la empresa responde a sus expectativas. Esto limitará una posible reclamación posterior porque la situación financiera no sea la mejor o porque la rentabilidad sea menor de la esperada.

Para «compensar», o dejar en sus justos confines, esta limitación de reclamaciones, en la praxis el vendedor realiza una serie de «**manifestaciones y garantías**»; esto es, una serie de afirmaciones acerca de cuál es la situación de la empresa, «garantizando» o «comprometiéndose» a ello, de forma que, si posteriormente se comprueba la incorrección de esas manifestaciones, deberá indemnizar. Esta institución se estudia más a fondo posteriormente (ved el epígrafe «Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las “manifestaciones y garantías”»), por lo que ahora solo remarcaremos que mediante estas manifestaciones el comprador se «asegura» un ámbito de reclamación, dado que ante su falsedad puede solicitar indemnización (e, incluso, en algunos casos la resolución). También trataremos la posible colisión entre esas manifestaciones y el conocimiento del comprador, pues a pesar de la falsedad cabría alegar que el comprador tuvo conocimiento de la incorrección por medio de la *due diligence*, y no puede ir contra sus propios actos reclamando responsabilidad por algo que ya conocía.

Lógicamente, existe una «**tensión**» entre las «manifestaciones y garantías» y la *due diligence*. Podría pensarse que, ya que el vendedor garantiza una serie de características, no sería preciso investigar sobre ellas (pues, además, de comprobarse la incorrección luego podría alegarse que el comprador las conoció y no puede alegar, después de la adquisición, dicha incorrección). Sin embargo, como también se verá después, siempre el comprador prefiere hacer una comprobación previa para dar su consentimiento posterior y no arrostrar toda una adquisición fiado de las posibles indemnizaciones que se derivaran en caso de incorrección. Lo que sí es cierto es que cuanto más amplias sean las «manifestaciones», menos profunda podrá ser la labor de auditoría, y viceversa, sobre todo cuando la unión va a ser provisional o poco firme (por ejemplo, para crear una *joint venture*). Por otro lado, las «manifestaciones» iniciales emitidas por la empresa objeto también pueden ser negociadas, pues el comprador puede pedir una ampliación de estas si hay aspectos de la empresa que no ha podido

comprobar o de los que no está seguro después de la auditoría (si la empresa objeto no accediera a esa ampliación, a menudo el comprador preferiría no proceder a la adquisición).

Por supuesto que, conforme a la normativa aplicable, el comprador también podría acudir a la vía de los **vicios ocultos**, si es procedente conforme al derecho aplicable y realmente existían defectos sustanciales y graves en el bien, e incluso –bajo derecho español– a la reclamación por **entrega de un objeto distinto** (*aliud pro alio*). Sin embargo, estas vías pueden ser de más difícil aplicación, o al menos de más difícil prueba. Por otro lado, a menudo se pacta que el sistema de indemnización por la posible incorrección de las «manifestaciones y garantías» excluye la posibilidad de acudir a otros remedios aplicables; esto es, el pacto acerca de las consecuencias de que el bien tenga «vicios» excluye la vía legal (cláusula que quizás podría ser «abusiva» si fuera pactada con un consumidor, pero no entre empresarios. A este respecto, ved el epígrafe «Cláusulas de limitación de la responsabilidad por *misrepresentation* y de fijación de límites temporales a la reclamación. Formas de aseguramiento del ejercicio de dicha responsabilidad»).

El plazo para reclamar por vicios ocultos es de treinta días en la compraventa mercantil (art. 342 Ccom), y de seis meses en la compraventa civil (art. 1490 CC). En cambio, el plazo de la acción de entrega de cosa distinta es el general de cinco años (art. 1964 CC). Precisamente, la jurisprudencia distinguió esa acción del *aliud pro alio* –no prevista expresamente en la ley– de la propia de los vicios ocultos, porque mediante ella pueden reclamarse las diferencias sustanciales una vez transcurrido el plazo de la reclamación por vicios ocultos (ved STS 20 febrero 1984 [RJ 1984, 693], 7 enero 1988 [RJ 1988, 117], o 7 junio 1996 [RJ 1996, 4825], entre otras muchas: la ineptitud del objeto para el uso que debía ser destinado significa incumplimiento del contrato y no vicio redhibitorio).

### 3.3.4. Personas designadas para el proceso

En el proceso de auditoría es muy relevante designar las **personas que se van a ocupar** de llevarla a cabo. Por el lado del **vendedor**, es preciso que este determine qué personas son las elegidas para que se les pueda pedir información o consultar aspectos concretos de la empresa. Normalmente, serán directivos encargados de cada área de la empresa, que no tienen por qué coincidir con las personas que llevan materialmente la negociación. Una de las funciones de esta designación es que no se importune continuamente a cualquier empleado de la vendedora con consultas diversas relativas a su área, con lo que se interferiría en la actividad ordinaria, y además que toda la información se canalice mediante unas pocas personas cualificadas y de confianza.

En cuanto al **comprador**, debe designar a las personas que van a examinar la documentación y realizar las comprobaciones. A menudo se realizará una combinación de personal propio y de profesionales externos, abogados, auditores o técnicos cualificados, con los que se firma un **contrato de arrendamiento de servicios** para estos fines (comúnmente llamado *engagement letter*). En este contrato se suele incluir una cláusula de confidencialidad para reforzar el deber de secreto respecto de los datos que lleguen a conocer en la auditoría (aunque este deber ya es inherente al ejercicio de la profesión). Es común for-

mar un grupo de personas por cada área y, en operaciones de gran envergadura, incluso grupos especializados dentro de cada área, con misiones específicas (por ejemplo, abogados que solo comprobarán la vertiente fiscal y abogados que examinan los contratos de aprovisionamiento y venta).

La identidad de estas personas **se comunica recíprocamente**, para que así cada parte conozca quién está legitimado para resolver cuestiones (por parte del vendedor) o para acceder a la documentación (por parte del comprador).

### **3.3.5. Forma de proporcionar la información. Los *data room***

Con carácter previo a realizar la labor material de *due diligence*, es común, sobre todo en operaciones de mayor complejidad, establecer las denominadas *rules of engagement* o **pautas de actuación**. En ellas se fijan plazos para realizar la labor, forma de acceso a la información, áreas que se analizarán, personas encargadas por cada parte de responder o de acceder a la información, y otros aspectos.

Fijadas estas reglas, o a la vez, a menudo es el comprador el que establece qué áreas o aspectos de la empresa quiere investigar y elabora a estos efectos un «**cuestionario preliminar**». Como antes se ha dicho, el alcance de la auditoría depende de muchas variables, entre ellas de la forma de unión que se quiera realizar, y por eso es el comprador el que determina, en función de sus fines e intenciones, qué comprobar y hasta qué detalle. Este cuestionario preliminar luego va siendo complementado por otros cuestionarios o por peticiones de más documentación, conforme avanza la auditoría y se aprecia la necesidad de conocer más aspectos o con más detalles (ved lo dicho más abajo acerca de la petición de más documentos).

La **forma de proporcionar la información** varía mucho en función de la dimensión de la operación. Así, en operaciones de un montante importante, que conllevan una mayor complejidad y además suelen encerrar un mayor componente de confidencialidad, se suele operar **de forma escrita**, normalmente con arreglo a un sistema parecido a este:

a) En primer lugar, el vendedor suele poner a disposición del comprador una serie de documentos, reseñados en una lista y agrupados por áreas. La lista se determina en función del cuestionario preliminar presentado por el comprador o, a falta de este, según la decisión del vendedor y conforme al tipo de operación que se va a realizar.

b) Esos documentos suelen consultarse en locales habilitados por el vendedor, a menudo dentro de la propia empresa objeto. De algunos documentos se dará copia a cada posible comprador, y otros solo podrán ser consultados y se podrán tomar notas acerca de ellos, sin realizar copias. Este aspecto vendrá especificado en las *rules of engagement* o en la misma lista de documentos. La lista de documentos se suele actualizar conforme avanza el proceso, incorpo-

rando otros que soliciten las partes (ved lo dicho más abajo) o que el vendedor vea conveniente en función de las preguntas realizadas o de la marcha de la negociación.

c) Cuando el comprador desee conocer datos o documentos que no estén recogidos en la lista, realizará una solicitud por escrito, y el vendedor decidirá si los suministra o no, en función de su importancia y del peligro de su revelación. Además, es común que se realicen entrevistas con las personas designadas por el vendedor respecto de cada área para responder a consultas concretas, bien de forma verbal, bien dejando constancia escrita de las preguntas y respuestas.

En este proceso escrito se suele llevar **constancia firmada de los documentos** que se ponen a disposición de las partes y de aquellos de los que se entrega copia. De esta forma el vendedor puede demostrar que el comprador tuvo acceso a estos datos, y que adquirió la empresa con pleno conocimiento de ellos (esto resulta muy relevante, como vimos, a los efectos de futuras reclamaciones por vicios ocultos o *aliud pro alio*). Además, si existen varios posibles compradores con los que se negocia a la vez, este sistema sirve para demostrar que todos tuvieron acceso a la misma información.

Cuando las operaciones, en cambio, son de pequeña dimensión, el proceso se puede flexibilizar mucho más, ya que normalmente la empresa objeto, por su menor complejidad, puede tener menos datos confidenciales. En los casos extremos, el intercambio de información es puramente **verbal**, partiendo de unos documentos básicos que el vendedor entrega al comprador. A menudo se combina el sistema de entrega de documentos y petición por escrito de más documentación con entrevistas más informales y consultas continuas. En todo caso se suele establecer un tiempo concreto para las entrevistas o consultas, para no interferir en la actividad diaria de la empresa.

Como se aprecia, la **determinación de qué documentos se consultan** suele venir dada por una colaboración entre ambas partes: el cuestionario preliminar del comprador, los documentos que pone a disposición la empresa objeto y los complementarios solicitados por el comprador a cuya entrega accede esta. Quizás podría decirse que hay una **prevalencia de la voluntad del comprador**, lo cual plantea algún problema si la empresa objeto no aporta documentos relevantes que no le hayan sido pedidos expresamente, de los que se derivan incidencias importantes en la valoración de la empresa o en su situación jurídica. Podría alegarse que al ser el comprador el que determina qué documentos pide, no ha habido ocultación de datos, y es el comprador el que debe precaverse y pedir todo lo relevante. Frente a ello, en la doctrina es preponderante la opinión según la cual la empresa objeto debe actuar de buena fe y no puede ocultar datos muy relevantes escudándose en que «no se los han pedido». De todas formas, en los cuestionarios preliminares o complementarios suele incluirse una cláusula genérica que «invita» a la empresa objeto a adjuntar todos los documentos relevantes referidos a esa área de estudio, lo

cual reforzaría la idea de que, si se ocultan documentos importantes, se estaría incumpliendo el deber de colaboración y se aplicarían las reglas de los vicios ocultos o del *aliud pro alio*.

Como se ha señalado, en función de los documentos comprobados y de la información intercambiada las «**manifestaciones y garantías**» tendrán un mayor o menor alcance. En estas, además, podrá hacerse constar qué se ha podido comprobar (y se da por cierto) y qué ha sido objeto solo de manifestaciones verbales de la sociedad objeto. De esta forma, el comprador puede precaverse de la información que le fue suministrada pero que no pudo contrastar documentalmente.

En algunos casos, los documentos se entregan y se consultan en unas oficinas o locales específicos para realizar la *due diligence*, que se suelen denominar los **data room**. Estos locales se ubican normalmente en la propia empresa objeto, para que la documentación no salga de esta. En las operaciones de gran complejidad se establecen unas reglas muy estrictas para el acceso y la actuación en dichos *data room*.

Así, suele fijarse un **horario de acceso** a estos, y desde luego **se restringe la estancia** a solo las personas designadas por el comprador, que firman en cada entrada y salida. También es común fijar un número máximo de personas que puedan estar a la vez. Cuando existen **varios compradores**, a veces se fijan turnos para acceder y consultar los documentos, para que no exista un excesivo aforo ni una comunicación entre compradores; o bien se habilita un *data room* para cada comprador, con los mismos documentos en cada uno de ellos. A las personas que tienen acceso se las hace firmar un documento de confidencialidad, por el que se obligan a no revelar los datos que conozcan salvo para realizar la labor de *due diligence* (compromiso que se añade al que, a su vez, hayan contraído con el comprador en su propio contrato, y a sus propios deberes deontológicos como profesionales).

Los **documentos** que se ponen a disposición en dichas oficinas **no pueden ser copiados** (salvo, obviamente, aquellos de los que sí se entrega copia a cada parte), y las personas que realizan la auditoría solo pueden tomar notas (o, en su caso, pedir copias si lo consideran relevante, y la decisión la toma la empresa objeto). Para comprobar esto, una persona se encarga del control de acceso y de actuación en dichos locales. Debe tenerse en cuenta que existen muchos datos de una empresa que son de gran relevancia para esta y que no interesa que sean conocidos por terceros (listas de proveedores y clientes, condiciones negociales logradas con diversas personas, estrategias de marketing o de publicidad, etc.), y si la operación de adquisición no se lleva a cabo, no interesa que el posible comprador guarde copia de los respectivos documentos.

Por último, debe partirse de que existe una serie de **documentos que no se pueden dar a conocer**, como aquellos en los que se pactó con la contraparte contractual el mantenerlos en secreto. En tales casos, para proporcionarlos al comprador será preciso el consentimiento de la contraparte. También existirán documentos confidenciales por otras razones, como asesoramientos jurídicos o técnicos emitidos en función de un litigio o de una petición concreta para una negociación.

También es importante resaltar que normalmente el comprador recabará toda la **información que pueda encontrar en los registros públicos**, para corroborar los datos que le suministró la sociedad objeto o descubrir otros. Normalmente se prevé ya esa consulta complementaria, para que la sociedad objeto no pueda considerarla desleal ni una falta de confianza en la veracidad de lo

que ella transmite. Al tratarse de registros públicos, el acceso a dicha información será fácil para el comprador, pero también podrá pedir la colaboración de la sociedad objeto cuando sea preciso.

### 3.3.6. Aspectos que comprobar

Resultaría imposible determinar aquí todos los aspectos que deben ser objeto de comprobación, pues dependen de cada caso concreto, de la complejidad y alcance de la operación y del tipo de empresa objeto. Como pautas generales, podemos señalar que en el ámbito **financiero contable** resulta fundamental analizar la contabilidad de los últimos años, la corrección de su llevanza y los resultados financieros de la empresa. Además, se tratará también de comprobar su solvencia, el valor de los bienes, la existencia de pasivos y el nivel de endeudamiento, el margen de ganancia, etc.

En el área **jurídica** será preciso comprobar:

- La situación **societaria** de la empresa (en función del tipo de adquisición, será relevante conocer la composición del accionariado y las cláusulas estatutarias más relevantes, entre otros muchos aspectos).
- La titularidad o el derecho de uso de los distintos **bienes** de la empresa, así como los posibles gravámenes de dichos bienes.
- La titularidad y gravámenes de **derechos** de propiedad industrial o intelectual.
- Los **contratos** celebrados con terceros y sus posibles cláusulas relevantes a estos efectos (por ejemplo, cláusulas de resolución en caso de cambio de control de la empresa).
- La situación **laboral** de la empresa (regularidad de la contratación, situación de los trabajadores, conflictividad social, puntualidad en el cumplimiento de las obligaciones de cotización).
- Los aspectos **fiscales** (hallarse al día de los correspondientes pagos y la carga fiscal general de la empresa).
- Las cuestiones **administrativas** (licencias pertinentes, cumplimiento de las exigencias medioambientales y urbanísticas, en su caso, etc.).
- La posible afectación de la **competencia** a causa de la concentración que puede suponer la unión o por la producción de acuerdos colusorios (en relación con esto, ved el epígrafe «El control de las concentraciones económicas»).



Además, si las empresas implicadas son de **distinta nacionalidad**, hay que realizar una especial referencia en el informe a la existencia de una regulación legal que imponga especiales restricciones distintas a las propias del derecho español. Ciertamente, esta cuestión no supone en sí una labor de auditoría o *due diligence*, pero también se tiene en cuenta, y para ello se contrata incluso a especialistas en el derecho aplicable para conocer las consecuencias de esta internacionalidad, pues puede incidir de forma muy relevante. También se realizará un estudio o referencia, según los casos, al **riesgo país** existente en función de la nacionalidad de la empresa o de la radicación de los centros de producción.

Por último, en el ámbito **negocial** habrá que estudiar las políticas de producción, publicidad y marketing, y las diversas estrategias planteadas para el desarrollo de la actividad. En particular, será importante analizar la situación del sector de actividad, la posición de la empresa objeto en ese sector y las posibilidades de crecimiento, todo ello en función de los documentos existentes (planes de actuación, políticas comerciales, etc.).

### 3.3.7. Informe de *due diligence*

Como resultado final de la *due diligence* se presenta un completo informe por cada uno de los grupos de trabajo designados, y a menudo también una parte común o un informe conjunto en el que se realiza un juicio global considerando todos los aspectos estudiados. Lo más deseable sería **un informe conjunto único**, pero resulta difícil lograr una conjunción de los varios grupos de trabajo, y además alarga mucho la emisión del documento.

