

# Los procedimientos típicos de compraventa de empresas

[Typical procedures on the sale and purchase of a company]



ANTONIO SERRANO ACITORES

Académico correspondiente de la Real Academia de Jurisprudencia y Legislación  
Prof. Dr. de Derecho Mercantil en la Universidad Rey Juan Carlos  
Socio de Antonio Serrano Alberca Abogados

**Fecha de recepción:** 18 de mayo de 2014.

**Fecha de aceptación:** 1 de septiembre de 2014.

**SUMARIO:** I. UNA BREVE APROXIMACIÓN A LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS: CONCEPTO, CARACTERES, NATURALEZA JURÍDICA Y MODALIDADES. ■ II. PROCEDIMIENTO ONE-TO-ONE. ■ 1. Carta de intenciones. ■ 2. Due diligence. ■ A. Introducción. ■ B. Concepto y finalidad. ■ C. Elementos subjetivos. ■ D. La importancia del método. ■ E. El método. ■ F. Aspectos materiales. ■ G. Las conclusiones del informe de due diligence. ■ H. Impacto de la due diligence en la operación. ■ 3. Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación. ■ III. PROCEDIMIENTO DE SUBASTA PRIVADA. ■ 1. Elaboración del cuaderno de venta. ■ 2. Due diligence de vendedor. ■ 3. Selección inicial de inversores y presentación de ofertas no vinculantes. ■ 4. Auditoría confirmatoria de la Sociedad Target y presentación de ofertas vinculantes. Cierre de la operación. ■ IV. OTRAS CUESTIONES A TENER EN CUENTA. ■ 1. Acuerdo de socios. ■ 2. Fusión entre Newco y la Sociedad Target. ■ 3. Derecho de la competencia en las adquisiciones de empresas. ■ 4. Normativa sobre inversiones extranjeras. ■ V. CONCLUSIONES. ■ VI. BIBLIOGRAFÍA.

## Resumen

Tras varios años de crisis financiera y económica en los que el mercado de las fusiones y adquisiciones quedó completamente estancado tanto en Estados Unidos como en Europa, la tendencia parece que finalmente está revirtiendo. En efecto, como consecuencia de las mejoras en los datos macroeconómicos, así como la manifiesta convergencia de los mercados de crédito y bursátiles iniciada ya en el año 2013 y que se está confirmando en el actual 2014, se puede afirmar ya sin temor que las grandes operaciones de compras y fusiones de compañías en todo el mundo han vuelto.

Siendo tal la coyuntura, creemos que resulta idóneo y oportuno recordar, desde un punto de vista jurídico, en qué consisten las adquisiciones de empresas, en general, y los distintos procedimientos para llevarlas a cabo con éxito, en particular.

## Palabras clave

Compraventa de empresas, fusiones y adquisiciones, due diligence.

## Abstract

After several years of financial and economic crisis in which the mergers and acquisitions' market stalled not only in the United States but in Europe as well, it seems that the trend is finally about to reverse. In fact, as a consequence of the improvement of the macroeconomic data and the clear convergence of the credit market and the stock market started in year 2013 and which is being confirmed in the current 2014, we can confidently assert that large M&A transactions worldwide are back.

Thus, we believe appropriate to remember, from a legal perspective, what company acquisitions entail and the different existing procedures to successfully implement them.

## Key words

Companies' acquisitions, mergers and acquisitions, due diligence.

## I. UNA BREVE APROXIMACIÓN A LA COMPRAVENTA DE EMPRESAS: CONCEPTO, CARACTERES, NATURALEZA JURÍDICA Y MODALIDADES

Tras varios años de crisis financiera y económica en los que el mercado de las fusiones y adquisiciones quedó completamente estancado tanto en Estados Unidos como en Europa, la tendencia parece que finalmente está revirtiendo. En efecto, como consecuencia de las mejoras en los datos macroeconómicos, así como la

manifiesta convergencia de los mercados de crédito y bursátiles iniciada ya en el año 2013 y que se está confirmando en el actual 2014, se puede afirmar ya sin temor que las grandes operaciones de compras y fusiones de compañías en todo el mundo han vuelto.

La oleada de operaciones que se están sucediendo en los últimos tiempos, sobre todo en los sectores farmacéutico y de telecomunicaciones (Pfizer pretendiendo sin éxito la compra de AstraZeneca, Vodafone comprando ONO y Orange adquiriendo Jazztel son claros ejemplos), ha apuntado si cabe la tendencia de los cuatro primeros meses de este 2014. En lo que llevamos de año, ya se han producido o se están cerrando hasta 15 grandes operaciones por más de 10.000 millones de dólares (7.200 millones de euros). En su conjunto suman ya un montante de 310.000 millones de euros. Esta cifra supone el mayor número de fusiones y compras por volumen desde el año 2007. Además, si se añaden los acuerdos de menor cantidad (por debajo de los 10.000 millones de dólares), el volumen de negocio de este año supera hasta en un 50% a las llevadas a cabo el pasado año 2013.

Los analistas consideran que la fiebre inversora ha vuelto para quedarse y, por lo tanto, seguirá la ola de adquisiciones, al menos hasta final de año. Las razones son varias y cada una con sus características individuales, pero hay algunos argumentos en común. Primero, es que existe un apetito de compras, acumulado durante los años de vacas flacas y recesión. La falta de crédito en la banca de Estados Unidos desde 2008 y la propia crisis europea habían conseguido que las grandes operaciones de los años 90 fueran en esta década casi imposibles de realizar. Ahora, las grandes corporaciones se han recuperado de la deuda que acumulaban de las compras pasadas y el crédito al otro lado del Atlántico vuelve a fluir. Incluso los bancos de inversión se han apuntado a la fiesta compradora y serán de las entidades mayor beneficiadas en estas transacciones.

El otro punto en común es que muchas de estas compras se están produciendo en Europa. Y es que las multinacionales de Estados Unidos con sedes en el Viejo continente están viendo la forma de tributar menos por los ingresos que reciben en estos países. Hay que recordar que las compañías soportan en Estados Unidos una fiscalidad del 33% por estos ingresos, cuando teniendo la sede por ejemplo en Reino Unido, tributarían sólo al 21%<sup>1</sup>.

Siendo tal la coyuntura, creemos que resulta idóneo y oportuno recordar, desde un punto de vista jurídico, en qué consisten las adquisiciones de empresas, en general, y los distintos procedimientos para llevarlas a cabo con éxito, en particular.

De este modo, la operación típica de compraventa de empresas implica la adquisición de una sociedad o grupo de sociedades por parte de uno o más compradores (bien por inversores industriales, bien por operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los compradores y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras.

En este sentido, las adquisiciones de empresas se caracterizan por las siguientes notas:

- (i) La normativa recogida para la compraventa tanto en los artículos 1445 y ss. del Código Civil (en adelante, el «**CC**») como en los artículos 325 y ss. del Có-

---

1. VIGARIO, A., «Vuelven las grandes fusiones y en lo que va de año superan a las de 2007», *El Economista*, 6 de mayo de 2014, p. 13.

digo de Comercio (en adelante, el «**CCom**»), se muestra claramente inoperante para regular operaciones ciertamente complejas como es el caso de la compraventa de empresas.

En efecto, si bien de la definición que hemos dado de la operación, esta podría parecer sencilla, lo cierto es que suele dar lugar a transacciones verdaderamente complicadas y a un lenguaje técnico específico<sup>2</sup>.

En consecuencia, y a la luz del artículo 1255 del CC, se ha ido configurando una instrumentación jurídica estandarizada tan sofisticada (no solo en España sino también en el extranjero) que algunos han calificado de «*fruto de la fantasía y la alquimia societaria*»<sup>3</sup>.

- (ii) En ocasiones, una parte importante de la adquisición está financiada con deuda o recursos ajenos. Se trata, en estos casos, de las adquisiciones apalancadas de empresas también conocidas como *leveraged buyouts* o por su acrónimo LBO<sup>4</sup>.
- (iii) Se trata de operaciones en las que interviene una multiplicidad de sujetos. Así, además de comprador y vendedor, participan todas las entidades encargadas de financiar la operación y, en su caso, directivos o empleados bien de la Sociedad *Target* o bien ajenos a la misma.
- (iv) Como consecuencia de la nota (iii) anterior y debido a la complejidad de la operación, intervienen tantos asesores legales y financieros como partes haya en la operación.
- (v) La forma más frecuente de articular la adquisición consiste en constituir (o comprar<sup>5</sup>) una sociedad vehículo (en adelante, «**Newco**») que será la que obtenga la financiación de las entidades de crédito y adquiera las acciones o participaciones de la sociedad (en adelante, la «**Sociedad Target**»). De este modo, el comprador limita su responsabilidad frente a terceros al patrimonio de *Newco* y de la Sociedad *Target*.
- (vi) En muchos casos, especialmente en los LBOs, la Sociedad *Target* soporta el coste financiero de la adquisición pues, o bien garantiza con sus activos el repago de la deuda, o bien la repaga mediante los flujos de caja libres que la referida Sociedad *Target* pueda generar.
- (vii) Las principales razones para concertar operaciones de este tipo son fundamentalmente las siguientes:
  - a) Situaciones de desinversión por parte de grupos de sociedades que pretenden deshacerse de una rama de actividad o de una filial.

2. Generalmente, son operaciones basadas en prácticas anglosajonas por lo que muchos de los términos empleados en las mismas son vocablos en inglés.

3. SEGURA DE LASSALETTA, R., «Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRIAS SAGNIER, Marcial Pons (Madrid, 2006), pp. 141 y ss.

4. SERRANO ACITORES, A., «*Leveraged buyouts*»: *El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, publicado como Monografía número 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi (Cizur Menor, 2013).

5. Son numerosas las gestorías que tienen ya constituidas sociedades vehículos (generalmente, sociedades limitadas) sin actividad para venderlas a los patrocinadores financieros y ahorrar así un valioso tiempo que permitirá cerrar antes la operación.

- b) La liquidación o escisión de una sociedad.
- c) La más habitual, que es la venta de una sociedad de carácter familiar.

Sobre la base de lo anterior, pretendemos ahora realizar un breve análisis de la figura de la compraventa de empresa, abordando las modalidades que existen de transmisión, bien sea a través de una venta de acciones o participaciones, o bien a través de una venta de activos, siendo más exhaustivos en la primera de las modalidades por ser la más frecuente.

Partimos de la actividad de empresa como el ejercicio profesional de una actividad económica planificada, con la finalidad de intermediar en el mercado de bienes o servicios<sup>6</sup> y, asimismo, de la empresa como «negocio», en el sentido de conjunto de bienes organizado por el empresario como medio para obtener su finalidad económica de producción e intercambio de bienes o servicios para el mercado<sup>7</sup>, jugando un papel esencial el valor de los bienes inmateriales que derivan de la organización y que se traducen en un prestigio y crédito de la empresa en el mercado de productos de igual naturaleza, lo que trae como consecuencia que el valor de la empresa se incrementa considerablemente frente al que resultaría de la simple yuxtaposición de sus bienes materiales (maquinaria, utillaje, etc.), es decir, lo que contable y económicamente se conoce con el nombre de «*fondo de comercio*», susceptible de transmisión como expresamente resulta del artículo 39.4 del CCom, que permite su inclusión en los balances de la empresa cuando haya sido adquirido de tercero a título oneroso<sup>8</sup>.

En cualquier caso, siendo la actividad empresarial una actividad de organización de factores productivos planificada de cara a un mercado y, por tanto, sujeta al juego de la oferta y la demanda, con el ánimo de obtener recursos del propio mercado (concepto de empresario en una interpretación histórico actualizadora del artículo 1 del CCom), el resultado de dicha actividad es precisamente la creación de esas organizaciones que

---

6. URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Marcial Pons, 24ª edic. (Madrid, 1997), p. 37. El mencionado profesor sí que distingue entre empresa y establecimiento mercantil al aparecer este último en el CCom en diversos artículos, señalando que su diferencia conceptual radica en que la empresa es un modo de actividad económica, mientras que el establecimiento es el instrumento al servicio de esa actividad; la primera, es decir, la empresa, entra en la categoría de los actos jurídicos, y el segundo, esto es, el establecimiento mercantil, en la de los bienes instrumentales con valor económico.

Sin embargo, la mayoría de los autores no hacen distinción entre ambos conceptos entendiendo indistintamente que cuando se habla de compraventa de empresa o establecimiento mercantil nos estamos refiriendo a la transmisión de una unidad empresarial viva en cuanto es preciso para que continúe su existencia comercial.

7. SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «El empresario y la empresa» en *Instituciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 33ª edic., Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2010), pp. 97 y ss.

8. En efecto, aunque el Tribunal Supremo tiene indicado que «*nuestras Leyes desconocen el concepto de empresa como universalidad*» (Sentencia de 13 de octubre de 1987), tal manifestación no le está impidiendo el considerar, amparándose en la doctrina científica, que la empresa es algo más que la suma de los elementos materiales que la integran, y así, inmediatamente, en Sentencia de 2 de noviembre de 1987 manifiesta que «*el demandado transmitió a la nueva sociedad una unidad patrimonial integrada por los elementos singulares y por la organización como elemento preponderante y que en dicha unidad patrimonial estaban comprendidas las marcas y rótulo objeto de litis al ser la sociedad continuadora del negocio o empresa denominada "Ayuda del Automovilista"*».

Y más recientemente vuelve a insistir el Tribunal Supremo en este último criterio unitario y en Sentencia de 7 de marzo de 1994 expresa que «*se destaca el concepto de empresa mercantil que se configura como una unidad patrimonial, propia de la persona individual o colectiva, integrada no solamente por determinados elementos singulares sino también por el elemento preponderante de la organización, frente del dinamismo creador y de la actividad en la esfera de la producción económica, rasgos o señas todas ellas de identidad que obligan a la organización empresarial, como tal unidad patrimonial, al cumplimiento de cuantas obligaciones le incumben*».

son las empresas, unidades integradas por elementos materiales e inmateriales de muy distinta naturaleza, susceptibles en cuanto tales de ser objeto de tráfico jurídico a través de los distintos negocios de transmisión a título pleno o limitado<sup>9</sup>.

Partiendo de este concepto de empresa, solo existirá el contrato de compraventa de empresa cuando lo que se transmite y adquiere es un conjunto organizado de elementos en funcionamiento, en atención a la actividad económica con él realizada, cuya explotación se desea realizar por el comprador<sup>10</sup>. De este modo, no será verdadera compraventa de empresa cuando lo que se compra y vende es un conjunto desorganizado de elementos de una empresa pretérita (por ejemplo, que dejó de funcionar) o futura (que aún no ha sido explotada)<sup>11</sup>.

En definitiva, al ser la empresa una unidad patrimonial, con evidente valor económico, la misma es susceptible de enajenación, y aunque no hallemos en nuestro ordenamiento jurídico un conjunto de disposiciones armónicas destinadas a regular la transmisión de la empresa, sí existe una amplia construcción doctrinal y jurisprudencial<sup>12</sup> al respecto, todo ello sin perjuicio de los preceptos que desde distintas perspectivas contemplan a la empresa. Este es el caso, por ejemplo, del artículo 324 del CC sobre capacidad del menor casado para la enajenación de la empresa; del artículo 1389 de mismo cuerpo legal sobre la necesidad de autorización judicial para actos dispositivos sobre establecimientos mercantiles cuando la administración de la sociedad de ganancias haya sido entregada a uno solo de los cónyuges; del artículo 44 del Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores respecto a la responsabilidad solidaria del cedente y del cesionario durante determinado tiempo frente a los trabajadores al producirse el cambio de titularidad de una empresa; y del artículo 66 de la Ley de Sociedades de Capital sobre posibilidad de aportar una empresa a la constitución de una sociedad.

En cuanto a la naturaleza civil o mercantil de la compraventa de empresas, a pesar de que para algunos autores<sup>13</sup> se trata de operaciones cuya naturaleza jurídica se en-

9. En relación con la construcción doctrinal de los conceptos de empresa y empresario, *vid.*, entre otros, GIRON TENA, J., «Sobre las características generales desde los puntos de vista político-jurídico y conceptual de los problemas actuales en torno a la empresa», en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Antonio Polo*, Edersa (Madrid, 1981); SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «El empresario y ...», *op. cit.*, pp. 97 y ss.; y ALONSO UREBA, A. «Voz "Empresa"», en *Enciclopedia jurídica básica*, Vol. 3, Civitas (Madrid, 1995), pp. 2728 y ss.

10. BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 11ª edic., Tecnos (Madrid, 2002), p. 88.

11. También LANGLE compartía este criterio al decir que «*ha de ser contemplada la enajenación de una empresa o casa comercial como un negocio jurídico que recae sobre el conjunto de los diversos elementos que lo constituyen. Es un contrato caracterizado por el fin de transmitir el dominio de todo un negocio o explotación mercantil o industrial, como complejo unitario*» [LANGLE RUBIO, E., *El contrato de compraventa mercantil*, Bosch (Barcelona, 1958)].

12. Lógicamente el Tribunal Supremo ha reconocido la posibilidad del contrato de compraventa de la empresa y así en la Sentencia de 13 de febrero de 1992 aunque manifiesta «*que a la complejidad del contrato de "venta de negocio" se une la falta de disposiciones adecuadas, dentro del ordenamiento jurídico, que la regulen*», confirma la Sentencia dictada por la Audiencia Provincial de Madrid que entendía que «*por la escritura de compraventa de empresa mercantil, adquirió la compradora el negocio o empresa mercantil en dicho instrumento reseñado, y los derechos sobre el nombre comercial y rótulo, los créditos, las autorizaciones oficiales, la clientela y expectativas del negocio y de modo genérico, cuantos elementos constituyen el fondo comercial, así como el pasivo de la empresa, pero sin que resultase posible incluir en el objeto de dicha venta el local comercial, por haber incurrido la actora en el incumplimiento del "onus probandi"*».