En ese informe se suelen detallar tanto el **procedimiento de obtención de la información** (entrevistas efectuadas, documentos puestos a disposición, etc.) como las **fuentes de información** (documentos entregados por la empresa objeto, datos obtenidos de registros públicos, información de periódicos o revistas especializadas, etc.). Esta parte suele ser muy prolija y detallada, pues normalmente los encargados de la auditoría quieren demostrar que han efectuado su cometido con profesionalidad y detalle.

A menudo los grupos de trabajo van presentando **informes preliminares**, previos al final, con el fin de que el comprador pueda ver qué se ha comprobado y qué problemas pueden surgir, y de esta forma siga avanzando en su petición de más detalles o vaya reconduciendo la negociación.

El informe suele tener **tres partes** bien diferenciadas: una primera más bien **introdutoria**, en la que se señalan a grandes rasgos el trabajo efectuado y las principales conclusiones obtenidas; una segunda más **analítica** y detallada, en la que se exponen los resultados y conclusiones sobre cada aspecto comprobado, a menudo siguiendo el mismo esquema del «cuestionario preliminar»; y una tercera de **conclusiones** sobre cada aspecto y globales. Dentro de las conclusiones suele incluirse, al estilo de los informes de auditoría contable, un

juicio acerca de si se ha podido llegar a un **conocimiento real de la empresa** o si, en cambio, han existido limitaciones a ese conocimiento derivadas de la poca colaboración de la empresa objeto o de otros condicionamientos. Además, se suelen añadir anexos con copias de los documentos más relevantes o cuadros explicativos.

Este informe **se entrega a la persona** que lo encargó –que, como queda dicho, suele ser el comprador. No es común que el comprador **le pase una copia** a la empresa objeto, por varias razones: esta podría así aprovecharse de la labor realizada y pagada por otros; además, podría sentirse «ofendida» si se realizan juicios de valor negativos con los que no está de acuerdo. Pero sí se le suele entregar un resumen de las conclusiones generales, o de la parte que le interesa al comprador, para así reconducir la negociación o limar los aspectos que puedan ser más problemáticos en función del informe.

El informe de *due diligence* es muy **importante** para la culminación de la negociación, pues indicará si los presupuestos tenidos en cuenta acerca de la situación de la empresa son reales o no. Si lo son, podrá concluirse la negociación. En caso contrario, podría producirse un fracaso del proceso si el informe es muy negativo, o simplemente una reconducción o una renegociación de aspectos concretos. Así, si existen aspectos de la empresa que no se han podido conocer o de cuya corrección se duda, podrá negociarse la inclusión en las «manifestaciones y garantías» de una cláusula relativa a esos aspectos, y cargar a la empresa objeto con indemnizaciones si se derivan perjuicios por esas cuestiones. En otros casos, podrá exigirse a la empresa objeto que solucione problemas abiertos (por ejemplo, soluciones litigiosas, pasivos pendientes, conflictividad entre socios o con los trabajadores, etc.) como condición para llegar a la firma de la adquisición. Por estas razones, y como antes decíamos, el fin de la negociación está, lógicamente, muy pendiente del informe de *due diligence*; de ahí la fijación de unos plazos para su realización y la confección de los informes preliminares a la que hacíamos referencia.

### **3.4. Perfección del contrato. Contenido usual del contrato: las «manifestaciones y garantías»**

#### **3.4.1. Perfección del contrato de adquisición**

Cuando las partes llegan al acuerdo final, normalmente elevan dicho acuerdo a escritura para una mayor facilidad de prueba de la voluntad ya alcanzada. Pero, lógicamente, con la **perfección** del contrato –que se produce por el acuerdo, y no por la forma posterior que recoge dicho acuerdo– no termina el proceso. Se trata, más bien, del «comienzo del fin». Hace falta aún cerrar muchos trámites y hechos para lograr la «ejecución» del acuerdo. Esa fase posterior, normalmente denominada de «**cierre**» o *closing*, y que trataremos en el epígrafe siguiente, es muy importante y, de hecho, suele condicionar el acuerdo alcanzado. A menudo la consecución de los hechos posteriores –subrogación

en derechos, negociación con clientes y proveedores, autorizaciones administrativas, etc.– se establece como condición de la que depende la eficacia del acuerdo. El acuerdo resulta, sí, obligatorio, pero su **eficacia** depende de que se pueda lograr una sucesión real en la empresa, una transmisión real y efectiva de acciones o participaciones, o la adquisición de los activos enajenados.

Con independencia del «cierre», como decimos, normalmente el contrato de adquisición **se plasma por escrito** en documento público. En ese acto, uno de los problemas reales que suele plantearse es el de la suficiencia y constancia de los **poderes** para firmar el acuerdo, sobre todo cuando una de las empresas es extranjera. La persona que concurra en representación de cada una de las partes para firmar el contrato deberá tener poder suficiente, bien por ser administrador social –cuyo poder abarca, en los ordenamientos de la Unión Europea, al objeto social–, bien por haber sido apoderado para ese acto o con poder suficiente que lo cubra (por ejemplo, fue apoderado para realizar la negociación y firmar, en su caso, el contrato de adquisición). Si el apoderado no llega a la reunión (retrasos en el viaje, por ejemplo) o su poder no es suficiente, se suele firmar el «cierre» supeditando la eficacia a la firma o ratificación de la persona que falta. En estos casos, el que firmó puede revocar mientras no se produzca dicha ratificación (art. 1259 CC).

En ocasiones, además de la firma de las partes contratantes en el contrato, se hace constar la «**adhesión**» de terceros que no son parte pero que están afectados por la fusión o adquisición, y es conveniente que manifiesten estar de acuerdo con ella para facilitar el «cierre» o la fácil ejecución. Así pasará, por ejemplo, con los socios minoritarios –cuando se ha pactado una transmisión de un paquete de control–, con clientes de la empresa que se adquiere (y que asumen continuar su relación tras el cambio de control), o con entidades que financian la operación o que financian a la empresa adquirida. Esta adhesión también puede producirse en el momento del cierre, y no en el de perfección del contrato. La adhesión suele realizarse firmando una cláusula en la que este tercero manifiesta conocer la operación y se compromete, según su caso, a no oponerse a ella o no ejercitar su derecho de adquisición preferente, a continuar siendo cliente, a financiar la operación, a continuar la financiación de la empresa adquirida en los mismos términos que hasta ahora, etc.

En cuanto al **idioma** del contrato, el problema se plantea cuando ambos firmantes son de países de distinta lengua. En tales casos, comúnmente las partes habrán utilizado un idioma único para sus negociaciones –posiblemente, el inglés–, y a menudo optan por este en el contrato final. Otra solución es la de redactar el contrato en los dos idiomas, pero plantea bastantes problemas porque no siempre los giros y conceptos son fácilmente trasladables a otro idioma, y una traducción mal hecha puede dar lugar a serios problemas interpretativos. En ocasiones se señala que la redacción en uno de los idiomas es la «vinculante» y que la traducción al otro resulta más bien indicativa. En cualquier caso, todo depende del pacto de las partes.

### 3.4.2. Acuerdos parciales y acuerdo definitivo

Normalmente, en la negociación que llevan a cabo las partes con la finalidad de proceder a la adquisición, se va llegando a **acuerdos parciales** sobre temas diversos, algunos de ellos de importancia realmente sustancial (por ejemplo, el precio que se pagará por las acciones, el mantenimiento de la plantilla laboral, la continuidad de ciertas políticas de producción o comercialización, etc.). El problema se plantea cuando, en el momento final, no se cierra el acuerdo de adquisición. Estos acuerdos parciales ¿obligan a las partes? Y, habiendo llegado a ellos, ¿podría exigirse a la contraparte, que da por frustrada la negociación, que firme la adquisición?

En esta materia, obviamente, es importante la prueba acerca de la relevancia de esos acuerdos parciales para el acuerdo final. Si, por ejemplo, se han cerrado todos los frentes importantes y quedan cuestiones accesorias, y una de las partes «escudándose» en ellas niega el acuerdo definitivo, cabría la pretensión de que no es válida esa retirada y que debe **otorgarse el consentimiento definitivo**. Dicho de otro modo, ya está dado de forma implícita el consentimiento y podría exigirse judicialmente el otorgamiento «formal» de ese consentimiento (incluso con ejecución en específico por el juez, si es preciso, art. 708 LEC). Si, en cambio, hay elementos sustanciales aún no acordados, los acuerdos parciales no pueden suponer acuerdo definitivo, y **solo procedería una indemnización** (siempre presuponiendo que la retirada es injustificada). Este criterio es el que mantuvo la STS –Sala Cuarta– de 9 de marzo de 1998 (RJ 1998, 2372), en una negociación entre sindicatos y empresa en la que se llegó a acuerdos parciales, pero finalmente no se obtuvo un acuerdo final global. El Tribunal Supremo consideró que los acuerdos parciales no predeterminaban ni obligaban al acuerdo final.

Todo depende, también, del **nivel de precisión existente acerca de cuál era la finalidad** de la negociación –lo cual normalmente se determina en la «carta de intenciones» o en los documentos previos–, para precisar si los acuerdos parciales suponen de hecho obtener dicha finalidad. Y, por supuesto, proponemos la solución según derecho español, pues en otros ordenamientos, como los anglosajones, parece existir una mayor disposición a que el juez pueda colmar elementos esenciales no pactados, si los acuerdos parciales son relevantes y se puede probar el abuso de la parte que pretende retirarse.

También podría darse el caso de que los acuerdos parciales a los que ya se ha llegado puedan ser **ejecutables por sí**, con independencia, o incluso a pesar, de que no exista acuerdo final. Dependerá de que ese acuerdo parcial sea por sí satisfactorio para las partes y de que la voluntad de las partes haya sido mantenerlo sin vincularlo con el acuerdo final (por ejemplo, las partes convinieron en crear una sociedad conjunta para comercializar sus productos en otros mercados, y posteriormente la negociación continúa acerca de una posible adquisición de acciones que luego no prospera).

### 3.4.3. Contenido usual del contrato (I): directivos, continuidad de políticas, modificaciones estatutarias

Sería imposible determinar de forma detallada cuál es el contenido usual del contrato, pues la variedad de cláusulas es inmensa y en cada caso concreto se utilizarán o serán precisas unas u otras. Pero con independencia de ello, cabe señalar algunos contenidos más relevantes.

Un elemento importante suele ser el relativo al **mantenimiento de los directivos** de la sociedad que se va a adquirir. Aunque se trata, obviamente, de una cuestión que no afecta en sí misma a la sociedad adquirida, como son los administradores quienes realizan la negociación a menudo buscan mantener su posición o, en otro caso, obtener una cantidad sustancial por cesar en sus cargos. Por eso el acuerdo suele incluir previsiones a este respecto, bien de mantenerlos en un cargo directivo concreto, bien de cómo indemnizarlos en caso contrario.

En línea con lo anterior, pero desde un punto de vista más acorde con el «interés social» de la adquirida, no es infrecuente que en el acuerdo se determine la política de actuación que la adquirente piensa realizar con la adquirida, las **previsiones de gestión futura** (si se va a mantener la actividad o el mercado de actuación, políticas de expansión, medidas de mantenimiento de empleos, etc.). De esta forma, a la hora de ejecutar la operación, las personas interesadas (el socio que vende ante la OPA formulada, el socio –de la adquirente y de la adquirida– que vota o se opone a la fusión, etc.) sabrán qué implica esa adquisición para ambas entidades y, por lo tanto, su «declaración de aceptación» podrá ser verdadero consentimiento.

Por último, y simplemente poniendo de manifiesto algunos de los aspectos más relevantes, también suelen establecerse **modificaciones estatutarias** que bien son precisas para la efectividad de la adquisición, bien se plantean realizar una vez efectuada esta. Entre las primeras es muy común que la «sociedad anónima objeto» que tenga cláusulas limitativas del número de votos que podrá ejercer un solo socio (art. 188.3 LSC) deba eliminarlas con carácter previo, para con ello permitir que el futuro adquirente tenga un número de votos proporcional a su participación (o, dicho de otra forma, al precio que va a pagar por un «paquete de control» que solo es tal si no existen esas restricciones; hay que tener en cuenta a este respecto lo previsto en los arts. 135.2 LMV y 527 LSC). Entre las segundas, las antes mencionadas previsiones de gestión futura a menudo se traducirán en modificaciones estatutarias concretas (ampliación de capital, cambios en el objeto social, etc.), o se precisará de una nueva forma de órgano social para mantener a los administradores antiguos y dar entrada a los nuevos.

### 3.4.4. Contenido usual del contrato (II): las «manifestaciones y garantías» (*representations and warranties*)

#### Las «manifestaciones y garantías»: concepto y contenido

En los contratos de adquisición de empresas es común incluir una larga serie de *representations and warranties*, esto es, de cláusulas mediante las cuales el vendedor «representa y garantiza» **variadas características y circunstancias** relativas a la sociedad objeto. La traducción literal del término inglés es equívoca, pues se trata más bien de «manifestaciones» sobre circunstancias de la empresa, y «responsabilización» acerca de su veracidad y corrección. Por eso utilizaremos la expresión española, de uso común entre nuestros autores, de «manifestaciones y garantías».

Ciertamente, esta técnica es **ajena a nuestra tradición cultural jurídica**, pero, como veremos en el siguiente subepígrafe, supone una forma útil de asegurar una responsabilidad del vendedor si la empresa adquirida no cumple las características que dicho vendedor manifestó que tenía, y facilita la reclamación por encima de los remedios clásicos que otorga nuestro derecho (y la mayoría de los derechos de nuestro entorno).

Estas «manifestaciones y garantías» pueden otorgarse en las **negociaciones previas**, antes o después de la eventual «carta de intenciones», pues suponen fijar las características que tiene la empresa objeto, y permiten así negociar sobre el precio de esa empresa (según el caso de sus activos, de sus acciones o participaciones, etc.) y las demás características de la adquisición. Esa declaración se suele realizar en un documento específico, calificado a menudo como *letter of disclosure* (pues supone una información o puesta de manifiesto de datos internos y confidenciales), o se recoge en los documentos previos de la negociación, como los *memorandum of understanding* (que, como vimos, son documentos más genéricos que sirven para fijar las bases de la negociación que se comienza, y que suelen contener estas *representations and warranties*). Como es el punto de partida de la negociación, si se varían durante esta bien en el **contrato de adquisición**, bien en el momento del **cierre**, se fija de nuevo cuáles son las «manifestaciones y garantías» del vendedor (bien en el propio contrato o documento de cierre, bien en documentos aparte).

De esta forma, como parte del contrato o por remisión se fija qué características tiene la empresa según el vendedor y, por lo tanto, de qué responderá si tales manifestaciones son incorrectas. Por eso se suele establecer que estas representaciones son los únicos compromisos adquiridos por el vendedor (*entire agreement clause*). Además, se suele enfatizar no solo que se realizan esas manifestaciones, sino que estas son completas y no existen otras contingencias que puedan afectar a la empresa adquirida. Este destaque responde a que se quiere dejar constancia expresa de que dichas «manifestaciones y garantías» son **parte integrante del contrato** y han determinado la voluntad de ambas partes en la negociación. De esta manera, en los casos de falsedad o incorrec-

ción no cabe alegar que dichas manifestaciones fueron simplemente declaraciones de intención o motivos de las partes que no afectan a la esencia del consentimiento.

El **contenido** de estas cláusulas es usualmente el mismo en la mayoría de los contratos, y nos remitimos a los materiales que se manejen en este posgrado. Normalmente responden al siguiente esquema (Carrasco Perera): cuestiones societarias (constitución de la empresa, capital, estatutos y demás actos de relevancia social inscritos en el Registro Mercantil, identidad de administradores y vigencia de sus poderes, identidad de los auditores, poderes conferidos); estados financieros y libros contables (se anexan las últimas cuentas, con afirmación de que están aprobadas por la junta, y se asevera que no ha habido cambios sustanciales –ventas de bienes relevantes, inversiones extraordinarias, etc.); situación fiscal (se está al corriente del pago de impuestos); principales contratos existentes (proveedores y clientes relevantes, distribuidores); derechos de propiedad industrial e intelectual de los que se es titular o usuario; principales activos; seguros concertados; situación laboral (contratos laborales, convenios colectivos vigentes, se está al corriente de cotizaciones y no hay pagos pendientes, cumplimiento del plan de prevención de riesgos); situación administrativa (licencias precisas para el ejercicio de la actividad, cuestiones medioambientales, si es el caso), y litigios pendientes, entre otras.

### **Sentido y función de las «manifestaciones y garantías». Las consecuencias de la *misrepresentation***

La explicación de por qué se operan estas «manifestaciones y garantías» tiene que ver con el sistema anglosajón, según el cual el vendedor no tiene una obligación de manifestar al comprador los secretos o las circunstancias del bien que se vende, y es dicho comprador el que debe comprobar y precaverse frente a los posibles vicios o problemas del bien. Es la aplicación de la regla latina *caveat emptor*. Por esta razón, el comprador examina a fondo la empresa que va a adquirir mediante la *due diligence*, ya estudiada, pero además negocia con el vendedor que le garantiza este acerca de la situación de la empresa, para de esta forma asegurarse la posibilidad de reclamación si la situación real no es esa. Estas «garantías» se hacen constar como parte fundamental del contrato para permitir la reclamación.