13. SEGURA DE LASSALETIA, R., *op. cit.*, pp. 141 y ss.

cuadra fundamentalmente dentro de la compraventa civil, creemos, con la doctrina<sup>14</sup> y jurisprudencia<sup>15</sup> mayoritaria, que estas operaciones tienen carácter mercantil.

En efecto, la adquisición de una empresa constituye siempre un acto de inversión que, como tal, se vincula al Derecho mercantil. Es la intención del adquirente, siempre encaminada a la actividad productiva, lo que confiere mercantilidad al negocio.

Puede ocurrir que el adquirente de la empresa no tenga la intención de explotarla y hacerla productiva, sino, al contrario, extinguirla para suprimir su competencia frente a otra empresa que posea, pero aun en este caso ha de considerarse mercantil la compra ya que, parece claro que el hecho de extinguirla para dar mayor vida a otra empresa del comprador, revela un propósito lucrativo de inversión, realizando una especie de fusión por absorción, en que perece la entidad absorbida a cambio de un precio cobrado por su titular<sup>16</sup>.

Las razones fundamentales que nos llevan a reafirmar el carácter mercantil de las compraventas de empresas son las siguientes: en primer lugar, es evidente el ánimo de inversión del comprador; en segundo lugar, el objeto de la compra, esto es, la empresa, está singularmente vinculado a la actividad comercial; en tercer lugar, cuando se trata de adquisiciones apalancadas o LBOs los compradores habituales suelen ser entidades de capital riesgo, teniendo, por tanto, la inversión realizada carácter transitorio, regulándose en el correspondiente contrato de compraventa plazos y condiciones de salida de la Sociedad *Target*, ya sea a través de la venta de la sociedad adquirida mediante ventas privadas o mediante una oferta pública de venta en bolsa y, de este modo, conseguirán materializar las plusvalías latentes generadas; y en cuarto lugar, al pretender, en esos casos, la entidad de capital riesgo comprar una empresa para luego revenderla y adquirir una serie de plusvalías, el LBO quedaría claramente enmarcado en la definición dada a la compraventa mercantil por el artículo 325 del CCom a cuyo tenor «*será mercantil la compraventa de cosas muebles para revenderlas, bien en la misma forma que se compraron o bien en otra diferente, con ánimo de lucrarse en la reventa*».

De otra parte, la adquisición o toma de control de una empresa puede efectuarse básicamente de tres maneras: comprando sus acciones o participaciones, comprando sus activos y mediante alguna operación de reestructuración societaria.

La elección de una u otra modalidad siempre dependerá de las particularidades que concurren en cada caso, ya sean de carácter operativo, legal o sobre todo fiscal, pero buscará siempre la mayor eficiencia y, desde luego, aunar los intereses de vendedor y comprador.

En este sentido, articular la transmisión mediante una operación societaria, ya sea fusión, escisión o cesión global de activos y pasivos supondrá preceptivamente la ne-

---

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

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

16. LANGLE RUBIO, E., *op. cit.*

cesidad de cumplimentar un procedimiento societario fijado por la Ley con una serie de requisitos y plazos a respetar (por ejemplo, el mes de oposición para los acreedores tras publicar los anuncios de fusión o la escisión) que suele conllevar la elección por parte de comprador y vendedor de alguna de las otras dos alternativas que suelen manejarse en el mercado.

Pues bien, a efectos de elegir entre una compra de acciones o participaciones que representan el capital social de la sociedad que es titular del negocio o empresa o la compraventa directa de activos y pasivos, se suelen tener en cuenta los siguientes criterios:

- (i) Criterio fiscal: como siempre en este tipo de operaciones, la fiscalidad devendrá un elemento vital a la hora de optar por una u otra alternativa.
- (ii) Criterio de responsabilidad a asumir en función del objeto que se adquiere: en caso de una adquisición de activos, solo son adquiridos los activos y pasivos que el comprador expresamente ha acordado adquirir (con la excepción que pueda derivarse de las responsabilidades con empleados y de Seguridad Social, así como la de ciertos impuestos). En efecto, la adquisición instrumentada de esta forma supone que el comprador adquiere directamente elementos del activo y del pasivo de la sociedad afectos al negocio adquirido y, asimismo, se subroga en la posición jurídica de la sociedad titular de dicho negocio en relación con los contratos, licencias y demás relaciones jurídicas vinculadas a dicha actividad.

En una adquisición de acciones o participaciones, sin embargo, se adquieren directamente todas las responsabilidades y obligaciones incluidas en la Sociedad *Target*, también aquellas que el comprador pudiera desconocer.

- (iii) Criterio de simplicidad: una compraventa de acciones o participaciones es conceptualmente más simple en puros términos legales. El único activo que se transfiere son las acciones o participaciones de la Sociedad *Target*, lo que simplifica considerablemente los trámites y la documentación necesaria para ejecutar la operación.

Por el contrario, una adquisición de activos es mucho más compleja, ya que hay que efectuar la transmisión de cada uno de los activos que forman la empresa incluida en la sociedad objeto. Ello puede requerir la necesidad de obtener los consentimientos y aprobaciones de más personas, tanto de otras partes contractuales como de organismos públicos. No obstante, debe tenerse en cuenta que en las compraventas de acciones o participaciones es habitual encontrar contratos en los que las partes expresamente han pactado que el cambio de control en el accionariado provocará la terminación del contrato, por lo que también en el caso de compraventa de acciones o participaciones sería necesaria la obtención del consentimiento de terceros en aquellos casos en que los contratos expresamente lo hayan previsto.

Por otra parte, una adquisición de acciones o participaciones es más directa que una adquisición de activos, porque incluye la transmisión de un solo activo. Sin embargo, a veces las compraventas de acciones o participaciones son más complejas en la práctica que las compraventas de activos. Así puede ocurrir en aquellos casos en los que existe un amplio número de socios en la Sociedad *Target*. En esos supuestos, el comprador tiene que negociar con todos ellos y a

menudo entre esos socios existen algunos conflictos de intereses, lo que provoca que no puedan tener una única representación en la compraventa y la negociación puede ser extremadamente complicada.

Por el contrario, en el contexto de una adquisición de activos, el comprador solo tiene que negociar con una sola parte, que es la compañía vendedora y no con todos sus socios.

Estos criterios serán los que ayuden a fijar la posición del comprador y la del vendedor de cara a configurar la operación.

En efecto, el vendedor a menudo preferirá una venta de acciones o participaciones sobre una venta de activos, principalmente por dos razones:

- (i) Una compraventa de activos puede llevar consigo una doble tributación. Así, la doble imposición se derivará de la tributación que tenga que soportar la compañía como consecuencia de la compraventa, sumada a la tributación que tenga que sufragar el propio vendedor cuando los fondos obtenidos por la compraventa sean entregados al socio, por ejemplo, vía reparto de dividendos.
- (ii) El vendedor siempre quiere un corte limpio y este se consigue más fácilmente siempre en una compraventa de acciones o participaciones. No obstante, con la excepción de que quedará vinculado con las obligaciones que nazcan de las manifestaciones y garantías que haya efectuado. Por el contrario, en el caso de una compraventa de activos, el vendedor, al permanecer en la sociedad, continúa con todos los problemas y complicaciones que puedan derivarse de mantenerse como socio.

Por su parte, el comprador, normalmente, prefiere una compraventa de activos a una compraventa de acciones o participaciones, fundamentalmente por dos motivos:

- (i) En una compraventa de activos el comprador puede seleccionar qué es lo que quiere adquirir y qué es lo que no quiere adquirir.
- (ii) El comprador no compra las contingencias ocultas que puede haber en la Sociedad *Target*, con la excepción de las que pudieran derivarse de responsabilidades de carácter laboral, Seguridad Social y ciertos impuestos.

Partimos en nuestro análisis como supuesto más común de la articulación de la transmisión de la empresa mediante la firma y ejecución de un contrato de compraventa de acciones o participaciones<sup>17</sup> de la sociedad que es titular del negocio o empresa<sup>18</sup>.

De este modo, el clausulado del contrato depende de cada caso concreto<sup>19</sup>. Sin embargo, influenciados por la práctica anglosajona, y a la luz del artículo 1255 del CC, sobre la autonomía de la voluntad, atemperado con el principio de la buena fe *ex* artículo 57 del CCom, se ha ido configurando en España a lo largo de los años una serie de

---

17. SERRANO ACITORES, A., «Las compraventas apalancadas de empresas no cotizadas», *Revista CEFLEGAL*, número 100, mayo de 2009, pp. 31 a 62.

18. PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., *op. cit.*, p. 187.

19. ÁLVAREZ ARJONA, J. M., «La adquisición de empresas como objeto de negociación» en la obra colectiva *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2004), pp. 51 y ss.

cláusulas estándar que se repiten en mayor o menor medida en todos los contratos de adquisición y que vamos a analizar a continuación.

De igual manera, la compra de la Sociedad *Target* supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica y más allá de la libertad de pactos concedida por el artículo 1255 del CC, no existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición de una empresa.

Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados que van a ser objeto de estudio en el presente trabajo<sup>20</sup>: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.

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

## II. PROCEDIMIENTO ONE-TO-ONE

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

Este procedimiento se desarrolla habitualmente en las siguientes fases:

### 1. Carta de intenciones

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

La carta de intenciones se encarga de fijar los aspectos esenciales de la adquisición y se caracteriza por no tener normalmente fuerza vinculante<sup>21</sup> su contenido, salvo los pactos de exclusividad y confidencialidad así como la cláusula de gastos.

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

Por lo que se refiere al pacto de confidencialidad, los compradores y *Newco* se comprometen a no revelar la información de la Sociedad *Target* a la que tienen acceso durante el periodo de negociación de la operación. En este sentido, es muy importante que el pacto de confidencialidad regule al menos las siguientes cuestiones: qué se entiende

20. PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., «El sistema contractual», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons (Madrid, 2006), pp. 177 y ss.

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

por información confidencial, quién responde por el uso y divulgación de la información confidencial y cuáles son las garantías que la persona que entrega la información confidencial otorga sobre la misma<sup>22</sup>.

## 2. *Due diligence*

### A. *Introducción*

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

Debido a la importancia de la *due diligence* en el proceso de adquisición de una empresa, se tratarán a continuación las siguientes cuestiones: (i) en primer lugar, se proporcionará una noción de *due diligence* y se explicará la finalidad de la misma; (ii) después se expondrán los elementos subjetivos que intervienen en los procesos de auditoría así como el papel que corresponde a cada uno de ellos, revisando sus obligaciones y derechos; (iii) seguidamente, se abundará en la importancia del método a seguir, explicando las cuestiones procedimentales que deben tenerse en cuenta en el proceso de *due diligence*; y (iv) asimismo, y desde el punto de vista puramente material, se señalarán también los aspectos básicos que, como mínimo, deben cubrirse en todo trabajo de revisión.

### B. *Concepto y finalidad*

La *due diligence*, además de resultar una expresión equívoca al referirse tanto a una actividad como a sus consecuencias<sup>23</sup>, es un proceso que fundamentalmente consiste en la revisión de la situación financiera y legal de la Sociedad *Target* (así como, en su caso, de sus filiales) para evaluar su grado de cumplimiento tanto del ordenamiento jurídico como de sus compromisos financieros en los ámbitos comprendidos por la revisión.

Por lo que se refiere, en particular, a la *due diligence* legal o auditoría legal, el origen del término *due diligence* en este contexto y en relación con transacciones comerciales y operaciones mercantiles, podría tener su origen en los Estados Unidos en la sección 11 (b) (3) de la *Securities Act* de 1933<sup>24</sup>, si bien este origen es bastante discutido<sup>25</sup>.

En cualquier caso, esta expresión se ha ampliado internacionalmente para incluir cualquier tipo de investigación sobre los riesgos o contingencias que se pueden adquirir en relación con la compra de una sociedad o de activos de la misma en un contexto comercial, con financiaciones y con investigaciones precontractuales en general. En definitiva, la *due diligence* es un proceso de investigación necesario antes de contraer

---

22. SAAVEDRA ORTIZ, J. J., «¿Cómo redactar el contrato de confidencialidad en un proceso de venta de empresa a través de subasta?», *Capital & Corporate Magazine*, Revista número 3 (Madrid, 2008).

23. En efecto, como señala ALEMANY EGUIDAZU, la utilización del término *due diligence* para referirse a la actividad de certificación es un tropo por contigüidad, es decir, una metonimia (*quid pro quo*) del tipo que sustituye la causa (ejecución de una investigación razonable) por el efecto o implicación (apreciación de diligencia). *Vid.* ALEMANY EGUIDAZU, J., *Auditoría legal. Due diligence y opiniones legales en los negocios mercantiles*, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2008), pp. 91 y ss.

24. DAVIS, C., *Due Diligence Law and Practice*, 2ª edición, (1999), pp. 1 y ss.

25. HALLET CHARRO, R., «Due diligence», en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2010), p. 192.

o llevar a cabo cualquier tipo de compromiso o inversión financiera de importancia o, en otras palabras, en el contexto propio de una adquisición privada, la expresión de *due diligence* trata de aludir al proceso de búsqueda de información llevado a cabo por un comprador, tan pronto como sea posible, una vez iniciadas las negociaciones, para evaluar los riesgos de la compañía que se adquiere y su situación económico financiera.

Y es que, por influencia de los ordenamientos del área anglosajona, es cada vez más frecuente, especialmente en la adquisición de empresas, la realización de actividades de investigaciones previas por el futuro comprador para comprobar que el vendedor no le oculta datos o circunstancias significativas relativas al objeto de la venta, que puedan dar origen a una pérdida patrimonial importante para el adquirente<sup>26</sup>.

De este modo, los procesos de auditoría consisten necesariamente en análisis limitados de la realidad jurídica de la sociedad revisada, por lo que resulta imprescindible acotar desde un principio el alcance y finalidad de la revisión<sup>27</sup>.

Los fines a los que puede responder la realización de auditorías legales son múltiples y variados: como herramienta de gestión para profundizar en el conocimiento de la propia sociedad por parte de sus administradores; para evaluar la conveniencia o no de una inversión y/o determinar la forma en que esta deba hacerse; para complementar la valoración de una compañía; como revisión previa a una oferta pública de venta o suscripción (dadas las responsabilidades que incumben a las entidades directoras en dichas ofertas), para determinar las consecuencias que puede acarrear el cambio de titularidad de las acciones/participaciones/activos de la sociedad, etc.

En efecto, el objeto de la *due diligence* siempre variará en función de diversas circunstancias, por ejemplo:

- (i) Las características del destinatario, ya que no será lo mismo un inversor industrial que un inversor puramente financiero.
- (ii) El rol del destinatario en la operación. En efecto, la *due diligence* la puede encargar el vendedor para mejorar su empresa previamente a una venta y la harán con toda seguridad los compradores, así como las entidades financiadoras y los garantes de la operación, buscando cada una de estas partes sus propios objetivos en la *due diligence* que encarguen.
- (iii) La naturaleza de la operación.

En cualquier caso, los objetivos más habituales de los procesos de *due diligence* son los siguientes:

- (i) Mejorar la comprensión del negocio, bien en su conjunto, bien respecto de aspectos concretos de especial relevancia.

---

26. PASTOR VITA, F. J., *Venta de empresa y de otros conjuntos de bienes y derechos*, Editorial Comares (Granada, 2007), p. 154.

27. De hecho, en aquellas *due diligences* en las que hay un ingente volumen de documentación, inasumible de analizar en un tiempo limitado, es práctica habitual realizar un muestreo de la documentación que pueda tener más relevancia y limitar el análisis a la documentación seleccionada. Así, se seleccionarán aquellos documentos que por su objeto, materialidad y representatividad resultan importantes para el desarrollo y la continuidad de los negocios de la Sociedad *Target* en el tiempo.

- (ii) Llevar a cabo un análisis DAFO de la Sociedad *Target*: este análisis consiste en estudiar la situación competitiva de una empresa en su mercado (situación externa) y de las características internas (situación interna) de la misma, a efectos de determinar sus debilidades, oportunidades, fortalezas y amenazas.
- (iii) Poner de manifiesto las contingencias de la operación que pueden afectar a la viabilidad de la misma o bien al precio (bajándose el mismo) y a las garantías de la operación (aumentándose las mismas).

En efecto, en el marco de un proceso de compraventa, la *due diligence* no es otra cosa que una revisión desde un punto de vista jurídico de la totalidad de los aspectos y características de una compañía al objeto de detectar, identificar y cuantificar las posibles incorrecciones, contingencias y riesgos de sanciones o pasivos que puedan existir en la Sociedad *Target*<sup>28</sup>.
- (iv) Limitar la responsabilidad, en especial del vendedor, pues toda aquella contingencia que se detecte en la revisión, al tener su impacto en el precio y las garantías, se asumirá por los compradores y las entidades financiadoras en el caso de que esas contingencias finalmente se manifiesten y den lugar a un daño para la Sociedad *Target*.

### C. Elementos subjetivos

En los procesos de auditoría legal cabe distinguir generalmente: (i) la sociedad objeto de la revisión (que en nuestro caso será la Sociedad *Target* así como sus filiales, si las tuviera); (ii) el cliente, destinatario final del informe de auditoría legal; y (iii) los abogados encargados de llevar a cabo la revisión.

Cada una de estas personas o grupos de personas tiene una función determinada y distinguida de las restantes. Así:

- (i) El cliente: normalmente es el destinatario del informe. El cliente tiene interés en conocer la situación jurídica de la Sociedad *Target*. Tal interés depende del fin al que responde el proceso. El más habitual es la adquisición de la Sociedad *Target*.

El cliente será el beneficiario de la información, y a él corresponde adoptar las decisiones de negocio y efectuar las valoraciones de riesgo correspondientes que cada transacción precise.