Este sistema supone, para el comprador, una serie de **ventajas respecto de las soluciones «clásicas»** a las que debería acudir en el caso de vicios ocultos o de que la situación real de la empresa no fuera la presupuesta por él:

- No hay que **demostrar ignorancia ni fraude del vendedor** acerca de la incorrección, pues responde con independencia de que conociera o no la circunstancia no manifestada, de que su error fuera evitable o no, o de que actuara fraudulentamente.

- No hay que demostrar que el **error** –de existir– sea **esencial o relevante** para el uso al que se destinaba el bien, pues ya se estableció en el contrato que todas las manifestaciones eran parte sustancial del contrato.
- No hay que demostrar que el **comprador no conocía este hecho** que no se correspondía con la manifestación. Sin embargo, en este punto sí deben realizarse ciertas matizaciones. Aunque la cuestión es discutible, cabría sostener que, si se puede demostrar el conocimiento efectivo por el comprador de la circunstancia, no podría luego alegar su falta de correspondencia con la manifestación (doctrina de los actos propios o consideración de esa reclamación como contraria al deber de buena fe). En todo caso, también parece que sería admisible que las manifestaciones y garantías se estipulen dejando claro que el vendedor responde de toda *misrepresentation*, la pudiera conocer o no el comprador, configurando así las «manifestaciones y garantías» como una cobertura objetiva de riesgos.
- En el caso de **venta de acciones o participaciones**, se logra que los vicios ocultos de estas no sean –solo– los relativos a posibles gravámenes, sino que se ligan tales acciones o participaciones a las características de la empresa vendida. El comprador de acciones no puede reclamar, en virtud del título de compra, si la empresa es poco solvente, pues la acción vendida se le ha entregado y sigue siendo la parte alícuota del capital que se le vendió; tendría que articular su reclamación con base en posibles engaños de quien le vendió manifestando una situación irreal. Con las «manifestaciones y garantías» se logra este efecto de vincular las cuotas sociales con la situación económica y financiera de la empresa.

Las «manifestaciones y garantías» se configuran así como «**asignaciones contractuales de riesgos**» (Carrasco Perera), un acuerdo entre las partes acerca del ámbito de responsabilidad del vendedor. Esta asignación, válida conforme al principio de libertad de pactos, se corresponde también con la lógica económica: de esta forma el vendedor logra que el comprador no descuenta del precio la inseguridad por no conocer qué está adquiriendo, y también evita que tenga que incurrir en cuantiosísimos gastos –que también descontaría del precio– investigando la solvencia real de la empresa. De esta forma soluciona la asimetría de información existente, dando incentivos al vendedor para revelar la verdad acerca de su empresa.

Cabe pensar que, ante la existencia de estas manifestaciones y de la responsabilidad por su incorrección, no es ya precisa la **labor de *due diligence***, pues el comprador tiene asegurada la posibilidad de reclamación. Pero, obviamente, las «manifestaciones y garantías» no hacen innecesaria la labor de auditoría, por varias razones. Entre ellas: a) el comprador quiere adquirir una empresa que responda a sus necesidades concretas, y por eso comprueba la correspondencia de la empresa objeto con estas; b) la posible responsabilidad del vendedor no siempre será de fácil y total ejecución, y pocas veces dejará realmente indemne al comprador.

En todo caso, y como antes se señaló, existe una cierta correspondencia entre las «manifestaciones y garantías» y el alcance o profundidad con la que se realice la *due diligence*. Cuanto más amplias sean aquellas y cuanto más fácil de ejecutar sea la responsabilidad, menos necesario es profundizar en la auditoría de la empresa. Además, y como acabamos de expresar, el conocimiento por el comprador de la existencia de una circunstancia que



no se manifestó puede jugar contra dicho comprador si luego quiere reclamar con base en ella (salvo que se haya configurado la responsabilidad por las «manifestaciones» de una forma objetiva).

Los **remedios a la falsedad o simple incorrección** de las «manifestaciones y garantías» pueden resumirse en tres posibilidades de reclamación:

1) Reclamación por **vicios ocultos**, pues el «bien» no responde a las características que se le presuponían. Obviamente, es la vía más problemática, fundamentalmente por el escaso plazo para reclamar (seis meses en la compra civil, y treinta días en la mercantil), y porque debe demostrarse el conocimiento del vendedor si se desea indemnización de daños y perjuicios (art. 1486.II CC). La ventaja frente a otros sistemas es que puede pedirse una reducción del precio sin probar que el vicio le causó daños.

2) Acción de **incumplimiento**: al haberse estipulado que las «manifestaciones» son parte integrante y sustancial del contrato, su incorrección supone incumplimiento. Si la incorrección afecta sustancialmente al equilibrio contractual, podría pedirse la resolución; en todo caso, sería exigible la indemnización de daños y perjuicios, si bien puede ser difícil demostrar la cuantía real de estos. Por eso puede acudir a una indemnización mínima por *misrepresentation*, como luego veremos. El plazo para la reclamación es de cinco años (art. 1964 CC).

3) Acción por **dolo** del vendedor: si bien habría que demostrar dicho dolo, esto es, que el vendedor conocía que la manifestación no era correcta. Si el dolo es sustancial, procederá la anulación, pero en otro caso obligará a indemnizar daños y perjuicios (art. 1270 CC). Para anular el contrato, el plazo es de cuatro años; para reclamar indemnización por dolo incidental, el plazo es de cinco años (art. 1964 CC).

Normalmente, para evitar las posibles excepciones basadas en la incorrección de la vía de reclamación seguida, es común **pactar una responsabilidad automática** por *misrepresentation*, que sería así exigible *ex contractu*, sin necesidad de alegar preceptos legales y requisitos más o menos complejos. Esta responsabilidad pactada, además, puede modalizarse con montantes mínimos – como luego veremos –, o con la fijación de las formas de determinación de la cuantía de la indemnización de daños y perjuicios. En estos supuestos, al establecerse un régimen específico para los casos de falsedad o incorrección de las «manifestaciones», la parte perjudicada ya no podría acudir al mecanismo resolutorio del artículo 1124 CC –salvo, lógicamente, que se haya reservado esa posibilidad en el contrato–, pues se entiende que «sustituye» el régimen legal por el pactado. Mayores problemas plantea si este pacto excluiría la anulación en el caso de dolo sustancial, pues la doctrina considera que esta anulabilidad por dolo no es renunciable y constituye un régimen establecido de forma imperativa.

Un último problema al que queremos hacer referencia en este apartado es el relativo a la responsabilidad en el caso de **venta de acciones o participaciones**. En estos supuestos, el que realiza las «manifestaciones» y responde es, lógicamente, el socio vendedor, mas no la sociedad objeto –que no es parte en el contrato. Por eso puede interesar que en el contrato los administradores de la sociedad objeto –que comúnmente son o «representan de hecho» a los socios vendedores– realicen, actuando como tales administradores y en nombre de la sociedad, una asunción de responsabilidad por esas «manifestaciones y garantías». Lógicamente, los administradores responden de la diligencia de su actuación, algo a lo que luego haremos referencia (epígrafe «El papel de los órganos sociales en la negociación de la adquisición»). De igual forma, en los casos de venta de empresa puede exigirse a los administradores que asuman solidaria y personalmente la responsabilidad por la posible incorrección de las «manifestaciones».

### **Cláusulas de limitación de la responsabilidad por *misrepresentation* y de fijación de límites temporales a la reclamación. Formas de aseguramiento del ejercicio de dicha responsabilidad**

Como acabamos de señalar, es muy común el pactar expresamente cómo se articula la responsabilidad por *misrepresentation*. En esta labor se incluyen **cláusulas limitativas de la responsabilidad** del vendedor, bien en la cuantía, bien en cuanto al tiempo de ejercicio.

- Fijación de una **cuantía mínima para poder ejercitar la reclamación**. Opera así como una especie de «franquicia de responsabilidad» y también como una previsión pactada de que una *misrepresentation* con consecuencias mínimas se admite sin consecuencias (por decirlo de otra forma, el precio pactado incluye este posible incremento para el comprador). Si existen varias reclamaciones, parece que habrá que sumar todas ellas para ver si exceden, y en tal caso exigir la responsabilidad por la cuantía total. También plantea problemas considerar si, superando una reclamación la cuantía mínima, es exigible por el todo o hay que descontar ese mínimo (operaría así como un «mínimo exento de responsabilidad»), por lo que es mejor pactar expresamente este aspecto.
- Fijación de una **cuantía máxima** de la responsabilidad. Por ejemplo, el máximo exigible es el precio recibido, o una cuantía determinada de forma convencional.
- Fijación de una **cuantía mínima pactada como daños y perjuicios**, sin necesidad de demostrar tales daños; lógicamente, si se puede demostrar que los daños exceden de esa cuantía, sería exigible el daño real. De esta forma se elude el requisito de la probanza de los daños, que a menudo impide de hecho la reclamación o la dificulta por problemas de no exigir una cuantía excesiva y que provoque una desestimación con condena en costas.

- Fijación de un **plazo temporal dentro del cual tiene que manifestarse la *misrepresentation***. Ello no acortaría el plazo de reclamación, que nacería con la manifestación de la incorrección de lo garantizado por el vendedor.
- Fijación de un **plazo de prescripción** para la reclamación más corto que el de cinco años.

La licitud de todas estas estipulaciones parece fuera de duda, dado el principio de libertad contractual. La solución sería distinta si una de las partes fuera consumidor, pues más de una de estas cláusulas sería «abusiva». Pero al ser un pacto entre empresarios o personas que actúan con un propósito profesional, la cuestión es distinta.

Ciertamente, se ha planteado la aplicación por analogía del concepto y régimen de las cláusulas abusivas a los casos de empresarios que se encuentren frente al otro en una posición de debilidad económica. Pero en los negocios que ahora comentamos dudamos de que pueda ocurrir este supuesto y, en todo caso, las cláusulas favorables al «empresario débil» –por ejemplo, acortamiento del plazo de prescripción a favor del socio persona física vendedor de acciones o participaciones– sí serían válidas.

Para **asegurar el cumplimiento** de esta posible responsabilidad por *misrepresentation*, es común también el recurrir a algún tipo de pacto. En concreto, y aparte de las medidas clásicas como avales o garantías de terceros solventes, uno de los medios es «**bloquear**» **parte del precio**, o no realizar todo el pago hasta que haya transcurrido un tiempo establecido. La práctica de las cuentas bancarias bloqueadas (*escrow accounts*) consiste en que parte del precio, en la cuantía que se estima adecuado para responder por posible incorrección de las «manifestaciones», se ingresa en una entidad financiera a nombre del vendedor, pero con la imposibilidad de disponer del saldo resultante hasta pasado un plazo –el que se ha fijado como tiempo máximo durante el cual pueden manifestarse las *misrepresentations* u otro–, transcurrido el cual, y si no existe reclamación del comprador, el dinero podrá ser entregado al vendedor a su requerimiento.

Este sistema es similar al seguido en cuanto a las retenciones de parte del precio en otros ámbitos, como la construcción. El comprador bloquea o retiene parte del precio, y lo dará al vendedor cuando compruebe que no existe reclamación alguna entre ellos. De existir esta, puede haberse pactado una compensación o simplemente la no entrega hasta que se resuelva el litigio. Dogmáticamente no está claro si el dinero «bloqueado» es del comprador –que aún conserva la retención– o del vendedor –que no lo puede utilizar–, si bien normalmente los intereses que pueda producir se pagan al vendedor.

### **3.5. «Cierre» de la adquisición (*closing*)**

#### **3.5.1. La fase de ejecución de las prestaciones o *closing***

Fácilmente se comprenderá que la ejecución de las prestaciones derivadas de un contrato de adquisición supone una gran complejidad, tanto mayor en función de la forma de adquisición elegida. Por eso, después de firmado el contrato de adquisición, a lo que hemos hecho referencia en el epígrafe anterior, es preciso realizar toda una serie de actos para consumir la entrega y el

pago del precio o la permuta acordados. Esta fase de ejecución de actos precisos para hacer efectivo el acuerdo se denomina, en términos anglosajones, *closing*, y en España se utiliza la expresión *cierre*, por ser la traducción directa, aunque serían más apropiados los términos *ejecución* o *consumación*.

El «cierre» suele tener, a su vez, las siguientes **fases**:

- a) Elaboración de una **lista** de actos precisos para ejecutar las prestaciones (*closing check lists*).
- b) **Cierre** propiamente dicho, que suele ser un acto formal en el que las partes dan por cumplidas las prestaciones, firmando normalmente la correspondiente escritura pública.
- c) **Poscierre**, que supone la comprobación de algún acto pendiente o la extinción de las garantías pactadas.

Debe notarse que el cierre supone un contrato de adquisición ya perfecto, de forma que el acto formal a que acabamos de hacer referencia no es el acuerdo de adquisición, que ya existe, sino la confirmación de que las prestaciones se han ejecutado. Estamos en una fase de **consumación**. Por otro lado, esto es lo común en la mayor parte de los contratos, en los que la perfección no suele suponer cumplimiento instantáneo o coetáneo de las prestaciones. También es lógico no posponer la perfección al cumplimiento de todos estos actos, pues precisamente muchos de ellos precisan, para ser realizados, de la seguridad de que el negocio ya está perfecto y obliga a las partes.

Lógicamente, si las prestaciones no se ejecutan existiría un **incumplimiento**, con las consecuencias que se hayan pactado o, en su defecto, las legales. Si la prestación incumplida es esencial (por ejemplo, no se ha pagado el precio), lo normal sería instar la resolución del contrato. Si, en cambio, los actos no ejecutados eran más bien accesorios o no definitivos, lo común es haber pactado una corrección del contrato.

Por ejemplo, si no se logra la cancelación de un préstamo del vendedor y dicho crédito debe ser asumido por el comprador, se reducirá el precio en ese montante. O, viceversa, si las entidades financieras no admiten la subrogación del comprador en ciertas deudas del vendedor, el precio se incrementará en esa medida. De igual forma, si alguno de los clientes del vendedor no mantiene su relación con el comprador, lo normal es haber pactado una reducción del precio en función de la relevancia de ese cliente para la facturación de la empresa. En definitiva, en el propio contrato se suelen establecer las consecuencias de que alguno de los actos «accesorios» no pueda ser logrado. Solo si el acto era sustancial para la adquisición (no se otorgan las autorizaciones administrativas precisas para el cambio de titularidad, prohibición de la concentración por las autoridades de competencia, impago del precio, etc.), su frustración daría lugar a la posibilidad de resolución del contrato por incumplimiento de la prestación principal.

Lo común es fijar, en el contrato de adquisición, una **fecha y lugar** (normalmente, la notaría donde se piensa otorgar la escritura pública) para celebrar el cierre, en el momento en el que se calcula que todos los actos de ejecución puedan haberse realizado. Aunque el calendario podrá ser luego modificado,

la fijación de la fecha sirve como referente del momento en el que se calcula que estará cerrada la operación, y psicológicamente cumple el efecto de dar seriedad al negocio y de motivar a las partes para cumplir ese plazo.

### 3.5.2. La preparación del cierre: la *closing check list*

Como instrumento práctico adecuado para realizar el cierre se elabora la llamada *closing check list*, en la que se anotan todos y cada uno de los actos necesarios para consumar la operación de entrega y pago del precio. Normalmente la elabora el comprador, pero a menudo interviene también la sociedad objeto para añadir precisiones, o ella elabora un borrador que luego completará el comprador.

En estas listas se suele señalar:

- a) dentro de un grupo de actos, cada **acto** concreto que se realizará –por ejemplo, transmisión de los locales o arrendamiento a los compradores;
- b) la **persona** que se va a encargar de ese acto concreto;
- c) los **documentos** que serán precisos; y
- d) el **plazo** para la ejecución (bien una fecha concreta, bien –cuando el acto depende a su vez de otro precedente– unos días más posteriores al acto previo).

De esta forma, resulta más fácil y plástico ir controlando que se van obteniendo los documentos precisos para cada actuación y que dicha actuación se realiza. La complejidad y el número de las operaciones que se realizarán pueden ser tan grandes que de esta manera se obtiene algo de claridad y un mejor control de los logros en la consumación. En cuanto al calendario fijado, ciertamente es indicativo, pero introduce la presión psicológica de ir cumpliendo adecuadamente los plazos. Si la ejecución se va retrasando, es bueno readecuar los plazos, pero siempre introduciendo un poco de presión, para evitar que la ejecución se prolongue *sine die*.

### 3.5.3. Actos de ejecución precisos para llegar al cierre

Resultaría, ahora, excesivamente prolijo detallar todos y cada uno de los posibles actos de ejecución que son precisos para consumar la operación. Depende del tipo de adquisición que se realice –fusión, adquisición de activos, compra de acciones, *joint venture*–, y es algo no específico de este temario, sino propio del régimen general de cada uno de los actos que se realiza. De todas formas, pueden señalarse unas pautas generales.