Los informes de auditoría representan una de las principales herramientas de conocimiento y toma de decisiones sobre determinados aspectos de la Sociedad *Target* y sus filiales (tales como la determinación de las actuaciones necesarias para optimizar la gestión, regularizar la situación jurídica de la compañía en aquellos aspectos en los que no se ajuste a la legislación vigente, tomar una decisión sobre la conveniencia de la inversión, determinar la mejor estructura para llevar a cabo la inversión, confirmar o rectificar el precio a pagar por la compañía o las garantías que deberán exigirse en caso de formalización de la inversión e

---

28. MORENO UTRILLA, D., LÓPEZ MARIANO, C. y COLLADO MORENO, L., «Adquisiciones de empresas no cotizadas», en la obra colectiva *Estudios Jurídicos sobre Operaciones de Reestructuración Societaria*, coordinada por M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2008), p. 270.

identificar aquellos aspectos relevantes que requerirán un tratamiento específico e individualizado en las manifestaciones y garantías).

Para ello, es necesario que la información de la compañía y las conclusiones de los abogados se le presenten de forma clara y ponderada desde la experiencia y conocimiento especializado de los analistas jurídicos, sin limitarse por tanto a transponer formalmente las consecuencias previstas en la Ley.

Es importante que exista una viva interacción y una comunicación fluida entre el beneficiario de la información y sus asesores para que, durante el proceso de *due diligence* y a medida que se vayan poniendo de manifiesto las distintas conclusiones del trabajo de revisión, el cliente pueda decidir sobre la conveniencia o necesidad de profundizar en algún aspecto concreto, extendiendo horizontal o verticalmente el ámbito de la *due diligence*, y afinando en su enfoque.

- (ii) La Sociedad *Target*: conforme a las reglas generales del ordenamiento jurídico, los representantes de la Sociedad *Target* tienen el deber de suministrar toda la información necesaria al beneficiario de la información para que quienes designe puedan desempeñar eficazmente su trabajo y reflejar en su informe definitivo una evaluación correcta y ajustada de la situación existente. Por ello, es fundamental destacar que el proceso de *due diligence* legal precisa de una actuación transparente y plena de la Sociedad *Target* con el fin de que se ponga en conocimiento de los encargados de su realización toda aquella información, sin ningún tipo de reserva, que sea relevante para la realización del correspondiente diagnóstico sobre el estado de cumplimiento por la Sociedad *Target* del Derecho que le resulta aplicable. La Sociedad *Target* debe participar de modo activo en el proceso facilitando *motu proprio*, sin necesidad de que se le requiera expresamente, toda la información relevante entre la que se incluye de modo especial aquella que se refiera a eventuales conflictos, incumplimientos, riesgos o contingencias de la Sociedad *Target* y su actividad y de las acciones que se ofrecen a la venta.
- (iii) Los abogados: la labor del abogado o abogados encargados de la ejecución material de la *due diligence* consiste en analizar la información recibida, procesarla y proporcionar, a partir de esta información, una herramienta ajustada a las necesidades que le suscitaron al cliente.

Un proceso de *due diligence* no es un proceso de investigación en busca de información oculta. No se pueden valorar ni prever situaciones de hecho que pudieran plantearse como consecuencia de datos no facilitados o de documentación que no se ajuste a la realidad, aunque sí valorar la información obtenida desde el punto de vista de su coherencia material.

Cosa distinta es que, como medida de prudencia y diligencia debida en el desempeño de sus funciones, la metodología de trabajo obligue al abogado a profundizar en la información recibida para obtener una clara imagen de lo que se le presenta, orientando además a los representantes de la Sociedad *Target*, con su conocimiento especializado, sobre aquellos aspectos que más interesan en el marco de la revisión y centrando la canalización de la información a través de los conductos idóneos.

Dado que las revisiones legales suelen abarcar aspectos jurídicos de muy distintos ámbitos, las *due diligences* suelen llevarse a cabo por equipos multidisciplinares de abogados.

La coordinación y el intercambio de información entre todos los miembros del equipo resultan fundamentales. Esta es la forma de optimizar los recursos del despacho de abogados (evitando duplicidades innecesarias en el desarrollo de tareas comunes), ofreciendo una imagen consistente de integración y colaboración del grupo (debe evitarse la petición reiterativa de documentación previamente solicitada por algún otro miembro del equipo). Ello redundará en un eficaz desarrollo del análisis, advirtiendo sobre los posibles riesgos y contingencias detectadas y que puedan tener un impacto en otras áreas.

Normalmente, el trabajo de campo de revisión de documentación y obtención de información suele realizarse por los abogados con menos experiencia («*juniors*»), quienes deben ser tutelados y dirigidos por algún otro abogado más experto, cuya misión consiste en orientar y supervisar el trabajo realizado por los distintos miembros del equipo, homogeneizando y estandarizando las aportaciones de cada uno al informe final para ofrecer un producto final sólido, consistente y homogéneo.

#### D. La importancia del método

Hay que destacar que la labor del abogado no es de resultado, sino de ejercicio. Es decir, lo que se espera de los abogados intervinientes es que apliquen una determinada metodología que garantice la revisión y cobertura de todos los aspectos incluidos en el ámbito de la *due diligence* de una forma diligente y completa. En otras palabras, resulta imposible garantizar la infalibilidad de las personas encargadas del análisis de la Sociedad *Target* (puesto que existen elementos que escapan a su control, por ejemplo la mala fe y el engaño por parte de los representantes de la Sociedad *Target* en la ocultación o desvirtuación de la información) pero resulta absolutamente necesario que en el desempeño de sus funciones se hayan observado y puesto en práctica las actuaciones más diligentes y adecuadas para obtener una correcta evaluación de la Sociedad *Target* a partir de la información facilitada. En este hecho, unido a la labor de asesoramiento y dirección de la revisión ya mencionada, es donde radica la importancia del método.

#### E. El método

##### a) Descripción

La experiencia y el *know-how* de despachos especialistas en este tipo de procedimientos han derivado en la estandarización de determinados procedimientos básicos y generales a la hora de llevar a cabo una *due diligence*<sup>29</sup>.

Cualquier método es susceptible de ser mejorado, y en todo caso deberá ser adaptado y actualizado a las condiciones concretas de cada operación.

De acuerdo con nuestra experiencia, a la hora de llevar a cabo una *due diligence* se deben seguir los pasos que se describen a continuación.

---

29. ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., «Cómo hacer un Due Diligence», *Juris: Actualidad y práctica del derecho*, número 41 (2000), pp. 59 a 65.

#### b) Información inicial y planificación de la due diligence

Como punto de partida será necesario efectuar una primera aproximación a la Sociedad *Target* a través del encargo que el cliente realice al despacho de abogados, definiendo el propósito para el que se requiere el informe, delimitando el alcance y formato (informe detallado o resumen de contingencias) del mismo e identificando los aspectos que más interesan al cliente.

A raíz de esto, será necesario determinar las personas que integrarán el equipo de auditoría y designar al responsable de la coordinación y supervisión del trabajo.

Es también importante definir desde el principio el modelo de documento sobre el que todos los miembros del equipo deberán trabajar, estableciéndose los criterios de formato y las pautas de estilo que deberán emplearse.

#### c) Recopilación y análisis de la información pública

Incluso antes de los primeros contactos con los representantes de la Sociedad *Target*, en la medida de lo posible y a los efectos de poder efectuar una primera adaptación del listado de auditoría a la actividad de la Sociedad *Target*, conviene recabar y estudiar toda la información pública que exista sobre la compañía (información de registros públicos –físicos o virtuales–, publicaciones en el BORME, información publicada en internet y otros medios de difusión).

#### d) Solicitud inicial de información

Se lleva a cabo mediante las conocidas listas de auditoría o *check lists* en las que se enumeran, por áreas del Derecho, los documentos que son necesarios para revisar la Sociedad *Target*.

Los *check lists* a menudo causan una reacción adversa en sus receptores al tratarse de documentos que deben ser exhaustivos y tratar de abarcar la totalidad de los puntos que, de inicio, será necesario revisar.

Es evidente que, por el carácter genérico de este tipo de documento y por la fase preliminar en la que suele remitirse, en muchos casos contiene referencias a puntos que no resultan de aplicación y omite la solicitud de determinada documentación específica cuya necesidad de revisión surge del conocimiento concreto del negocio o actividad de la compañía.

Por ello, resulta necesario adjuntar a estos listados iniciales de documentación una carta de acompañamiento en la que, desde el primer momento, se exponga la naturaleza preliminar de la solicitud y la posibilidad (casi certeza) de que el mencionado listado sea únicamente el punto de partida de las sucesivas solicitudes que se encadenarán durante el proceso.

También conviene aprovechar esta primera comunicación para explicar a los representantes de la Sociedad *Target* cuál será el procedimiento que se desarrollará para la revisión legal así como para recordarles las obligaciones de información y colaboración que para ellos supone la *due diligence*.

La información deberá proporcionarse a través de los medios y soportes más idóneos, bien mediante entrevistas con los responsables de las correspondientes áreas,

o bien mediante la entrega o puesta a disposición de la pertinente documentación escrita.

Al finalizar el proceso de *due diligence* la Sociedad *Target* deberá confirmar por escrito que ha proporcionado toda la información necesaria para su realización de acuerdo con los principios anteriormente expresados y que no ha ocultado ningún dato o circunstancia que pueda afectar al alcance de la revisión efectuada.

Conviene, por lo tanto, anunciar a los representantes de la Sociedad *Target* este requerimiento desde un primer momento (incluyéndolo en la carta de acompañamiento al listado inicial de información solicitada).

#### e) Puesta a disposición de la información/documentación

La documentación/información puede ponerse a disposición del cliente y de sus asesores siguiendo distintos métodos:

- (i) El primero de los métodos y más cómodo es la puesta a disposición directa mediante envío de la documentación solicitada para que los asesores y el cliente puedan analizarla libremente y sin más restricciones que la confidencialidad debida.
- (ii) El segundo método consiste en la puesta a disposición de la documentación de forma limitada (temporal y espacialmente) mediante la organización del llamado *data room*. En estos supuestos la información se acumula en una dependencia concreta (puede ser dentro de la propia Sociedad *Target* o en algún lugar externo habilitado expresamente a tal efecto, como por ejemplo, en el despacho de abogados que esté asesorando a los vendedores de la Sociedad *Target*) para su análisis supervisado.

En este tipo de puesta a disposición es común la existencia de limitaciones procedimentales a la actividad de los analistas (obligación de acreditación e inscripción, limitación temporal de asistencia con un horario y unas fechas determinadas para llevar a cabo la revisión, limitación cuantitativa de asistentes, prohibición de efectuar fotocopias u otro tipo de reproducción documental y presencia de un «supervisor» designado por el titular de la información, entre otras).

Todas estas normas suelen presentarse sistemáticamente en un compendio de «normas del *data room*» que el cliente y sus asesores deben suscribir y respetar y que tienen por objeto organizar y ordenar el proceso de revisión legal.

Por otra parte, conviene destacar que gracias a las nuevas tecnologías es frecuente que la revisión a través de *data room* se lleve a cabo virtualmente por ordenador. En este caso, se accede a través de una página web a la documentación que se necesita para la revisión previa concesión de una contraseña o *password* por parte del administrador de la página web. Ahora bien, en estas revisiones virtuales también suelen establecerse limitaciones procedimentales similares a las comentadas pues el *password* caducará transcurrido un tiempo y la página web estará preparada para que no se pueda imprimir la documentación, debiendo realizarse la revisión mediante la lectura de la documentación directamente desde la pantalla del ordenador con la consecuente incomodidad que eso genera.

El uso de uno u otro método responde normalmente a las circunstancias de cada transacción (existencia de varios potenciales compradores en una fase inicial de selección de ofertas y candidatos; maximización de la discreción de la operación de cara a la propia Sociedad *Target* y sus trabajadores, etc.).

f) Revisión de la documentación recibida

En relación con este aspecto de las *due diligences*, el más importante para todas las partes, se recoge más adelante una serie de parámetros que confiamos ayudarán a enfocar el análisis de la documentación.

g) Entrevistas: presenciales y telefónicas

No toda la información relevante para una *due diligence* consta incorporada en soportes físicos. Para obtener esta información resulta esencial llevar a cabo determinadas entrevistas con los distintos responsables que, por sus funciones en la Sociedad *Target*, estén en disposición de ofrecerla de forma precisa y completa. El contenido de estas entrevistas y las conclusiones derivadas de ellas deben tener un reflejo expreso y detallado en el informe de auditoría.

### F. Aspectos materiales

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

De todos ellos conviene incluir alguna mención en el informe correspondiente, ya sea meramente descriptiva del estado actual de la cuestión (indicando que no se ha detectado contingencia o pasivo alguno) o, en su caso, destacando o realizando el comentario correspondiente en relación con la contingencia o pasivo que exista, la cuantificación del riesgo que implica, así como las actuaciones necesarias en relación con la operación de inversión de que se trate.

### G. Las conclusiones del informe de *due diligence*

Todo el trabajo de revisión debe quedar reflejado finalmente en un soporte documental adaptado a las necesidades del cliente.

El informe de *due diligence* puede ser completo y descriptivo (en el que tengan reflejo cada uno de los documentos revisados con indicación de sus aspectos más relevantes), en cuyo caso deberemos acompañarlo de un resumen de contingencias o *executive summary* en el que, de forma precisa y somera, se concreten todos aquellos hechos y/o situaciones que constituyan (o puedan constituir como consecuencia de la transacción proyectada) un pasivo o contingencia para la Sociedad *Target*, sus accionistas/socios, o el tercer potencial adquirente, o simplemente aquellos que por su naturaleza convenga resaltar teniendo en cuenta el fin de la operación.

En ocasiones, cada vez más frecuentes, los clientes requieren únicamente el resumen de contingencias, lo cual ahorra tiempo y costes en la preparación del documento de conclusiones que se le entrega al cliente pero en ningún caso debe implicar diferencia alguna en el método de revisión ni en el proceso de *due diligence*.

En algunas operaciones se han incluido como anexos al informe de *due diligence* (i) un listado de la documentación revisada, a los efectos de una delimitación de la responsabilidad de los abogados que han llevado a cabo la auditoría legal; y (ii) fichas descriptivas de documentos o aspectos claves para la operación y que resulten de especial interés para el cliente (por ejemplo, fichas resumen de los contratos de arrendamiento de los locales de negocio que tiene la empresa).

La presentación debe ser precisa en sus términos, sin dar lugar a equívocos, pero debe realizarse desde una perspectiva realista y constructiva, desterrando enfoques rígidamente legalistas que puedan transmitir al cliente preocupaciones desproporcionadas.

Por ello, conviene destacar el hecho o contingencia que exista, las consecuencias jurídicas que puedan derivarse de esa situación, una valoración de las probabilidades de que dicha contingencia se materialice en daños concretos, la cuantificación (cuando sea posible) del riesgo que implica, así como las actuaciones necesarias para regularizar la situación o para proteger al inversor en relación con la transacción que haya motivado la *due diligence*. Es también importante que en estas menciones quede indicado cuáles de las situaciones destacadas son regularizables antes de la firma del contrato («condiciones previas» o «*conditions precedent*») y cuáles de ellas, por su naturaleza, comportan un riesgo –incertidumbre– para la Sociedad *Target*.

Estas últimas deben tener su oportuno reflejo y tratamiento individualizado en las manifestaciones y garantías del contrato de inversión correspondiente, caso de que esta sea la finalidad de la *due diligence*.

En el supuesto de que no existieran documentos o información relevantes para una cuestión en concreto, o que la misma no procediera, se deberá indicar expresamente en el informe, solicitando previamente de la Sociedad *Target* una declaración formal en este sentido.

#### H. Impacto de la *due diligence* en la operación

La *due diligence* ha de ser un instrumento útil para su destinatario, pues representa una de las principales herramientas de conocimiento de la Sociedad *Target* y debe ayudar en la toma de decisiones a la hora de llevar a cabo o no la operación<sup>30</sup>.

Así, la *due diligence* puede impactar en la operación de las siguientes maneras:

- (i) Impacto en las negociaciones: este impacto se puede manifestar de dos formas:
  - a) Desistimiento de la operación: se da en aquellos casos en los que se descubre un riesgo o conjunto de riesgos o contingencias no asumibles por el inversor. Estos supuestos se conocen en la jerga como *deal breakers* y

---

30. CALVET TARÍN, V., «La “due diligence” en los procesos de venta de empresas», *Observatorio contable y financiero*, número 9 (2007), pp. 42 a 45; y HERNANDO CEBRIÁ, L., «La incidencia de la Legal Due Diligence (“revisión legal”) en la contratación mercantil contemporánea», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2 (2007), pp. 47 a 76.

constituyen, en cualquier caso, una decisión comercial del cliente que no deben tomar en ningún caso los abogados. Ejemplos de estas situaciones podrían ser los siguientes:

- Licencia esencial para la actividad que adolece de defecto de nulidad/anulabilidad.
  - Suma de contingencias que arroja un importe especialmente elevado.
  - Litigio con posibles consecuencias materiales adversas para la Sociedad *Target*.
  - Daño de imagen (medioambiente, responsabilidad penal).
  - Riesgos de cambio de control.
- b) Continuando con la operación, pero fijando medidas paliativas, como son:
- Llevar a cabo ajustes en el precio.
  - Exigir garantías adicionales.
- (ii) Impacto en la documentación de la operación: las contingencias detectadas tendrán reflejo en los contratos de la operación. Especialmente, se ha de tener en cuenta:
- a) La *due diligence* afectará en la redacción de las manifestaciones y garantías (*representations & warranties*) del contrato de adquisición de la Sociedad *Target*. Así:
- A mayor alcance de la revisión legal, menor alcance de las manifestaciones y garantías del vendedor.
  - A mayor alcance de la revisión legal, mayor precisión en la redacción de las manifestaciones y garantías (serán menos genéricas).
- b) La figura de la *disclosure letter* como mecanismo para exceptuar la responsabilidad del vendedor: las contingencias detectadas en la *due diligence* y aquellas otras adicionales que el vendedor ponga de manifiesto al comprador intentarán ser incluidas por los asesores del vendedor en un documento conocido como *disclosure letter* que, sobre la base de la doctrina de los vicios ocultos, tiene por finalidad exonerar de responsabilidad al vendedor respecto de contingencias detectadas y tenidas en cuenta para determinar el precio. Así, en principio, el vendedor no responde de aquellos hechos o circunstancias que ponga de manifiesto al comprador, pudiendo implicar una reducción del precio o pactarse una «*indemnity*». De este modo, este documento se caracteriza por las siguientes notas:
- Es preparado por el vendedor (beneficiario del documento) y sus asesores.
  - Se basa en la idea de que a mayor revisión legal, mayor alcance de las excepciones.