En cuanto al **pago del precio** por el comprador, deben por supuesto distinguirse los casos de entrega de dinero con otros de fusión o de permuta (se entregan acciones propias a cambio de las de la empresa objeto, o de los activos de esta).

a) Por lo que respecta al pago del precio, en adquisiciones pequeñas suele optarse por la entrega de **cheques o títulos valores**, aplicándose la regla del artículo 1170 CC (el pago no se entiende hecho hasta la satisfacción del título). Cuando el montante de la operación es mayor resulta más común operar mediante **transferencias**, lo que plantea el problema de tener que escriturar el cierre cuando la orden de transferencia se ha emitido, pero el dinero aún no ha llegado a las cuentas del vendedor. En estos casos la consumación solo operará, obviamente, cuando llegue el dinero, y si esto no ocurre el contrato habrá sido incumplido. Hay que tener en cuenta que en muchos casos el pago se realiza justo en el momento de «escenificar el cierre» mediante el otorgamiento de escritura, y eso plantea el problema señalado (se entregan títulos que aún no se han hecho efectivos o se acreditan emisiones de transferencia que aún no han llegado).

b) Si la operación es una **fusión**, habrá que realizar todos los actos previstos en la LME de preparación de la fusión, emisión de informes y toma de los acuerdos de fusión. Algunos de ellos pueden haber sido previos a la perfección del contrato, pero lo común es que sean posteriores, pues la fusión se propone a los socios una vez que se ha llegado al consentimiento con los gestores de la beneficiaria de la fusión para proceder a esta.

c) Por último, puede que el precio sea la **entrega de acciones propias**, de forma que los socios de la empresa objeto se integran como socios de la adquirente (normalmente, como socios minoritarios. Puede darse el caso de socios comunes a ambas entidades, que aumentan su participación en la adquirente). En tales supuestos, bien se pagará con acciones propias, mantenidas lícitamente en autocartera (arts. 144 y sigs. LSC), bien se tendrá que realizar un aumento de capital con supresión del derecho de suscripción preferente (arts. 295 y sigs. LSC, con especial atención al art. 308 LSC, que regula la supresión del derecho de suscripción preferente).

Por lo que se refiere a la entrega de la empresa objeto, también hay que distinguir los supuestos de venta de las acciones o participaciones y los de entrega de activos. La **venta de las acciones o participaciones** exigirá el negocio de **transmisión** (ved el epígrafe «Formalización de la transmisión») y que todos los socios vendan, o los que no quieran hacerlo no ejerciten los posibles derechos legales o estatutarios de **adquisición preferente** (o, en su caso, y si es posible, la previa supresión en junta general de modificación de estatutos de tales derechos). Por otro lado, será precisa la **entrega de los libros socia-**

les, así como la **revocación de los poderes** de los antiguos administradores y apoderados –con su consiguiente comunicación a terceros e inscripción en el Registro Mercantil– y el nombramiento e inscripción de los nuevos.

En algunos casos, la oposición de los socios minoritarios a la venta, así como su disposición a ejercitar el derecho de adquisición preferente, puede frustrar la adquisición de un «paquete de control» ya acordada, por lo que resulta conveniente suprimir las cláusulas estatutarias existentes al respecto o asegurarse la voluntad de los minoritarios (ved lo dicho en el epígrafe «Restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones»). Como la negociación normalmente se produce entre los administradores, a veces los socios minoritarios no conocen la operación hasta que está perfeccionada, y entonces surgen las conversaciones para convencerles de que vendan al precio fijado.

Cuando la adquisición se realiza mediante **venta de activos**, será preciso establecer una **lista de los bienes y derechos** que integran el objeto de transmisión. A su vez, cada bien y derecho tendrá su **régimen propio de transmisión** y habrá que seguirlo –escritura pública para la transmisión de inmuebles, entrega de los muebles, cesiones o licencias de patentes y marcas, subrogación en los diversos contratos existentes con el consentimiento de la contraparte, etc.– (ved el epígrafe «La compra de empresa»).

Hay que destacar que no siempre se procede a una transmisión de la titularidad de los bienes, pues por razones fiscales, financieras, de amortización de préstamos personales, de imposibilidad o inconveniencia de subrogación en las garantías o de aprovechamiento de coyunturas diversas, puede interesar que la propiedad siga siendo formalmente de la empresa objeto, y el comprador contrata un arrendamiento u otro negocio que le permita el uso del bien.

En todos los casos, además, suele existir una serie de **obligaciones comunes para lograr la transmisión**. Así, en cuanto a la «**fidelización**» de la clientela con el nuevo empresario. No solo se trata de que el adquirente se subroge en los contratos ya vigentes y pendientes de ejecución, sino de comunicar el cambio de empresario a los clientes y darles la confianza de que el trato va a ser igual que antes. Además, a menudo se asume por pacto la no competencia de la empresa objeto en ese mismo espacio territorial durante un tiempo, para conseguir que el adquirente pueda consolidar su confianza en los clientes.

Los **pactos de no competencia del enajenante** son comunes en muchos negocios de este tipo, así como en los contratos de agencia o distribución. Aunque contrarían el principio de libre empresa y el derecho de competencia, el derecho comunitario admite su licitud si están limitados en el tiempo –dos años para el caso de la agencia– y se refieren a la misma actividad y al mismo territorio en el que operaba el enajenante.

Por otro lado, será preciso un cierto asesoramiento en lo que podríamos considerar el «**secreto industrial**» o *know-how* de la empresa, las prácticas comerciales utilizadas, los secretos de producción, etc., lo cual suele lograrse con una comunicación de dicho *know-how* y, a menudo, acompañado de un asesoramiento personalizado al comprador durante el tiempo inmediatamente posterior a la adquisición (salvo que el personal de la empresa siga siéndolo con el adquirente, en cuyo caso no será preciso).

Por último, una transmisión perfecta exigiría la **asunción por el adquirente de todos los créditos, deudas y relaciones negociales** que tenía la empresa objeto (o, en su caso, que hacían referencia a los bienes transmitidos). Cierta-

mente, cuando existe un cambio de accionistas, la persona jurídica empresa sigue siendo la misma, pero puede haber cláusulas de resolución de contratos por cambio de control, y en tales casos hay que negociar la persistencia del contrato pese a la modificación. Por otro lado, a menudo los socios de la empresa objeto habían asumido personalmente avales o garantías a favor de la empresa, los cuales tendrán que ser cancelados o renegociados para lograr la relevación de aquellos. En fin, no hay que olvidar que en el caso de fusión existe un derecho de oposición de los acreedores (art. 44 LME).

Como antes hemos señalado, cada uno de estos actos de ejecución pueden tener mayor o menor relevancia, y **no poder llevarlos a cabo** tendrá sus lógicas consecuencias en la operación. Así, la no realización de actos de importancia sustancial –como el pago del precio– supondrá incumplimiento y permitirá resolver o pedir la ejecución. En cambio, la no realización de actos accesorios normalmente se pactará que dé lugar a una rectificación en el precio o en otras condiciones.

#### **3.5.4. El acto de «cierre». La reproducción de las «manifestaciones y garantías»**

Realizados ya todos los actos de ejecución, y en su caso rectificadas algunas características de la transacción en función de los resultados alcanzados, se suele llevar a cabo un **acto formal de «cierre»** de la negociación para dar testimonio de que ambas partes dan por consumadas todas las prestaciones derivadas de la adquisición. Este cierre no supone una renovación del consentimiento, que ya está emitido, sino una comprobación de la ejecución. Normalmente se procede al otorgamiento de una escritura pública, para una mayor facilidad de prueba.

En este acto suele realizarse una **reproducción de las «manifestaciones y garantías»**. Esto es, se reitera que nada ha cambiado respecto de lo recogido como manifestaciones y garantías en el contrato de adquisición; o, en el caso de que existan modificaciones relevantes derivadas de no haber logrado todos los actos de ejecución, se modifican las «manifestaciones» entonces realizadas. De esta forma se pueden incorporar los cambios habidos o «actualizar» las manifestaciones en función de los hechos transcurridos desde la perfección. Desde luego, si los cambios producidos o los hechos nuevos conocidos trastocan por entero el equilibrio de la operación, lo lógico sería poder resolver el negocio, y normalmente así se pacta en el contrato de adquisición.

#### **3.5.5. El «poscierre»**

La doctrina (Álvarez Arjona, Álvarez Vega, Fontes) suele denominar **«poscierre»** a un conjunto de operaciones necesarias para culminar la operación y que no pueden realizarse antes del cierre, o que simplemente se dejan para un momento posterior. Es evidente, en efecto, que después del «cierre» formal pueden quedar por realizar muchos actos de importancia menor para la operación.



La ejecución de la adquisición está realizada –por ejemplo, se han transmitido todos los bienes o acciones–, pero pueden faltar actos complementarios –por ejemplo, la inscripción en cada registro correspondiente de las transmisiones– que se dejan para después del cierre. De esta forma este no se difiere demasiado. Si se esperara hasta la total ejecución de todas las operaciones –por ejemplo, hasta el total pago del precio–, el cierre formal podría diferirse incluso años, lo que daría un aire de provisionalidad o de imperfección a la operación que no es adecuado. Por eso lo mejor es practicar dicho cierre cuando todos los actos de ejecución están realizados, aunque falten aún actos complementarios de aquellos.

Entre los actos que pueden **incluirse** en el «poscierre» podemos señalar:

- Pago de **impuestos** por las transmisiones o por las operaciones societarias realizadas.
- **Inscripción** en los diversos registros públicos o privados correspondientes de las transmisiones habidas (de acciones o participaciones –libro registro de socios–, de bienes, de créditos, etc.).
- **Pago** total del precio acordado –que, si es alto, puede diferirse varios años–, con la correspondiente cancelación de las garantías conforme se van pagando los plazos o al final del pago.
- Posibles consecuencias de que algunos clientes o proveedores **resuelvan** sus contratos a causa del cambio de control, con base en cláusula o regulación legal que así lo permita.
- **Subsanaciones y complementos** a los documentos públicos y privados otorgados. Suele ser común que, a estos efectos, el vendedor apodere al comprador para que subsane en su nombre errores formales y materiales.

### **3.6. Referencia a la adquisición mediante negociación con varios posibles adquirentes**

En ciertos casos, la adquisición puede partir de la iniciativa del vendedor –y no del comprador, como es lo normal. Diversas razones pueden mover a ello: empresario con paquete de control que desea retirarse o vender su empresa, inversor que desea liquidar su inversión, etc. En estos casos, si la empresa que se va a enajenar es realmente rentable y apetecible, la venta puede instrumentarse mediante una especie de «oferta para concursar» que se lanza al mercado para que los adquirentes interesados «pujen» por esa adquisición, ofreciendo los mejores precios o condiciones. Esta técnica es parecida a la que se realiza en los «créditos subasta» cuando la empresa que se va a financiar tiene la suficiente solvencia.

En estos casos se plantean ciertas particularidades respecto del proceso de negociación que hemos expuesto en los apartados anteriores. En primer lugar, el **anuncio para el concurso** puede instrumentarse como una verdadera **oferta** (con todos los elementos esenciales del contrato prefijados o con las bases para su determinación), por lo tanto vinculante para el oferente, que además se compromete a no revocarla –aunque el anuncio ya presupone implícitamente esa irrevocabilidad–; o como una **«invitación a ofertar»**, para que cada concursante presente sus propias condiciones de adquisición (normalmente, dentro de unos límites mínimos e iguales para todos, prefijados en el anuncio).

Obviamente, en el primer caso la oferta vincula al vendedor, y en el segundo supone una simple invitación no vinculante. Todo dependerá de la forma en que se configure el anuncio y, también, de las características de este. Los vendedores suelen preferir la calificación de «invitación a ofrecer» para no sentirse vinculados por ninguna de las características del anuncio o para considerarse más libres en su elección. Sin embargo «los contratos son lo que son, y no lo que las partes [en este caso, el oferente] dice que son». Si el anuncio realmente configura una oferta, por sus características y la fijación de los elementos esenciales, existirá verdadera oferta y una actuación arbitraria podría calificarse como culpa *in contrahendo* (aunque a menudo las consecuencias prácticas no serán muy distintas, al menos conforme a la escasa recepción que en nuestros tribunales tiene la configuración de la responsabilidad precontractual como distinta a la extracontractual).

En segundo lugar, en estos casos, y por razones obvias, no suele emitirse **«carta de intenciones»** por el adquirente. En cierta forma, el anuncio para concursar supone la carta de intenciones del vendedor, en la que suelen prefijarse las condiciones básicas de la venta: precio o forma de su determinación, y forma de pago y de garantizarlo; objeto de la venta, con precisión de los bienes y derechos aparejados; características del comprador; etc. Además, en el «cuaderno de venta» que a estos efectos se elabora se suelen reflejar los datos básicos financieros y económicos de la empresa, para que los adquirentes interesados, con carácter previo a realizar la *due diligence*, tengan un conocimiento básico de la situación de la empresa.

En tercer lugar, en la **fase de *due diligence*** suele haber un especial interés en que la información de todos los posibles adquirentes sea igual, para que estos no puedan alegar un trato preferente a alguno de ellos. Esto se hace bien preparando un *data room* para cada interesado con la misma información, bien contestando por escrito todas las preguntas realizadas y enviando las respuestas a todos los adquirentes. Por otro lado, en estos casos el coste de la auditoría puede ser muy elevado para el comprador, que no tiene la seguridad de que finalmente su «postura» sea la que tenga éxito y, por lo tanto, la inversión de la *due diligence* no siempre le será útil. En todo caso, también el peligro de esta labor es que todos los competidores que desean adquirir tienen datos de esta empresa que luego va a ser solo para uno de ellos, lo cual supone una *disclosure* de esta para todos estos concursantes.

Por último, una de las características más problemáticas de este proceso es la **vinculación de la decisión final del vendedor**. Normalmente, este intenta en su anuncio dejar claro que su decisión será totalmente libre, a lo cual ayudará, desde luego, la variedad de los elementos que tendrá en cuenta (precio, forma de pago, garantías, continuidad de las políticas empresariales, etc.). Se

ha planteado si uno de los concursantes, que considere su postura claramente mejor que la de los demás, podría reclamar si finalmente la venta se «adjudica» a otro. En teoría, esta reclamación sería admisible como **culpa in contrahendo**, pues se ha creado una expectativa de que existe un verdadero «concurso» entre las posturas y que la venta se va a realizar con el mejor postor. Pero lo difícil sería probar que la postura rechazada era realmente mejor que la elegida pues, como hemos dicho, existen elementos subjetivos en la decisión final del vendedor que, siempre que sean razonables, deben aceptarse.

La cuestión sería fácil si se tratara de una simple comparación de precios. Pero hay muchos más elementos. Por ejemplo, la solvencia del que va a pagar o la forma de garantizar los pagos aplazados; los posibles compromisos de mantenimiento de la plantilla laboral; los posibles compromisos de continuidad de ciertas políticas de actuación –algo que puede pesar mucho en una empresa familiar creada con una «filosofía» específica; etc. En este sentido, la STS 17 octubre 1985 (RJ 1985, 6289) desestimó la reclamación de un candidato en una licitación administrativa que había ofrecido un mejor precio, considerando que ya se preveía que había otros elementos que considerar para la adjudicación, y que estas condiciones y la –relativa– discrecionalidad de la administración ya eran conocidas y aceptadas por el licitador al aceptar las bases del concurso.

La culpa *in contrahendo* sería exigible, al menos, en el plazo de un año, pues se puede caracterizar como responsabilidad extracontractual, como infracción del deber general de buena fe, ya que no existe relación negocial aún entre oferente y postor. En un plano teórico, compartimos la opinión de que realmente estamos ante una responsabilidad de tipo contractual, pues la oferta –según y como se haya formulado, desde luego– ya genera unas expectativas y una vinculación del oferente a actuar de una determinada manera frente a todos los postores. Pero, como decimos, a la hora de una reclamación judicial es más seguro demandar *ex artículo 1902 CC* y dejar los planteamientos teóricos impecables para otra ocasión.

### **3.7. El papel de los órganos sociales en la negociación de la adquisición**

Como es lógico, la negociación durante todo el proceso de adquisición se realiza por parte del órgano administrativo de cada una de las partes, o a menudo por las personas designadas por ese órgano (normalmente, dos o tres administradores o apoderados a ese efecto, que luego se reúnen con el órgano administrativo). Esto plantea el problema de la competencia de dicho órgano para tomar las decisiones a este respecto, así como la responsabilidad de los administradores y, por último, la posible intervención de la junta general en la toma de acuerdos necesarios o convenientes.

La **negociación corresponde a los administradores**. La junta general no sería «operativa» a estos efectos en la mayoría de los casos, por la necesidad de una agilidad que no siempre es posible. Por otro lado, los actos de gestión corresponden al órgano administrativo. Debe hacerse notar que el antiguo artículo 117.4 RRM exigía para desarrollar el objeto social mediante la constitución de filiales una autorización estatutaria; esta norma desapareció en la reforma del Reglamento de 1995, por lo que queda clara la voluntad del legislador de que estas acciones sean competencia del órgano administrativo. Cuestión distinta es que en los estatutos se determine que una operación de adquisición de empresas o activos, o de enajenación de activos de cierta relevancia, deba ser **autorizada o supervisada por la junta** (determinación estatutaria que permite

el art. 161 LSC para las sociedades limitadas, y que creemos también admisible en las sociedades anónimas), o que en un momento dado la junta acuerde que sea exigible esa autorización para una operación ya en curso.

Desde la reforma operada por la Ley 31/2014, además, la junta general deberá autorizar la operación cuando suponga la **adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales**; y se presume el carácter esencial del activo cuando el importe de la operación supere el 25 % del valor de los activos que figuren en el último balance aprobado [art. 160.f) LSC]. Como se aprecia, si la operación consiste en una modificación estructural, ya el acuerdo que aprueba tal modificación sería suficiente. El precepto se refiere, así, a otros supuestos de *mergers and acquisitions* que no sean de modificación estructural: compra o venta de activos de cierto valor, o suscripción o asunción de la condición de socio aportando activos de cierto valor (notad, así, que en la compra de activos de gran valor puede ser preciso tanto el acuerdo de la junta del vendedor como del comprador, si para ambas entidades el activo es «esencial»). En realidad, estas operaciones no son una simple compra, sino que a menudo constituyen supuestos de la llamada «filialización», o tienen efectos materiales equivalentes a una modificación estructural o incluso a un cambio de objeto. Por eso se precisa el acuerdo de la junta.

La mayoría de la doctrina ha considerado que la presunción que recoge el precepto es *iuris tantum*, de forma que operaciones relativas a activos de inferior valor pueden caer dentro de la norma (si son activos esenciales para desarrollar la actividad social, aunque su valor unitario sea inferior a ese 25 %), y operaciones relativas a activos de superior valor podrían ser realizadas sin acuerdo de la junta si los administradores probaran, en su caso, que tal operación no ha supuesto un cambio esencial para la entidad (por ejemplo, se ha vendido el establecimiento para adquirir, con el precio obtenido, otro local más adecuado para la actividad). Lo que más controversia ha generado es la consecuencia de realizar un acto de este tipo sin acuerdo de la junta: la mayoría de los autores se decantan por considerar tal acto ineficaz, incluso frente a posibles terceros «de buena fe».

Aparte de otras cuestiones teóricas acerca de esta competencia, en materia registral se han planteado numerosos problemas porque los registradores, al ir a inscribir actos de compra, venta o aportaciones de activos de una sociedad, exigían que se aportara acuerdo de la junta general de la sociedad adquirente, enajenante o aportante en el que se permitía esa operación, o declaración del administrador de que los activos vendidos, comprados o aportados no eran activos esenciales. La Dirección General ha emitido un sinnúmero de resoluciones coincidentes en las que concluye que no es necesario aportar acuerdo alguno de la junta; y en cuanto a la manifestación del administrador de que el activo no es esencial, sería conveniente que se realizara, pero no puede constituirse como requisito de inscripción para todos los casos. Por eso no confirma las decisiones de los registradores cuando estos han suspendido la inscripción, exigiendo para realizarla que el representante de la sociedad vendedora acredite que el bien objeto de la compraventa no es un activo esencial de aquella (ved, entre otras muchas, varias RRDGRN 26 junio 2015 [R] 2015, 4431 y RJ 2015, 4432], 29 julio 2015 [R] 2015, 4445], o 23 octubre 2015 [R] 2015, 6346]).

Por otro lado, es obvio que en ciertos casos el **acuerdo de la junta general** es preciso según el tipo de operación que se vaya a realizar en función de o para la adquisición. Así, evidentemente, para la fusión (art. 40 LME), para la disolución de la empresa si se va a realizar una cesión global de activo y pasivo, o para las modificaciones de estatutos que puedan ser precisas –por ejemplo, ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción o de adquisición preferente, para pagar con las acciones nuevas la adquisición. Y en

la toma de acuerdos, si el administrador que negoció tiene voto por ser socio, lógicamente su voto debe ser favorable a la fusión, disolución o modificación propuesta.

En este último caso –y aunque lógicamente cada supuesto puede plantear matices propios en función, por ejemplo, del porcentaje de participación del administrador en la sociedad–, **si el administrador vota en contra** del acuerdo, la contraparte de la negociación podría reclamar la responsabilidad. Se trataría de responsabilidad extracontractual, pues el administrador no ha contratado con él como socio, sino como representante de la sociedad. Y no creemos que el tercero pudiera exigir que en el acuerdo tomado el voto del administrador se entienda como favorable. La cuestión sería distinta si, por ejemplo, el administrador –o administradores– que negoció tuviera la mayoría del capital, pues en tal caso si luego vota en contra en la junta sería aplicable el artículo 1119 CC, y la condición de que la operación se apruebe por la junta debería entenderse cumplida.

Como ya dijimos al hablar del «cierre» de la adquisición, a menudo estos acuerdos de la junta constituyen verdaderas **condiciones suspensivas de la eficacia del contrato de adquisición**. Las partes negociadoras pueden haber acordado la fusión, pero que esta sea efectiva dependerá de que ambas sociedades acuerden esa fusión.

Por último, la actuación de los administradores en este ámbito **vincula a la sociedad** siempre que el acto pueda entenderse comprendido dentro del objeto social (art. 234 LSC). Y el objeto social, lógicamente, no es solo desarrollar la actividad comercial determinada en dicho objeto, sino los actos necesarios y complementarios y aprovechar las oportunidades de negocio: la adquisición de empresas o activos puede ser una operación ventajosa para aumentar el potencial de producción o la competitividad, o la venta de activos una ocasión de obtener liquidez y realizar una nueva inversión que mejore las perspectivas de la empresa. Solo actos totalmente ajenos o contrarios al objeto social no vincularían a la sociedad.

Así, por ejemplo, la RDGRN 25 abril 1997 (RJ 1997, 3597) consideró que no vinculaba a la sociedad la venta que habían hecho los administradores de los bienes fundamentales para la explotación de la actividad social. Y la STS 6 julio 2006 (RJ 2006, 4620) estimó igualmente que la renuncia realizada por los administradores al arrendamiento del local en el que desarrollaba su actividad la sociedad constituía un acto contrario al objeto social y no era vinculante para la sociedad. En esta misma línea, las citadas RRDGRN 26 junio 2015 (RJ 2015, 4431 y RJ 2015, 4432), 29 julio 2015 (RJ 2015, 4445), o 23 octubre 2015 (RJ 2015, 6346) presuponen que la enajenación, adquisición o aportación de un activo esencial es un acto que no se halla comprendido en el objeto social y que, por lo tanto, si los administradores lo realizan por su cuenta, sin acuerdo previo de la junta, no vincularía a la sociedad.

En todo caso, y como fórmula de cierre, la actuación de los administradores está sometida a su **responsabilidad** cuando pueda considerarse negligente y contraria al parámetro fijado legalmente de diligencia de un «ordenado empresario» y de un «representante leal» (arts. 225 y sigs. LSC). Una cosa es que los administradores tengan poder para comprar o enajenar activos sin necesidad de autorización de la junta, o de negociar y permitir una *due diligence* de la empresa, con la revelación de secretos que supone, y otra distinta es que esa actuación para la que tienen poder suficiente no sea negligente, según el caso. Si la actuación puede ser contraria al deber de diligencia, sería exigible la responsabilidad por la sociedad (arts. 236 y sigs. LSC).

Un problema especial plantean las negociaciones relativas a la venta de acciones o participaciones cuando dicha negociación **no se refiera a la totalidad** de estas. Así, por ejemplo, los administradores son –o de hecho actúan como

«representantes» de los socios mayoritarios, con «paquete de control», y negocian con un posible adquirente. En estos supuestos es común que dicha negociación en curso ni se mencione a los socios minoritarios (al menos en un principio). Los gestores permiten el ejercicio de la *due diligence* y, por tanto, ponen a disposición de los compradores información importante de la empresa. En estos casos, si finalmente el socio minoritario considera que esa actuación ha sido contraria a los deberes de diligencia y de lealtad (arts. 225 y 226 LSC), tendría abierta la vía de **responsabilidad de los gestores** que han llevado a cabo esa negociación. Lo que no se plantea, en cambio, es una cuestión de competencia de los administradores para realizar esa negociación, pues en ella no actúan como tales administradores, por cuenta de la sociedad, sino como socios o como representantes de socios.

## 4. Problemas asociados a la fusión o adquisición

### 4.1. Fusiones y adquisiciones y derecho de la competencia

#### 4.1.1. Consecuencias de la adquisición/fusión en relación con el derecho de la competencia

Uno de los aspectos problemáticos típicos de las fusiones o adquisiciones es el de su posible **afectación de la competencia** en el mercado en el que actúan las empresas partícipes. Como el propio nombre indica, la fusión o adquisición dará como resultado –normalmente– una mayor dimensión y potencial económico de una de las empresas afectadas, y supondrá, además, que donde antes había dos empresas que competían entre sí ahora solo existe una (fusión), o que una de ellas es aún más grande que antes y la otra más pequeña, por lo que la competencia es menos acusada o efectiva. En definitiva, implica un cambio en el equilibrio preexistente o, según el caso, un «desequilibrio» mayor al anterior; en cualquier supuesto, una **modificación del estatus anterior** con una reducción del «efecto competitivo».

Las fusiones o adquisiciones afectan a todos los aspectos en los que normalmente se compartimenta el estudio del derecho de la competencia: acuerdos colusorios, posición de dominio, control de concentraciones y ayudas públicas. No es nuestra intención ahora exponer las normas fundamentales en cada materia y sus principios. Lo único que vamos a hacer es exponer los aspectos fundamentales del derecho de la competencia en los que puede incidir la fusión o adquisición; esto es, hablar del derecho de la competencia a la vista de los problemas específicos que plantea una fusión o adquisición.

Tanto para determinar si existe posición de dominio como para otros efectos (como la aplicabilidad de la regla *de minimis* o la determinación de si una operación de concentración que no es de dimensión comunitaria debe notificarse a la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia) se aplican los «conceptos» de «**mercado relevante**» acuñados por el derecho de la competencia, para determinar los cuales –específicamente el mercado de producto– resulta sustancial la regla de la «sustituibilidad» de productos.

#### 4.1.2. Acuerdos colusorios y abuso de posición de dominio

En cierta medida, todo proceso de adquisición/fusión supone, **mientras se está negociando, un pacto colusorio**, ya que –como dijimos– las empresas que se quieren convertir en adquirente y enajenante suelen acordar una serie de actuaciones concertadas o de condicionamientos de la actividad durante

ese proceso (no realizar inversiones extraordinarias, no repartir dividendos, no competir, etc.; ved lo dicho en el epígrafe «Contenido usual de una “carta de intenciones”»). Sin embargo, no existe ahí una actuación prohibida como acuerdo colusorio, en la medida en que resulta algo provisional que bien dará lugar a una concentración –a la que será aplicable el control de concentraciones–, bien se frustrará y habrá constituido una práctica colusoria puramente temporal y anecdótica.

Existe una forma de adquisición o coordinación que sí quedará plenamente afecta a la prohibición de acuerdos colusorios, que es la colaboración o coordinación de empresas mediante la creación de una *contractual* o *non-equity joint venture* (figura que hemos tratado en el epígrafe «Concepto y clases de *joint ventures*»). Como vimos, cuando dos empresas competidoras llegan a un acuerdo de cooperación para realizar parte de su actividad, o para realizar en común una parte accesoria de su labor principal, existe un acuerdo entre empresas por el que no compiten entre sí en ese ámbito. Se trata, así, de un «acuerdo colusorio», prohibido conforme al artículo 101 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) (antiguo art. 81 TCE) y artículo 1 de la Ley de defensa de la competencia.

A estas formas de colaboración, que están prohibidas en principio, se les aplicarán las **reglas de exención** ya conocidas. En primer lugar, la **regla de *minimis***, conforme a la cual quedarán excluidos de la prohibición los acuerdos que supongan una afectación de una cuota de mercado pequeña, de forma que sus efectos anticompetitivos no son relevantes (Comunicación de la Comisión Europea de 22 de diciembre de 2001). En segundo lugar, están exentos por ley los acuerdos que cumplan las condiciones establecidas en el **apartado 3 del artículo 101 TFUE** [art. 1 Reglamento (CE) número 1/2003]. Y, por último, existen «**reglamentos de exención**» que establecen supuestos y condiciones bajo los cuales un acuerdo colusorio estará excluido de la prohibición porque sus efectos positivos en otros ámbitos superan la restricción de competencia que suponen.

Conforme al artículo 101.3 TFUE, «No obstante, las disposiciones del apartado 1 podrán ser declaradas inaplicables a: –cualquier acuerdo o categoría de acuerdos entre empresas; –cualquier decisión o categoría de decisiones de asociaciones de empresas; –cualquier práctica concertada o categoría de prácticas concertadas; que contribuyan a mejorar la producción o la distribución de los productos o a fomentar el progreso técnico o económico, y reserven al mismo tiempo a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante, y sin que: a) impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para alcanzar tales objetivos; b) ofrezcan a dichas empresas la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos de que se trate».

En esta materia, existe una importante reforma operada en el derecho comunitario mediante el Reglamento (CE) número 1/2003. Antes de este, cada acuerdo que cumpliera los requisitos del artículo 81.3 TCE (hoy art. 101.3 TFUE) tenía que ser autorizado por la Comisión. Este sistema ha sido sustituido por uno de «**autoevaluación**», conforme al cual los operadores que realizan el acuerdo no tienen que pedir autorización de forma, que, si consideran que dicho acuerdo cumple los requisitos, pueden llevarlo a cabo. Existen, además, unas directrices o «cartas de orientación» para que puedan calificarlo con mayor seguridad. Por supuesto, si el acuerdo no cumple los requisitos, bien otro operador, bien la autoridad de oficio, puede demostrarlo y pedir su nulidad.



En derecho español, la nueva Ley 15/2007, de 3 de julio, de defensa de la competencia ha seguido esta misma línea de permitir los acuerdos que supongan una mejora de la producción, comercialización o distribución, o una promoción del progreso técnico o económico, si imponen unas restricciones mínimas y no eliminan sustancialmente la competencia (ved el art. 1.3 LDC). Además, también están exentos los acuerdos que cumplan los requisitos de los reglamentos comunitarios de exención (art. 1.4 LDC), y el Gobierno puede dictar igualmente reglamentos de exención (art. 1.5 LDC).

De singular importancia en esta materia son los reglamentos comunitarios para los **acuerdos de especialización** (Reglamento 1218/2010, de la Comisión) y para los **acuerdos de investigación y desarrollo** (Reglamento 1217/2010), ambos de 14 de diciembre de 2010 (y ambos con fecha de expiración 31 diciembre de 2022), pues a menudo la sociedad conjunta se crea con una de esas dos finalidades. Los acuerdos de especialización son aquellos por los que cada una, o alguna, de las empresas declara que se va a especializar en un producto –distinto al de la otra– y renuncia a fabricar otro; comprometiéndose cada una, normalmente, a vender los de la otra. Constituyen así una forma de racionalizar y optimizar la producción. Los acuerdos de investigación y desarrollo se realizan para costear en común una investigación interesante para ambas empresas, e incluso para producir en común el resultado de esa investigación, pero sin suponer una concertación de la actividad principal de las dos empresas, que siguen compitiendo entre sí.

Los reglamentos establecen en qué condiciones dichos acuerdos colusorios están exentos porque las restricciones a la competencia suponen un mal menor respecto de la mejora de la producción o de la investigación. Por ejemplo, los intervinientes en los primeros no deben tener, en conjunto, más del 20 % del mercado, o del 25 % en los acuerdos de investigación y desarrollo.

Por otro lado, la fusión o adquisición puede crear o aumentar una posición de dominio en el mercado relevante (por supuesto, siempre que la operación sea autorizada por los órganos de control de las concentraciones económicas). En tales casos, se aplica la regla de **prohibición del abuso de posición de dominio** establecida en los artículos 102 TFUE (antiguo art. 82 TCE) o 2 LDC.

#### **4.1.3. El control de las concentraciones económicas**

##### **Razones del control de concentraciones. Concepto de *concentración***

Donde más evidente resulta la incidencia de una operación de fusión o adquisición en el derecho de la competencia es en el ámbito del control de las concentraciones económicas. Toda fusión, escisión-fusión, fusión impropia, adquisición de paquete de control, e incluso en muchos casos la adquisición de activos, supone una «concentración económica», al menos en el sentido económico que a este término se le da por el derecho de la competencia. Y en toda concentración económica existe una «**tensión**» **entre dos principios**: es positiva, en la medida en que supone una empresa posiblemente más rentable y racional, debido al mayor aprovechamiento que permiten las economías de escala; pero también puede ser negativa si la nueva empresa copa el mercado de tal manera que impide una competencia efectiva. Por lo tanto, el control de las concentraciones económicas lo que busca es permitir solo empresas fuer-

tes que no supongan restricción de una competencia eficaz. Nuestro sistema de libertad de empresa, supuestamente liberal, en realidad supone un «control interesado del mercado»: no hay libertad total de actuación (se prohíben acuerdos colusorios), ni libertad de concentración. En definitiva, una competencia creada a la imagen y semejanza que considere más adecuada el poder político que corresponda.