### 3. Firma de la documentación contractual de compraventa y cierre de la operación

Una vez elaborado un informe explicativo de la situación de la Sociedad *Target*, el comprador decidirá si sigue adelante con la operación o no, fijará el precio final en fun-

ción de las contingencias descubiertas y, a efectos de evitar riesgos futuros, fijará las garantías que estime oportunas.

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

### III. PROCEDIMIENTO DE SUBASTA PRIVADA

El procedimiento de subasta privada es aquel en virtud del cual los vendedores ponen a la venta la Sociedad *Target* a través de un procedimiento organizado por el cual invitan a potenciales compradores a presentar sus ofertas con el objeto de estimular la competencia entre los mismos para lograr las mejores condiciones de venta posibles<sup>31</sup>.

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

#### 1. Elaboración del cuaderno de venta

El mediador de la operación es el banco de inversión que asesora y media en las relaciones entre la empresa adquiriente y la empresa que se quiere adquirir. Su función consiste, principalmente, en explorar los puntos de vista de ambas partes sobre las posiciones de conflicto, con el objeto de localizar posibles zonas de acuerdo mutuo.

El mediador es el encargado de:

- (i) Identificar y seleccionar el candidato a adquirir.
- (ii) Llevar a cabo el contacto inicial con la Sociedad *Target*.
- (iii) Conseguir y analizar la información necesaria para tomar una decisión.
- (iv) Valorar la Sociedad *Target*.
- (v) Estructurar la operación.
- (vi) Negociar.
- (vii) Analizar la estructura financiera óptima.
- (viii) Cerrar la operación.

La elección del banco de inversión vendrá determinada por su conocimiento del mercado, la amplitud de sus servicios, la especialización de su personal, su cualificación técnica y su experiencia y reputación. El mandato al mediador se deberá realizar por escrito, fijando los términos de prestación de servicios.

El asesoramiento e intervención del banco de inversión en el proceso de compraventa suele consistir en lo siguiente:

- (i) En muchos casos, los bancos de inversión asesoran a la empresa sobre la forma de vincularse formalmente con otra compañía, sin que implique necesariamente la fusión o adquisición. En otras ocasiones, el primer paso consiste en investigar y seleccionar empresas candidatas a ser adquiridas, estudiando

---

31. PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., *op. cit.*, p. 179.

las posibles sinergias que se obtendrían con los diferentes candidatos. Para ello, intervienen diferentes profesionales como auditores, asesores legales y contables y el papel del banco de inversión consiste en la coordinación de todos ellos.

- (ii) Posteriormente, el banco de inversión asesora sobre la forma de llevar a cabo la operación de fusión o adquisición, cuidando especialmente los aspectos fiscales.
- (iii) En la negociación de las condiciones definitivas de la adquisición, el banco se encargará de las cuestiones más controvertidas con objeto de asegurarse de que se mantiene una relación amistosa entre ambas partes.
- (iv) Una vez que ambos equipos directivos están de acuerdo, el banco preparará el anuncio de la adquisición (y, en su caso, de la fusión) a los empleados, accionistas, clientes, proveedores y a la prensa.

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

La estructura típica de un cuaderno de venta recoge información de los siguientes aspectos:

- (i) Información de la compañía: así, tratará las siguientes cuestiones:
  - a) Origen e historia.
  - b) Estructura accionarial.
  - c) Estructura organizativa.
  - d) Principales procesos/departamentos.
  - e) Líneas de negocio.
  - f) Principales mercados.
  - g) Principales clientes.
- (ii) Información del sector:
  - a) Tendencias.
  - b) Factores clave del sector (*key drivers*).
  - c) Competidores.
- (iii) Información financiera:
  - a) Cuenta de resultados y balance histórico.
  - b) Cuenta de resultados y balance proyectado.
  - c) Análisis del *cash flow*: inversiones, amortizaciones.
  - d) Análisis del endeudamiento.
  - e) *Ratios* de rentabilidad.

## **2. Due diligence de vendedor**

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

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

## **3. Selección inicial de inversores y presentación de ofertas no vinculantes**

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

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

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

## **4. Auditoría confirmatoria de la Sociedad Target y presentación de ofertas vinculantes. Cierre de la operación**

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

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

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

## IV. OTRAS CUESTIONES A TENER EN CUENTA

### 1. Acuerdo de socios

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

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

### 2. Fusión entre *Newco* y la Sociedad *Target*

En algunas ocasiones, especialmente en los LBOs, este es el último paso para la finalización de la operación. Una vez obtenida la financiación, *Newco* adquiere las acciones o las participaciones de la Sociedad *Target* y posteriormente, bien *Newco* absorbe a la Sociedad *Target* (*forward merger*), bien la Sociedad *Target* absorbe a *Newco* (*reverse merger*)<sup>32</sup>.

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

### 3. Derecho de la competencia en las adquisiciones de empresas<sup>33</sup>

A la hora de estructurar una adquisición de empresas es necesario tener muy presentes las implicaciones que el Derecho de la competencia puede tener en la misma. Estas implicaciones pueden ser de dos tipos:

32. SERRANO ACITORES, A., «Modificaciones estructurales II: la fusión y la escisión» en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J. J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011).

33. Vid. ALONSO SOTO, R. J., «La nueva Ley de Defensa de la Competencia», *Revista de derecho de la competencia y la distribución*, número 1, Editorial La Ley (Madrid, 2007), pp. 21 a 38; CARRERA HINOJAL, E., «Derecho de la competencia en las fusiones y las adquisiciones», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J. J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011), pp. 492 y ss.; BACHES, S., *La Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia. Balance de su aplicación*, La Ley (Madrid, 2010); BELLAMY & CHILD, *European Community Law of Competition*, 6ª edic., Oxford University Press (2008); BERENQUER, L., GINER, C. y MARTÍN LABORDA, A., *La nueva legislación española ante la evolución del Derecho de la Competencia*, Marcial Pons (Madrid, 2010); y FERNÁNDEZ LÓPEZ, J. M. y PEDRAZ CALVO, M., *Diez años de jurisprudencia de la Audiencia Nacional en materia de Derecho de la Competencia*, tomos 1, 2 y 3, Marcial Pons (Madrid, 2009).

- (i) Por un lado, las fusiones y adquisiciones suelen por lo general ser concentraciones económicas que, en caso de alcanzar los umbrales establecidos en la normativa de control de concentraciones, deberán ser autorizadas antes de su ejecución por las autoridades de competencia competentes (por la Comisión Europea en el caso de que la operación tenga dimensión comunitaria y por la Comisión Nacional de Mercados y Competencia, en caso contrario).
- (ii) Por otro lado, no hay que olvidar que la normativa *antitrust*, que prohíbe la concertación anticompetitiva entre operadores en el mercado, no deja de aplicarse a las partícipes en fusiones y adquisiciones por lo que, a la hora de configurarlas, hay que tener en cuenta una serie de medidas a fin de evitar su vulneración.

Por otra parte, no se debe olvidar que la normativa de control de concentraciones de aplicación en España es doble dada la pertenencia de nuestro país a la Unión Europea. Así:

- (i) De una parte, es aplicable el Derecho comunitario y, en particular, el Reglamento (CE) número 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (el «**RCCC**») y el Reglamento (CE) número 802/2004 de la Comisión, de 7 de abril de 2004, por el que se aplica el RCCC.
- (ii) Y de otra parte, a nivel nacional, la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (la «**LDC**») y el Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia constituye la normativa básica. En particular, el Capítulo II del Título I de la LDC (artículos 7 a 10) y el Capítulo II del Título IV (en lo referente al procedimiento –artículos 55 a 60–) recogen la parte dispositiva básica de nuestra legislación en materia de concentraciones.

Pues bien, como ya hemos anticipado, una gran parte de las adquisiciones de empresas suelen ser a su vez «concentraciones económicas», por lo que han de ser analizadas desde el punto de vista del Derecho de la competencia por su posible impacto en la estructura de los mercados.