El sistema de control se aplica a las «operaciones de concentración», por lo que resulta necesario **conceptuarlas** de alguna manera. La ley no determina que haya concentración según el procedimiento jurídico existente (fusión, escisión-fusión, adquisición de paquete mayoritario, etc.), sino en función de que exista una **pérdida del poder de decisión** de una empresa a favor de la adquirente o nueva dominante. Por lo tanto, cualquier operación jurídica que dé lugar a que una empresa controle –directa o indirectamente– o ejerza una influencia decisiva sobre otra supone concentración sometida a este control.

Conforme al **artículo 3 Reglamento (CE) 139/2004**, la concentración abarca la fusión y el supuesto en el que una empresa, o una persona que ya controle al menos una empresa, adquiera, directa o indirectamente, el control sobre otras empresas mediante la participación en su capital, compra de activos, pactos de cesión de la gestión, contratos de dominación o por cualquier otro medio. En igual sentido el artículo 7 LDC establece que «se entenderá que se produce una concentración económica cuando tenga lugar un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de: a) La fusión de dos o más empresas anteriormente independientes, o b) La adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas, c) La creación de una empresa en participación y, en general, la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas, cuando éstas desempeñen de forma permanente las funciones de una entidad económica autónoma».

Evidentemente, con este concepto se **abarcan** la fusión y la adquisición de «paquetes de control» –con la dificultad que entraña el determinar cuándo un paquete de acciones o participaciones supone el control real de una empresa–, así como la creación de una «sociedad conjunta» (ved el epígrafe «La creación de *joint ventures*»). También puede englobar la adquisición de activos cuando sea lo suficientemente relevante; el cambio de propiedad de un activo que constituya, por sí solo, una unidad de explotación, por ejemplo, supone en realidad que esta «empresa» deja de ser propiedad de la enajenante y se integra bajo el control de la adquirente.

El control consiste, básicamente, en que cualquier operación de concentración debe ser **comunicada** a las autoridades competentes (la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia en España, la Comisión Europea en el caso de concentración de dimensión comunitaria), para que estas la **autoricen** si consideran que no supone una restricción sustancial del mercado relevante. La **normativa** básica para el derecho comunitario es el Reglamento (CE) núm. 139/2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas, así como el Reglamento (CE) núm. 802/2004, que desarrolla el procedimiento de aplicación de la normativa de control. Existen, además, las «Directrices aplicables a la evaluación de las concentraciones horizontales», de 5 de febrero de 2004, y varias comunicaciones interpretativas de diversos conceptos relevantes. En derecho español, la cuestión se regula en los artículos 7 a 10 LDC.

### **Aplicación del derecho comunitario o español: la «dimensión comunitaria» de la concentración. Operaciones de concentración sometidas a control en el derecho español**

El derecho comunitario y sus autoridades de control y decisión serán los competentes para dictaminar sobre las concentraciones de «**dimensión comunitaria**». El criterio para determinar cuándo existe tal dimensión es mixto, cuantitativo y territorial; y se diferencia, además, si los partícipes en la fusión o adquisición operan en varios estados miembros o no. Existen, así, **dos grupos de requisitos**:

a) Conforme al artículo 1.2 del Reglamento (CE) 139/2004, cuando concurren, de forma cumulativa, los siguientes requisitos: 1) volumen de negocios en el ámbito mundial del conjunto de empresas afectadas superior a 5.000 millones de euros; 2) volumen total de negocios a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas superior a 250 millones de euros –salvo que cada una de las empresas afectadas realice más de las dos terceras partes de su volumen total de negocios en la Comunidad en un mismo estado miembro.

b) Conforme al artículo 1.3 del Reglamento (CE) 139/2004, las que no cumplan los anteriores requisitos, si concurren las siguientes circunstancias: 1) volumen total de negocios en el ámbito mundial del conjunto de empresas afectadas superior a 2.500 millones de euros; 2) volumen total de negocios del conjunto de empresas afectadas en cada uno de, por lo menos, tres estados miembros superior a 100 millones de euros; 3) que al menos en esos tres estados miembros el volumen de negocios individualizado de al menos dos de las empresas afectadas supere los 25 millones de euros, y 4) que el volumen total de negocios individualizado en la Comunidad de, al menos, dos de las empresas afectadas supere los 100 millones de euros, salvo que cada una de las empresas afectadas realice en un mismo estado miembro más de las dos terceras partes de su cifra total de negocios en la Comunidad.

Estas reglas de determinación vienen matizadas, fundamentalmente, por tres **excepciones**, conforme a las cuales determinadas concentraciones de dimensión comunitaria pueden, sin embargo, ser controladas por autoridades nacionales, o viceversa. Siguiendo la exposición de Alonso Soto, son las siguientes:

a) Cuando los efectos restrictivos de la competencia se van a producir **de modo principal** en un mercado dentro del territorio de un país que no llega a constituir una parte sustancial del mercado común. En estos casos, la Comisión Europea podrá remitir el expediente de concentración, total o parcialmente, a la autoridad nacional del estado miembro que haya mostrado interés por el control (arts. 4 y 9 Reglamento 139/2004. En España se utilizó para la concentración de Sogecable y Vía Digital, ved la Decisión 14 agosto 2002).

b) Cuando un estado miembro desee **proteger intereses legítimos**, distintos a la defensa de la competencia, y que vienen prefijados en el Reglamento (art. 21.4: seguridad pública, pluralidad de los medios de comunicación y reglas prudenciales. También otros de interés público que la Comisión Europea considere). En estos casos, el estado miembro podrá tomar medidas complementarias a las adoptadas por la Comisión (prohibirla en su territorio, aunque haya sido autorizada por la Comisión, o imponerle cargas o condicionamientos complementarios, por ejemplo).

c) Una operación que no sea de «dimensión comunitaria» podrá, sin embargo, ser controlada por la Comisión Europea si esta considera que obstaculiza la competencia efectiva en el territorio de un estado miembro y **afecta al comercio intracomunitario** (art. 22 Reglamento 139/2004).

Por su parte, en el **derecho español** existe también un criterio cuantitativo para determinar cuándo una operación de concentración (se entiende, que no sea de «dimensión comunitaria», ved el art. 8.2 LDC) está sometida a control. De esta forma, las operaciones de pequeña entidad no precisan ser notificadas ni autorizadas, por entenderse que no suponen una afectación importante de la competencia. La ley española fija en su artículo 8.1 que (las negritas son nuestras):

«1. El procedimiento de control previsto en la presente ley se aplicará a las concentraciones económicas cuando concurra al menos una de las dos circunstancias siguientes:

a) Que como consecuencia de la concentración se adquiera o se incremente **una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante** de producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

**Quedan exentas** del procedimiento de control todas aquéllas concentraciones económicas en las que, aun cumpliendo lo establecido en ésta letra a), el volumen de negocios global en España de la sociedad adquirida o de los activos adquiridos en el último ejercicio contable no supere la cantidad de 10 millones de euros, siempre y cuando los partícipes no tengan una cuota individual o conjunta igual o superior al 50 por ciento en cualquiera de los mercados afectados, en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

b) Que el **volumen de negocios global en España** del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 240 millones de euros, siempre que al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros».

## **Procedimiento de control**

Si la operación es de **dimensión comunitaria** o se somete al control de la Comisión Europea, el **procedimiento** para lograr la autorización se podría sintetizar, muy básicamente, en los siguientes pasos (para este procedimiento fija precisiones importantes el Reglamento 802/2004, que precisamente regula el procedimiento para obtener la autorización):

a) **Notificación** de la operación de concentración a la Comisión Europea. Es obligatoria y debe hacerse con carácter previo a la ejecución del acuerdo de concentración ya alcanzado, en cuanto se haya adquirido un paquete de control o se haya anunciado una OPA; también se puede realizar cuando exista un

principio de acuerdo (incluso la «carta de intenciones» de la que hablamos en el epígrafe «El inicio de la negociación: la “carta de intenciones”»). Para esta notificación se usa un formulario publicado por la Comisión. Esta **publicará** la notificación, las empresas implicadas y los sectores económicos afectados (art. 4.3 Reglamento 139/2004). La notificación provoca un **efecto suspensivo** en la operación de concentración.

b) **Examen preliminar** de la operación. Si la Comisión considera que no obstaculiza la competencia efectiva, o que plantea solo pequeños problemas que pueden resolverse por los compromisos a los que lleguen las empresas afectadas (por ejemplo, de desinversión o enajenación de activos), se declara la compatibilidad con el mercado común. Si no, se pasa a la segunda fase.

c) **Segunda fase**. En ella, la Comisión evalúa la operación y comunica a las partes los problemas existentes para que estas puedan llegar a compromisos previos; se da audiencia a los interesados y el Comité Consultivo emite informe preceptivo no vinculante.

d) La **decisión de la Comisión** puede ser considerar compatible la operación con el mercado común, considerarla compatible solo si se modifica la operación o se cumplen ciertas condiciones, o considerarla incompatible y prohibirla, y, si se ha realizado, ordenar la «desconcentración» o la resolución de la operación de adquisición. Esta decisión es recurrible ante el Tribunal de Justicia.

Si la operación, en cambio, se somete al control de la **Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia**, existe un procedimiento parecido al que acabamos de exponer, también con una primera fase, en la que la propia Comisión puede autorizar o condicionar la concentración, y una segunda fase si se considera que la concentración puede obstaculizar el mantenimiento de la competencia efectiva en todo o en parte del territorio nacional. Lo que resulta diferente respecto del derecho comunitario es que la decisión final de prohibición de la concentración o de aprobación con sometimiento a condiciones, si se pasa a esta segunda fase, no es la de la Comisión, pues esta en realidad «remite» la decisión al **ministro de Economía y Hacienda** (hoy al ministro de Economía y Competitividad, RD 345/2012, de 10 de febrero); si la decisión es de autorizar, en cambio, no existe dicha remisión. El Ministerio podrá elevar la concentración al **Consejo de Ministros**, el cual a su vez puede confirmar la resolución de la Comisión o acordar autorizar la concentración, con o sin condiciones (art. 60 LDC). Si el ministro no eleva la concentración, o si el Consejo de Ministros no decide nada en plazo, la decisión de la Comisión es inmediatamente ejecutiva y pone fin a la vía administrativa.

#### **4.1.4. Prohibición de ayudas públicas**

En más de una ocasión las operaciones de fusión o adquisición vienen auspiciadas o «respaldadas», de una u otra manera, por entidades públicas que buscan potenciar una determinada empresa local, radicar la nueva empresa en un espacio geográfico concreto o relanzar una empresa en dificultades. Pues bien, baste recordar la **prohibición de ayudas públicas** que supongan una distorsión de la competencia (arts. 107 TFUE y 11.1 LDC). En otro módulo de este posgrado se estudian las cuestiones relativas al concepto de *ayuda* y los supuestos en que dichas ayudas pueden falsear o amenazar falsear la competencia, al favorecer a determinadas empresas o producciones. Existen, además, numerosos reglamentos de exención por categorías en esta materia, que permiten las ayudas en ciertos supuestos, pero siempre bajo el posible control y sanción de la Comisión Europea. En definitiva, los poderes públicos no pueden conceder «ayudas» (subvenciones, exenciones de cargas públicas o impuestos, aplazamientos de pagos, etc.) para facilitar una fusión o adquisición salvo que cumplan las condiciones establecidas para ello. Al módulo de este posgrado en el que se estudian aspectos de derecho de la competencia remitimos el tratamiento detallado de esta cuestión, pues no resulta específico del temario de fusiones y adquisiciones, ni adquiere especiales matices por plantearse respecto de una operación de este tipo.

#### **4.2. Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias**

##### **4.2.1. La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones o participaciones propias**

Un problema específico que se plantea respecto de la adquisición de acciones de una sociedad anónima es la regla prohibitiva contenida en los artículos 150.1 y 143.2 LSC (antiguos arts. 81 LSA y 40.5 LSRL). Conforme al primero de ellos, «La sociedad anónima no podrá anticipar fondos, conceder préstamos, prestar garantías ni facilitar ningún tipo de asistencia financiera para la adquisición de sus acciones o de participaciones o acciones de su sociedad dominante por un tercero». La regla es importante, porque a menudo las sociedades interesadas en la entrada de socios nuevos, o incluso de capital nuevo, tienen la tentación de facilitar la operación garantizando el pago de esa adquisición o sus costes con sus propios activos; de esta forma, el socio nuevo adquiere las acciones, pero parte del precio de ellas lo presta la sociedad al propio adquirente, o garantiza su devolución al prestamista del adquirente. También puede pasar que el nuevo socio, que solicitó un préstamo para pagar la adquisición, renegocie ese préstamo y otorgue ahora como garantía las acciones de la sociedad en la que acaba de ingresar. Estos son el tipo de operaciones que, en principio, están prohibidas por el citado precepto.

No existe concordancia en la doctrina acerca de la **ratio última de la norma**. Para una parte de los autores (Flores Doña), la regla es una **norma de cierre del régimen de la autocartera**. Una sociedad no puede suscribir acciones propias, y solo puede adquirirlas de forma derivativa con ciertos límites y requisitos; por lo tanto, tampoco deben poder adquirir dichas acciones los terceros con cargo a préstamos o garantías de la sociedad, pues sería una forma de burlar la prohibición, o en todo caso de lograr lo mismo que está prohibido por otra vía. De acuerdo con este razonamiento, la norma sería excesiva porque prohíbe toda asistencia financiera cuando, en cambio, en el régimen general se admite la autocartera con ciertos límites.

Para otra parte de la doctrina, que hoy podríamos considerar mayoritaria, el sentido de la norma es distinto y además específico. Se trata (con diversos matices así lo defienden Paz-Ares, Perdices, Bayona Giménez o Carrasco Perera) de que: a) **el adquirente de acciones no se financie con cargo al patrimonio social** (con lo cual la sociedad compromete sus fondos a cambio de nada, pues es el socio vendedor el que obtiene la ganancia; en el caso de que se vendan acciones propias, la sociedad ingresa dinero pero con su propia garantía, con lo cual no existe un enriquecimiento neto de sus activos), pues ello podría dar lugar a un vaciamiento patrimonial de la sociedad; y, desde otro punto de vista, b) de que los administradores o los socios de control **no faciliten la adquisición a personas de su confianza** (o incluso a sí mismos), a menudo incluso para «aguar» aún más la participación de los minoritarios (que, por ejemplo, no puedan ejercitar su derecho de suscripción por el alto precio de las acciones con prima, o porque se suprime dicho derecho en junta general).

De acuerdo con la mayoría de la doctrina, la interpretación del artículo 150.1 LSC (antiguo art. 81 LSA) debe ser restrictiva, en el sentido de que no toda asistencia financiera está prohibida, sino solo la que responda a esos fines que resultan contrarios al interés social. Por esta razón, parte de los autores coincide en que si esta asistencia se produce mediante el cauce de una operación societaria ya regulada (en el caso más común, la **fusión**), serán aplicables las cautelas legales propias de esa operación (aprobación con mayoría reforzada, informes previos, derecho de oposición de los acreedores a la fusión, etc.) y no el artículo 150.1 LSC.

Por ejemplo, en la fusión puede que la sociedad absorbida, o cualquiera de ellas en fusiones por creación de nueva sociedad, quiera garantizar o financie la operación con préstamos de la propia sociedad resultante de la fusión. En estos supuestos, ya la regulación de la fusión supone dotar de garantías a la operación y que los accionistas o los acreedores, en su caso, tengan los medios para evitarla si resulta perjudicial.

Por otro lado, con el fin de fomentar la participación de los trabajadores en el capital de la empresa, el propio artículo 150 LSC (antiguo art. 81 LSA), en su apartado 2, excepciona la prohibición formulada para los negocios «dirigidos a facilitar al personal de la empresa la adquisición de las acciones de la propia sociedad o de participaciones o acciones de cualquier otra sociedad perteneciente al mismo grupo». Mucho se ha discutido en la doctrina acerca de si los administradores sociales son «personal de la empresa» a estos efec-

tos (la STS 20 julio 2010 consideró ilícita la asistencia financiera al consejero delegado aunque tuviera un contrato de alta dirección de los previstos en el RD 1382/1985, y la STS 2 julio 2012 estimó que la excepción no amparaba la asistencia a una sociedad capitalista cuyos directivos tenían vinculación con la sociedad); de todas formas, el actual artículo 219 LSC permite que la retribución a los administradores consista en entrega de acciones o de derechos de opción sobre estas, con una serie de requisitos (lo cual puede dar lugar, a veces, a una compra de la sociedad por sus directivos – *management's buy out* ). De todas formas, estas operaciones no suelen ser las utilizadas en los procesos de fusión o adquisición, que son los tratados en este material, por lo que no haremos referencia a ellas.

#### **4.2.2. El problema que plantean las «compraventas apalancadas» (operaciones de *leveraged buy out*)**

Es muy común que en la práctica una operación de compra o adquisición de empresas se financie, o se refinance, con los recursos patrimoniales de la propia sociedad adquirida, siguiendo los esquemas a los que antes hemos hecho referencia. A estas compras se les suele denominar, en terminología anglosajona, *leveraged buy outs* –en siglas, LBO– o, con expresión económica, *compras apalancadas* . El término español hace referencia al «apalancamiento financiero» que, desde un punto de vista económico, producen estas operaciones en la sociedad adquirida, que se ve así lastrada o cargada con los compromisos adquiridos para financiar o garantizar la operación. Una aplicación simple del artículo 150 LSC supondría que estas operaciones de LBO están prohibidas, pues suponen asistencia financiera para adquirir las propias acciones o participaciones.

Por poner alguno de los casos más comunes, una operación de LBO puede consistir en lo siguiente: el adquirente planea la compra de las acciones y pide un préstamo provisional que, posteriormente, una vez adquiridas las acciones, se garantiza (o se cambian las garantías) con los bienes de la sociedad objeto o con las propias acciones. Posteriormente, el adquirente absorbe a la sociedad cuyas acciones se adquirieron o, viceversa, la sociedad objeto absorbe al adquirente, deviniendo una única sociedad que nace gravada con el préstamo solicitado inicialmente por el adquirente. Otras veces, en vez de una fusión se acude a una disolución de la sociedad objeto y se atribuye su patrimonio al adquirente como cuota de liquidación (patrimonio en el que va incluido el préstamo solicitado para la adquisición). En ambos casos, es la propia sociedad la que ha financiado, directa o indirectamente, la adquisición, pues además el adquirente normalmente va pagando el préstamo solicitado con los flujos generados por la propia sociedad.

Como se ha señalado, a menudo estas operaciones sirven para **reestructurar una empresa** que un posible adquirente considera infravalorada; el adquirente la compra confiado en que, gestionada por él, la empresa dará el rendimiento suficiente como para poder devolver el préstamo. A su vez, los vendedores desean desprenderse de una empresa que consideran poco rentable o en la que han perdido todo interés.

Parte de la doctrina española, últimamente, viene abogando por la licitud de estas operaciones, siempre que **se realicen siguiendo los cauces legales establecidos al efecto por el derecho societario**, que ya establece las garantías precisas (Paz-Ares, Perdices, Bayona Giménez o Carrasco Perera). En los ejemplos propuestos, la adecuación de la operación vendrá asegurada por el tipo de canje fijado en la fusión, por el derecho de oposición de los acreedores si



esta compra apalancada supusiera un empeoramiento de la solvencia, o por el derecho a la cuota de liquidación (léase posible impugnación del balance de liquidación si existe un falseamiento de este para favorecer al adquirente). Ciertamente, habrá existido una compra financiada por la sociedad, pero siguiendo unos trámites legalmente establecidos, con las mayorías precisas y sin perjuicio de acreedores (aunque, como casi siempre, el interés de los trabajadores no tiene una protección específica). De acuerdo con ello, y como venimos exponiendo, buena parte de los autores propone una interpretación restrictiva del artículo 150 LSC, de forma que se entienda que no impide una compra-venta apalancada en estos casos de fusión o liquidación. Incluso alguna opinión da un paso más allá y viene a sostener la admisión de la operación en aquellos supuestos en los que **no se produzca un riesgo real de vaciamiento patrimonial de la empresa** o de que los administradores intenten únicamente favorecer a personas próximas (postura que posiblemente convierta la efectividad de la prohibición en algo puramente excepcional).

Ha de notarse que a menudo la entrada de socios que puedan aportar sus conocimientos del mercado, nuevos clientes o nuevos canales de comercialización puede redundar en beneficio de la empresa, y, si la única forma de lograr esa entrada es la de financiar la operación con la propia sociedad, no se trataría de una actuación contraria al interés social ni perjudicial para la sociedad. Es verdad que en otras ocasiones las LBO han dado lugar únicamente a una depredación de los activos principales, con lo que la sociedad se ha vuelto insolvente después de destinar los bienes principales a otras empresas del grupo. Todo esto exige, obviamente, tratar cada caso de forma específica y estudiar los intereses reales existentes, pero lo importante es reseñar esta tendencia en la moderna doctrina a ceñir la prohibición de los artículos 150.1 y 143.2 LSC.

### **4.3. El régimen jurídico de los grupos de empresas**

#### **4.3.1. Concepto y tipología del grupo de empresas**

La temática de las fusiones o adquisiciones remite, inexorablemente, a la de los **grupos de sociedades**. Obviamente, no toda fusión o adquisición conduce a, o se integra en, un grupo de sociedades, pero muy comúnmente sí. Así, por ejemplo, la **adquisición de un paquete de control** (ved el epígrafe «La adquisición de un paquete de control») normalmente supone que la sociedad «dominada» pasa a formar parte del grupo de sociedades en el que se integra su dominante (que puede, a su vez, ser la sociedad madre de su grupo o una filial más). En el caso de **fusiones** (ved el epígrafe «Modificación estructural en las sociedades implicadas»), también será común que la sociedad absorbida o la de nueva creación queden integradas en un grupo societario. Y, en fin, la creación de una «**sociedad conjunta**» (ved el epígrafe «La creación de *joint ventures*») da lugar a que esta quede igualmente dominada, o al menos en la órbita de acción, del grupo de sociedades al que muy comúnmente pertenezca la partícipe (aunque podría darse el caso de que forme parte de dos grupos

distintos, si cada partícipe es filial o madre de un grupo de sociedades). Incluso la **adquisición de activos** (ved el epígrafe «La compra de empresa, de unidad productiva o de ciertos activos») supone que estos, a veces una unidad productiva independiente, entran dentro del ámbito de decisión de un grupo societario. Podríamos decir que *grupo de sociedades* no implica concentración (pues a veces más bien supone «desconcentración» de una sociedad que va independizando unidades productivas o distintas áreas, creando filiales para facilitar la gestión), pero normalmente *concentración* suele suponer integración en un grupo de empresas de la sociedad absorbida, dominada o conjunta o del activo adquirido. Por lo tanto, las fusiones o adquisiciones nos permiten recordar algunos aspectos importantes de la temática de los grupos de sociedades.

Aunque jurídicamente los grupos de sociedades no tengan un estatus jurídico general, unas reglas básicas aplicables, sí existe alguna consecuencia concreta que exige establecer cuándo nos hallamos ante un grupo (así, y singularmente, la existencia de un grupo obliga a la consolidación de las cuentas). Existen varios «**conceptos** de grupo de sociedades» en nuestro ordenamiento, en función de las finalidades a que responde cada una de las delimitaciones. La idea básica o central suele ser la existencia de varias sociedades jurídicamente distintas, pero entre las cuales existe una «**unidad de decisión**». Normalmente, dicha unidad de decisión vendrá dada por una serie de formas jurídicas de control (por ejemplo, por poseer la titularidad de la mayoría de las acciones o participaciones), pero este segundo aspecto no es el definitorio, sino que más bien constituye la fenomenología o las diversas formas de configuración del poder en el grupo.

En nuestro ordenamiento, el artículo 42 Ccom sigue más bien el concepto de grupo como situación de **posibilidad de control** por participación mayoritaria, de hecho o de derecho, en el capital (el denominado «concepto inglés» de grupo). Hay que destacar que el precepto fue reformado en 2003 para incluir un concepto basado en la «unidad de decisión», pero fue reformado otra vez por la Ley 16/2007 para volver al concepto de posibilidad de control. A este concepto se remite el artículo 5 LMV. Al artículo 42 Ccom se remite también el artículo 18 de la LSC.

Conforme establece el artículo 42 Ccom: «Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras. En particular, se presumirá que existe control cuando una sociedad, que se calificará como dominante, se encuentre en relación con otra sociedad, que se calificará como dependiente, en alguna de las siguientes situaciones: a) Posea la mayoría de los derechos de voto. b) Tenga la facultad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración. c) Pueda disponer, en virtud de acuerdos celebrados con terceros, de la mayoría de los derechos de voto. d) Haya designado con sus votos a la mayoría de los miembros del órgano de administración, que desempeñen su cargo en el momento en que deban formularse las cuentas consolidadas y durante los dos ejercicios inmediatamente anteriores. En particular, se presumirá esta circunstancia cuando la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad dominada sean miembros del órgano de administración o altos directivos de la sociedad dominante o de otra dominada por esta. Este supuesto no dará lugar a la consolidación si la sociedad cuyos administradores han sido nombrados está vinculada a otra en alguno de los casos previstos en las dos primeras letras de este apartado».

En el ámbito de las fusiones y adquisiciones, lo más común es que la sociedad dominada o adquirida se integre dentro de un grupo **«dominical» y de «subordinación»**. Se denomina así a aquellos en los que es una sociedad matriz la que determina la política y actuación de cada una de las filiales integradas en el grupo (aquella actúa como «dueña» y las filiales se «subordinan» a sus decisiones). Esto, normalmente, se logra porque la matriz tiene la mayoría de los votos (de derecho o de hecho) en las filiales, o porque de hecho domina sus órganos de decisión y de gestión (por ejemplo, tiene una participación inferior al 50 %, pero el resto del capital se halla muy repartido; o, como en el supuesto típico de la «sociedad conjunta», se exige su voto favorable para tomar cualquier decisión). Desde un punto de vista económico, también, la sociedad absorbida en una fusión ingresa en el grupo de la absorbente (jurídicamente deja de existir y se integra en esta, pero económicamente pasa a ser una empresa que deja de tomar decisiones por sí sola y «se integra» en el grupo).

La existencia de un grupo de sociedades, o la integración de una sociedad que es adquirida dentro de este, plantea una serie de problemas teóricos y prácticos que vamos simplemente a recordar, ya que no se trata de una materia específica de este temario. Lógicamente, exponemos solo las cuestiones que puedan tener que ver con fusiones y adquisiciones, y no con otras cuestiones dentro del grupo.

#### **4.3.2. La defensa de la minoría en los grupos de sociedades**

Uno de los «problemas» fundamentales dentro de los grupos de sociedades es que «cada una» de las sociedades integradas en este deja de buscar su interés social específico para ser el **«interés del grupo»** el predominante. Una filial, por ejemplo, podría cesar en su actividad, pese a ser totalmente solvente y rentable, porque la matriz acaba de adquirir otra empresa en el extranjero que realiza la misma actividad a un coste menor. Los socios minoritarios de esa filial ven, así, cómo el interés del grupo prima sobre su interés concreto, y sobre el interés de esa filial individualmente considerada, a continuar su producción. La integración dentro de un grupo puede, por ello, perjudicar a los socios minoritarios tanto de la sociedad matriz como de las filiales (que se suelen denominar «socios externos», esto es, ajenos al grupo de control o «socio interno»).

Así, por ejemplo, el socio minoritario de una matriz puede observar cómo su sociedad tiene que responder de las deudas de una filial en la cual él no tiene participación o influencia; o puede ver cómo se vota en la junta buscando el interés del grupo, aunque sea a costa de endeudar o arriesgar en exceso a la matriz, o se acuerda el no reparto de dividendos para derivarlos a otras adquisiciones arriesgadas. Viceversa, el minoritario de una filial puede encontrarse con decisiones contrarias al interés individual de esa empresa, solo porque resultan más adecuadas para el grupo –cambios en la producción, destino de las reservas al saneamiento de deudas del grupo, «préstamos» o garantías a favor de sociedades del grupo, ventas a entidades del grupo a precios irrisorios o por debajo del mercado, etc.

Para defender el interés de estos socios minoritarios, el derecho de sociedades articula toda su batería de **«derechos mínimos del socio»** –singularmente, el derecho de información–, así como de **«derechos de minoría»** –derecho a

la convocatoria de junta, derecho a la auditoría, etc. Sin embargo, a menudo estos derechos «formales» no pueden evitar que el socio minoritario resulte perjudicado: podrá pedir convocatoria de la junta, deberá ser informado de las decisiones, podrá solicitar auditoría..., pero no podrá impedir la decisión perjudicial para «su» sociedad (y beneficiosa para el grupo).

Por todo ello, la doctrina (Embid Irujo, Paz-Ares, Martínez Machuca, Fuentes Naharro) actualmente va proponiendo unas posibilidades de reclamación que van más allá y que pueden suponer un remedio real contra los posibles perjuicios, aplicando reglas de la teoría general de sociedades. Así, respecto de los **accionistas de la sociedad filial**, si estos aprecian que se han adoptado acuerdos contrarios a «su» interés social (el de la filial), podrían impugnarlos o acudir a la vía de la responsabilidad de los administradores o de la sociedad dominante:

a) Si se trata de acuerdos que desplazan valor de la filial hacia la matriz o hacia otras filiales (por ejemplo, venta o compra de productos hacia entidades del grupo a precios más bajos o altos que los de mercado, destino de reservas de la filial a la financiación de la filial, etc.), serían **impugnables**, por lo menos, por lesionar, en beneficio de un accionista –el mayoritario– los intereses de la sociedad (art. 204 LSC).

b) Si se trata de acuerdos que no transfieren valor al grupo, pero sí suponen un acto contrario al interés social (por ejemplo, cesar en la producción rentable de un bien porque el grupo va a orientarse a otros mercados), serían impugnables por la misma vía, pero algunos autores establecen que podría ofrecerse alguna **compensación a los socios minoritarios** para evitar tal derecho de impugnación, o al menos convertir el ejercicio de ese derecho en abusivo (por ejemplo, indemnización de daños u ofrecimiento de un canje de acciones o participaciones de la filial por acciones o participaciones de la matriz).

c) También podría exigirse una **responsabilidad al socio mayoritario** –que suele ser la sociedad dominante– por infringir sus deberes de lealtad y de buena fe, los cuales se derivan de los artículos 7.1 y 1258 CC y 57 Ccom.

d) La **acción de responsabilidad de los administradores** también estaría abierta a esta reclamación. Tanto contra los administradores «de derecho» de la filial, por no actuar en interés de esta ni buscar su beneficio (arts. 225 y 226 LSC), como contra los administradores de la dominante (que serían «administradores de hecho», ved el art. 236 LSC).

e) Por último, también se ha propuesto que, en los casos en los que se observa una subordinación clara y general de la filial a los intereses del grupo, el socio minoritario tendría un «**derecho de separación**», deducible por analogía con el artículo 346 LSC: en realidad, podríamos decir que ha existido una «sustitu-

ción» del objeto social originario de la sociedad por un objeto social distinto –que es servir a los intereses del grupo–, lo cual justificaría este derecho de separación.

La STS 11 diciembre 2015 (RJ 2015, 5440) supone un caso paradigmático de aplicación de algunos de estos remedios. En el supuesto de hecho, el administrador de una sociedad española había creado una nueva sociedad para que atendiera a la clientela que la primera tenía en Francia; de esta forma, la primera sociedad entró rápidamente en pérdidas, al perder los pedidos del país vecino. El socio minoritario de la primera sociedad demandó al administrador mediante la acción de responsabilidad, argumentando que el administrador había buscado el interés del grupo, pero había actuado contra el interés de la filial. El Alto Tribunal considera que el deber de lealtad del administrador (las negritas son nuestras) «[...] viene referido al interés de la sociedad que administra, no al de otras, aunque pertenezcan al mismo grupo, aunque sea la sociedad dominante, ni a otros intereses formalmente ajenos, como es el que se ha venido en llamar "interés del grupo". [...] El interés del grupo no justifica, sin más, el daño que sufra una sociedad filial y que puede repercutir negativamente tanto en sus socios externos, que ven cómo se reduce injustificadamente el valor de su participación en el capital social, como en sus acreedores, que pueden ver frustrada la satisfacción de sus créditos contra la sociedad por la disminución injustificada del patrimonio social. El interés del grupo no es un título que justifique por sí solo el daño causado a la sociedad filial. [...] Ciertamente, la existencia de un grupo de sociedades supone que, cuando se produzcan conflictos entre el interés del grupo y el interés particular de una de las sociedades que lo integran, deba buscarse un **equilibrio razonable entre un interés y otro, esto es, entre el interés del grupo y el interés social particular de cada sociedad filial**, que haga posible el funcionamiento eficiente y flexible de la unidad empresarial que supone el grupo de sociedades, pero impida a su vez el expolio de las sociedades filiales y la postergación innecesaria de su interés social, de manera que se proteja a los socios externos y a los acreedores de cualquier tipo, públicos, comerciales o laborales. Ese equilibrio puede buscarse en la **existencia de ventajas compensatorias** que justifiquen que alguna actuación, aisladamente considerada, pueda suponer un perjuicio para la sociedad». En el caso de autos, el Tribunal considera acreditado que no se concedió ventaja ni compensación alguna al socio minoritario, por lo que condenó al administrador que había perjudicado el interés de ese socio minoritario.

En una línea similar, si bien con un aparato teórico bien distinto, la STS 4 noviembre 2010 (RJ 2010, 8868) contempla un supuesto de daño al socio minoritario, por el que una sociedad había derivado de hecho sus bienes a otras dos creadas por algunos de los socios, y había dejado vacía la primera. El Alto Tribunal condenó a las sociedades que se habían beneficiado del «vaciamiento» a que **indemnizaran al minoritario en la pérdida patrimonial** sufrida.

En cuanto a los **socios minoritarios de la matriz**, cabe aplicar estos mismos criterios si se observan acuerdos o actuaciones contrarias al interés de la sociedad matriz, individualmente considerada, si bien con las lógicas matizaciones según cada caso. También hay que tener en cuenta que si la matriz originariamente –esto es, cuando el socio minoritario ingresó en ella– tenía una actividad social concreta y, posteriormente, segrega sus activos para constituir con ellos empresas filiales y deja de desarrollar actividad económica alguna para pasar a ser únicamente una «directora» del grupo, existe también un cambio importante. Esta operación, denominada por alguna doctrina como de «**filialización**», permitiría según algunos autores la **separación del socio** –argumentación *ex art. 346 LSC*, porque en realidad se modifica el objeto social (téngase en cuenta que tras la reforma obrada por la Ley 25/2011 se recoge expresamente como causa de separación la «modificación sustancial» del objeto social, además de la sustitución de este, *cf.* art. 346.1.a LSC)–, o, según otros, debería ser acordada con los mismos requisitos que la fusión por suponer, en realidad, una «modificación estructural de la sociedad» –de las cuales la fusión es el negocio «tipo».

### 4.3.3. La protección del interés de los acreedores: la responsabilidad por deudas de filiales o cofiliales

De igual forma que los socios minoritarios, los **acreedores** de cada sociedad del grupo pueden ver frustradas sus expectativas de cobro porque el patrimonio de la sociedad deudora, que es el que ellos tuvieron en cuenta a la hora de realizar su operación, se ha visto disminuido por operaciones ajenas a su propia actividad social (préstamos a filiales, ventas de bajo coste a entidades del grupo, financiación de la matriz, etc.).

Para remediar estas situaciones de perjuicio, los tribunales suelen admitir las reclamaciones del acreedor contra la matriz, o incluso contra otras filiales del grupo, si se demuestra la existencia de tal grupo. Para ello suele acudir al expediente técnico del «**levantamiento del velo**», de manera que, si bajo la vestidura formal de una sociedad anónima o limitada concreta lo que existe, realmente, es un grupo empresarial que actúa con unidad de decisión, la responsabilidad de aquella es exigible, o «se comunica», a las demás entidades del grupo. En la última jurisprudencia, sin embargo, y frente a una admisión un tanto amplia del supuesto en otros casos, se viene a exigir no solo que exista un grupo empresarial y unidad de decisión, sino la existencia de **maniobras fraudulentas, de ocultación o desvío de bienes entre las entidades del grupo**. Conforme a esta corriente, la mera existencia de un grupo, o la coincidencia de socios, no faculta para hacer responder a una sociedad del grupo de las deudas de otra sociedad de ese mismo grupo.

Como ejemplo paradigmático del problema al que hacemos referencia, y de la forma de conformación real de muchos grupos de sociedades en España, podemos entresacar este párrafo de la STS 30 julio 1994 (RJ 1994, 6308): «En efecto, según los certificados registrales que obran en autos, se tiene que el Consejo de Administración de ambas sociedades, “Ibérica Osuna, SA” e “Inmobiliaria Osuna, SA” lo constituyen las mismas personas, con el apellido Osuna todos ellos menos una; casi en los mismos días, ambas sociedades acuerdan el traslado del domicilio social a un mismo lugar de Madrid; y el Consejero-Delegado de las dos sociedades es la misma persona, don Nicolás O. G. Por si fuera poca esa unidad de dirección de las sociedades (que es una característica que se pone siempre como muestra de identidad real de personas jurídicas), se tiene además que: a) las sociedades poseen sus oficinas administrativas, contables, comerciales en el mismo edificio de Granada, llamado edificio Osuna; b) el letrado que bastatea el poder al procurador de “Ibérica Osuna, SA” es el que comparece como representante legal de “Inmobiliaria Osuna, SA” para confesar por esta última; c) anteriores cesiones de crédito en el que aparece como deudora cedida “Ibérica Osuna, SA” son notificadas a “Inmobiliaria Osuna, SA” sin que se haya intentado probar siquiera que por falta de identidad de deudores fueron rechazadas por la receptora de la notificación; d) anteriores órdenes de retención y embargo contra empresas acreedoras fueron dadas por los Juzgados a “Ibérica Osuna, SA” e “Inmobiliaria Osuna, SA” como deudoras indistintas, sin que tampoco conste que se protestase por esta última sociedad».

En parecido supuesto se pronuncian las SSTS 16 octubre 1989 –RJ 1989, 6925– (responsabilidad de la sociedad titular de las acciones de la deudora principal), 26 diciembre 1990 –RJ 1990, 10372– (grupo de varias sociedades prácticamente idénticas, de las que eran socios el mismo grupo de personas, y que realizaban transmisiones de inmuebles para evitar responsabilidades. La sentencia hizo responsables a los socios de las deudas asumidas por las sociedades por ellos utilizadas); 24 febrero 1995 –RJ 1995, 1111– (sociedades con igual objeto social, iguales socios e iguales órganos de control y administración); o 13 diciembre 1996 –RJ 1996, 9016– (responsabilidad solidaria de la matriz por deudas asumidas en interés del grupo por el representante de una filial).

Como queda dicho, en la más reciente jurisprudencia se viene a matizar esta doctrina, exigiendo un *consilium fraudis* para hacer responder a una sociedad del grupo de las deudas de otra. Así, en la STS 29 septiembre 2016 (RJ 2016, 4724) se señala que «[...] en el

caso de las sociedades pertenecientes a un mismo grupo familiar de empresas, supuesto de la presente *litis*, el hecho de que puedan compartir, entre otros aspectos, un mismo objeto social, los mismos socios, y el mismo domicilio y página web donde anuncian sus servicios como grupo empresarial en el tráfico mercantil, no representa, en sí mismo considerado, una circunstancia que resulte reveladora por sí sola del abuso de la personalidad societaria, por ser habitual entre sociedades de un mismo grupo familiar. Por lo que dicho abuso habrá de valorarse, principalmente, del resto de las circunstancias concurrentes que hayan resultado acreditadas. La valoración de las restantes circunstancias conduce a que realmente no hubo abuso de la personalidad societaria. En este sentido, no solo no concurren los supuestos clásicos de confusión de patrimonios o infracapitalización, sino que además tampoco se ha acreditado el carácter instrumental de las empresas filiales de cara al fraude alegado, pues dichas sociedades (Pescados LP y Frigoríficos LP) fueron constituidos con anterioridad al crédito objeto de reclamación con arreglo a su propia actividad económica. Del mismo modo el libramiento de los efectos realizados en garantía de la deuda contraída por Pescados LP también lo fue con posterioridad a la propia existencia de dicha deuda. Como también, en suma, no ha resultado acreditado el aspecto subjetivo o de concertación (*consilium*) para procurar el fraude, máxime si se tiene en cuenta que el acreedor conocía la estructura del grupo familiar y su actuación en el tráfico mercantil y, no obstante, negoció y aceptó las garantías ofrecidas por las empresas filiales; por lo que difícilmente puede haber fraude cuando el acreedor conoce las constancias que concurren (*scientia*) y, pese a ello, acepta los riesgos derivados de las mismas». En esta misma línea, las SSTs 13 diciembre 2012 (RJ 2013, 1249) o 28 octubre 2013 (RJ 2013, 7442) señalan que la mera pertenencia a un mismo grupo empresarial, por sí sola, no justifica que se extiendan las deudas de una entidad a otra, y que se precisa la concurrencia de circunstancias excepcionales que justifiquen convertir en deudoras de sus créditos contractuales a terceras personas, para las que los contratos que los originaron constituyen, como regla, *res inter alios*. Precisamente, un supuesto de fraude claro mediante la creación de un entramado de sociedades es lo que contempla la STS 3 enero 2012 (RJ 2012/1628), con realización de varias escisiones, cambios de denominación social y adquisiciones de empresas intragrupo, con la finalidad de vaciar patrimonialmente a la sociedad deudora. En este caso, el Alto Tribunal utiliza la doctrina del **levantamiento del velo** para permitir la reclamación de la deuda de esa sociedad a las demás sociedades del grupo que habían sido codemandadas. Por lo tanto, la existencia de grupo no supone *per se* problema alguno, pero, cuando se demuestre una finalidad fraudulenta, sí cabría en ciertos casos reclamar las deudas de una de las entidades a las demás del grupo.

Algunos autores también proponen que esta exigencia de responsabilidad a las entidades del grupo podría fundamentarse en **otros principios generales**, como los de responsabilidad por culpa, por apariencia, o por confusión de patrimonios, entre otros (ved Embid Irujo, Girgado Perandones, Hurtado Robles). Todo depende de cada caso concreto y de las circunstancias concretas por las que se originó la deuda: por ejemplo, si la madre o las cofiliales participaron en las negociaciones; si el acreedor vendió a una filial confiado en la solvencia o en las relaciones ya mantenidas satisfactoriamente con otras entidades del grupo; si el acreedor creyó contratar con una entidad distinta a la que efectivamente contrajo la deuda, porque actúan en el tráfico indistintamente bajo la forma de varias sociedades con iguales objeto social y administradores; etc.

#### **4.3.4. La consolidación de cuentas del grupo**

Por último, y ya por un mandato legal, baste recordar que los grupos de sociedades sí son considerados como tal grupo «real» a los efectos de elaborar unas **cuentas anuales consolidadas**. Esta consolidación supone que, además de la obligación de cada sociedad de presentar sus cuentas anuales, la sociedad matriz tiene que presentar unas cuentas anuales de todo el grupo para mostrar así su verdadera potencialidad económica. En este sentido, el grupo puede encubrir una situación de **endeudamiento muy superior** (o, al menos, muy distinta) a la que aparentan algunas de sus entidades, situación que al final normalmente conducirá a una suerte de insolvencias «en cascada». Esta «apa-

riencia» de cada sociedad, en realidad, perjudica tanto a los socios externos minoritarios, que ven unas cuentas propias saneadas pero no se dan cuenta de que algunos créditos son frente a entidades del grupo totalmente insolventes, como a los acreedores, que no pueden apreciar que existe una situación patrimonial de solvencia distinta a la individual.

Por eso el derecho español, por mandato de la 7.<sup>a</sup> Directiva comunitaria, obliga a esta elaboración y presentación de cuentas consolidadas. Podríamos decir que en ellas se realiza una suma de todos los bienes y todos los créditos y las deudas de cada entidad con terceros. «Desaparecen», así, todas las **relaciones «intragrupa»**, que no añaden una riqueza real al grupo porque suponen créditos o deudas cruzados de una entidad frente a otra, ambas del mismo grupo. Además, la participación de la matriz en cada filial se valora según el valor «real» de la riqueza o activo de la filial (art. 46.1.º Ccom).



## Bibliografía

### Obras generales de referencia

**Álvarez Arjona, J. M.; Carrasco Perera, Á.** (dirs.) (2013). *Adquisiciones de empresas*. Cizur Menor (Navarra): Gómez-Acebo & Pombo - Thomson-Aranzadi.

**Beneyto Pérez, J. M.; Largo Gil, R.** (dirs.) (2001). *Transmisiones de empresas y modificaciones estructurales de sociedades*. Barcelona: Bosch.

**Mascareñas, I.** (2004). *Fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: McGraw-Hil.

**Sebastián Quetglas, R.** (dir.) (2016). *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Las Rozas (Madrid): WoltersKluwer.

### Estudios específicos

**Alonso Soto, R.** (2007). «Derecho de la competencia». En: A. Menéndez (dir.). *Lecciones de derecho mercantil* (págs. 231-267). Madrid: Thomson-Civitas.

**Bayona Giménez, R.** (2002). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi.

**Cheves Aguilar, N.** (1999). *El derecho de adquisición preferente como cláusula restrictiva a la transmisibilidad de las acciones y de las participaciones sociales*. Madrid: McGraw-Hill.

**Conde Tejón, A.** (2004). *La cesión global de activo y pasivo como operación de modificación estructural*. Madrid: Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España.

**Embid Irujo, J. M.** (1987). *Grupos de sociedades y accionistas minoritarios: la tutela de la minoría en situaciones de dependencia societaria y grupo*. Madrid: Ministerio de Justicia.

**Embid Irujo, J. M.** (2005). *Introducción al derecho de los grupos de sociedades*. Madrid.

**Fernández del Pozo, L.** (2010). *El derecho contable de fusiones y de las otras modificaciones estructurales: problemática contable*. Madrid / Barcelona: Marcial Pons.

**Fernández Fernández, M. C.** (1999). «La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas o Leveraged buy outs». *Revista de derecho mercantil* (núm. 232, págs. 577-643).

**Flores Doña, M. S.** (2000). *Adquisición de acciones financiada por la sociedad*. Madrid: Edersa.

**Fuentes Naharro, M.** (2006). *Grupos de sociedades y protección de acreedores: una perspectiva societaria*. Madrid: Thomson-Civitas.

**Garrido de Palma, V. M.** (coord.) (2012). *Modificaciones estructurales y reestructuración empresarial*. Valencia: Tirant lo Blanch.

**Girgado Perandones, P.** (2001). *La empresa de grupo y el derecho de sociedades*. Granada: Comares.

**González-Díaz, F. E.; Carpi Badía, J. M.** (2005). «La noción de concentración económica y la evaluación de sus efectos en los ordenamientos comunitario y español». En: J. M. Beneyto Pérez (dir.); J. Maíllo González-Orús (coord.). *Tratado de derecho de la competencia* (vol. I, págs. 629-749). Barcelona: Bosch.

**González-Meneses, M.; Álvarez, S.** (dirs.) (2013). *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Madrid: Dykinson.

**Hernando Cebriá, L.** (2006). «La incidencia de la Legal due diligence (“revisión legal”) en la contratación mercantil contemporánea». *Revista de Derecho Mercantil* (núm. 260, págs. 603-637).

**Hernando Cebriá, L.** (2005). *El contrato de compraventa de empresa (extensión de su régimen jurídico a las cesiones de control y a las modificaciones estructurales de sociedades)*. Valencia: Tirant lo Blanch.

**Hernando Cebriá, L.** (2008). *La revisión legal («legal due diligence») en el derecho mercantil: transparencia y control en operaciones de inversión y en adquisiciones y fusiones de empresa*. Granada: Comares.

**Hurtado Robles, J.** (2005). *El levantamiento del velo y los grupos de empresas*. Barcelona: Bosch.

**Maillo González-Orús, J.** (2005). «Empresas comunes o en participación (Joint ventures): ¿cooperación o concentración?». En: J. M. Beneyto Pérez (dir.); J. Maillo González-Orús (coord.). *Tratado de derecho de la competencia* (vol. I, págs. 399-454). Barcelona: Bosch.

**Martínez Machuca, P.** (1999). *La protección de los socios externos en los grupos de sociedades*. Bolonia: Real Colegio de España.

**Noval Pato, J.** (2003). *La cesión global de activo y pasivo en las sociedades de capital*. Madrid: Editoriales de Derecho Reunidas.

**Pauleau, C.** (2003). *El régimen jurídico de la Joint venture*. Valencia: Tirant lo Blanch.

**Paz-Ares, C.** (2007). «Uniones de empresas y grupos de sociedades». En: A. Menéndez (dir.). *Lecciones de derecho mercantil* (págs. 540-556). Madrid: Thomson-Civitas.

**Paz-Ares, C.; Perdices Huetos, A. B.** (2003). *Los negocios sobre las propias acciones*. Madrid: Thomson-Civitas («Comentario al Régimen Legal de las Sociedades Mercantiles», tomo IV, vol. 2.º B).

**Perdices Huetos, A. B.** (1997). *Cláusulas restrictivas de la transmisión de acciones y participaciones*. Madrid: Civitas.

**Rodríguez Artigas, F.** (dir.) (2009). *Modificaciones estructurales de sociedades mercantiles* (2 tomos). Cizur Menor (Navarra): Aranzadi.

**Rodríguez Ruiz de la Villa, D.** (1998). *Las cláusulas estatutarias limitativas de la transmisión de acciones: ocho años de la práctica registral y jurisprudencial (1990-1997)*. Pamplona: Aranzadi.

**Sánchez Álvarez, M. M.** (2009). *Estudios sobre operaciones de reestructuración societaria*. Cizur Menor (Navarra): Aranzadi.

**Sánchez Andrés, A.** (2000). «Las llamadas stock options y las fórmulas mágicas de la ciencia jurídica». *Estudios Sánchez Calero* (vol. II, págs. 1485-1539).

**Valpuesta Gastaminza, E.** (2015). *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital* (2.ª ed.). Barcelona: Bosch.

**Valpuesta Gastaminza, E.; Torrubia Chalmeta, B.** (2006). *Código de comercio y legislación complementaria. Legislación, comentarios y jurisprudencia*. Cizur Menor (Navarra): Thomson-Aranzadi.

**Vaquero Alonso, A.** (2003). *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*. Madrid: Civitas.

**Vicent Chuliá, F.** (2015). *Introducción al Derecho Mercantil*. Valencia: Tirant lo Blanch.