El concepto de «concentración económica» recogido en la legislación a nivel comunitario y a nivel nacional es muy similar, por no decir idéntico, y se centra en los cambios de control de empresas con carácter estable y que, por lo tanto, pueden afectar a la estructura de los mercados y, por ende, a la competencia.

De este modo, el artículo 3 del RCCC establece que se producirá una concentración económica cuando tenga lugar un cambio duradero del control como consecuencia de:

- (i) La fusión de dos o más empresas o partes de empresas que eran anteriormente independientes.
- (ii) O la adquisición, por una o varias empresas que ya controlen al menos una empresa, o por una o varias empresas, mediante la toma de participaciones en el capital o la compra de elementos del activo, mediante contrato o por cualquier otro medio, del control directo o indirecto sobre la totalidad o partes de una o varias otras empresas, incluyendo la creación de una empresa en participación que desempeñe de forma permanente todas las funciones de una entidad económica autónoma.

A nivel nacional, si bien el contenido de la definición es el mismo, su formulación legislativa es más clara. Así, el artículo 7 de la LDC, considera que se produce una concentración económica cuando tiene lugar un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de:

- (i) La fusión de dos o más empresas anteriormente independientes.
- (ii) La adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas.
- (iii) La creación de una empresa en participación y, en general, la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas, cuando estas desempeñen de forma permanente las funciones de una entidad económica autónoma.

De esta manera, deben darse dos elementos esenciales, uno estructural: la necesidad de un cambio en la estructura de control de la compañía; y otro temporal: la vocación de permanencia o durabilidad de dicho cambio.

Una vez que hemos analizado si nos encontramos ante una concentración económica, en primer lugar se debe establecer si la misma se sometería a la jurisdicción de las autoridades comunitarias o españolas de competencia (o de otras jurisdicciones), lo cual, a su vez, determina las normas de aplicación, esto es, las normas de control de concentraciones comunitarias o españolas respectivamente.

El sometimiento de una concentración a una u otra autoridad y correspondiente normativa viene determinado por la denominada «dimensión» comunitaria o nacional de la operación en cuestión, que se establece en función del cumplimiento de unos umbrales de volumen de negocio y de cuota de mercado (en el caso español).

La dimensión de la operación determina asimismo las normas de aplicación (comunitarias o españolas) tanto en cuanto al fondo como al procedimiento de análisis de la misma en materia de competencia, excluyéndose entre sí. Como excepción a lo anterior, cabe la posibilidad de que las autoridades de competencia de un Estado Miembro analicen y decidan sobre una concentración de dimensión comunitaria y, por lo tanto, notificada a la Comisión Europea, si solicitan con éxito el reenvío del caso a dicha autoridad. En este caso, la autoridad nacional aplicará las normas nacionales de control de concentraciones en su investigación.

A fin de determinar si existe o no dimensión comunitaria el RCCC se basa en el volumen de negocios de las empresas involucradas, así como en el ámbito geográfico en el que se desarrolla la transacción. De este modo, fija unos umbrales primarios y unos umbrales secundarios, que tienen carácter alternativo, por lo que de alcanzarse alguno de ellos la operación deberá de notificarse a la Comisión Europea. Dichos umbrales son los siguientes:

- (i) Umbrales primarios: serán de dimensión comunitaria aquellas concentraciones en las que se superen los siguientes umbrales primarios (cumulativos):
  - a) El volumen de negocios conjunto de todas las partes a nivel mundial sea superior a 5.000 millones de euros.
  - b) Y al menos dos de las empresas partícipes realicen un volumen de negocios individual en la Unión Europea de 250 millones de euros.

- (ii) Umbrales secundarios: aún no superando los umbrales primarios, la operación en cuestión tendrá dimensión comunitaria en aquellos casos en los que se sobrepasen los siguientes umbrales secundarios (cumulativos)<sup>34</sup>:
- a) El volumen de negocios combinado de las partes a nivel mundial supere los 2.500 millones de euros.
  - b) El volumen de negocios individual de al menos dos de las partes en la Unión Europea sea superior a 100 millones de euros.
  - c) El volumen de negocios total del conjunto de las partes en al menos cada uno de tres países de la Unión Europea supere los 100 millones de euros.
  - d) Y en los mismos tres países mencionados anteriormente, al menos dos partes de forma individual realicen un volumen de negocios superior a los 25 millones de euros.

Sin embargo, aunque se cumplan los umbrales primarios o secundarios mencionados, la operación no tendrá dimensión comunitaria si cada una de las empresas afectadas realiza más de dos terceras partes de su volumen de negocios total en un mismo Estado Miembro de la Unión Europea.

Por su parte, nuestra LDC, a diferencia del sistema comunitario, contiene un sistema de umbral doble, esto es, no solo de facturación sino también un umbral de cuota de mercado. De este modo, el procedimiento de control de concentraciones previsto en la LDC se aplica a las concentraciones económicas que superen los siguientes umbrales alternativos:

- (i) Umbral de cuota de mercado: este umbral se superará siempre que como consecuencia de la concentración se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30% del mercado relevante de producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.
- (ii) Umbral de facturación: dicho umbral se sobrepasará cuando 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.

Ahora bien, a fin de reducir el número de operaciones sujetas a control, la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible modificó el artículo 8 de la LDC mediante su Disposición final tercera introduciendo una regla *de minimis* en el umbral nacional de cuota de mercado, en virtud de la cual quedan exentas del procedimiento de control todas aquellas concentraciones económicas en las que, aun cumpliendo el umbral de cuota de mercado (es decir, se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30% del mercado relevante):

- (i) 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.

---

34. Ahora bien dada su complejidad, en la práctica han sido pocas las operaciones en el pasado que se han notificado al alcanzarse los umbrales secundarios y la gran mayoría de las operaciones notificadas a la Comisión Europea alcanzan los umbrales primarios.

- (ii) Y siempre y cuando las partícipes no tengan una cuota individual o conjunta igual o superior al 50% en cualquiera de los mercados afectados, en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

#### 4. Normativa sobre inversiones extranjeras

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

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

La obligación de declaración se ajustará a las siguientes reglas:

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

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

#### V. CONCLUSIONES

Como resultado de nuestro estudio, se realiza ahora una exposición ordenada y resumida de las principales premisas y conclusiones alcanzadas en este trabajo de investigación:

- (i) La operación típica de compraventa de empresas implica la adquisición de una sociedad o grupo de sociedades por parte de uno o más compradores (bien por inversores industriales, bien por operadores de *private equity* que actúan como patrocinadores financieros de la operación) a un vendedor mediante una mezcla de financiación con fondos propios aportados por los compradores y financiación con deuda concedida por varias entidades financieras.
- (ii) La compra de la Sociedad *Target* supondrá generalmente un proceso lleno de complejidad tanto documental como técnica debiendo de tenerse presente, asimismo, que más allá de la libertad de pactos concedida por el artículo 1255 del CC, no existe un marco normativo que regule el proceso de adquisición de una empresa.
- (iii) Sin embargo, como suele ser habitual en estas situaciones, la práctica de esta clase de operaciones ha derivado en dos tipos de procedimiento bastante estandarizados: el procedimiento *one-to-one* y el procedimiento de subasta privada o *beauty contest*.
- (iv) El procedimiento *one-to-one* consiste en que el comprador y el vendedor o vendedores negocian de forma directa (y, generalmente, en condiciones de exclusividad para el comprador) la compra de la Sociedad *Target*.
- (v) Por su parte, el procedimiento de subasta privada es aquel en virtud del cual los vendedores ponen a la venta la Sociedad *Target* a través de un procedimiento organizado por el cual invitan a potenciales compradores a presentar sus ofertas con el objeto de estimular la competencia entre los mismos para lograr las mejores condiciones de venta posibles.
- (vi) Ya se utilice el procedimiento *one-to-one* o la subasta privada, en cualquier adquisición de empresas resulta recomendable llevar a cabo una *due diligence* de la Sociedad *Target* antes de proceder a adquirirla.
- (vii) En este sentido, la *due diligence* es un proceso que fundamentalmente consiste en la revisión de la situación financiera y legal de la Sociedad *Target* (así como, en su caso, de sus filiales) para evaluar su grado de cumplimiento tanto del ordenamiento jurídico como de sus compromisos financieros en los ámbitos comprendidos por la revisión.
- (viii) De este modo, la *due diligence* ha de ser un instrumento útil para su destinatario, pues representa una de las principales herramientas de conocimiento de la Sociedad *Target* y debe ayudar en la toma de decisiones a la hora de llevar a cabo o no la operación.
- (ix) Finalmente, de cara a implementar la adquisición no se debe olvidar de atender a otras cuestiones tan relevantes como la fiscalidad de la operación, la posibilidad de fusionar con posterioridad la sociedad adquirida, la limitaciones establecidas por el de Derecho de la competencia o la normativa en materia de inversiones extranjeras.

## VI. BIBLIOGRAFÍA

ALEMANY EGUIDAZU, J., *Auditoría legal. Due diligence y opiniones legales en los negocios mercantiles*, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2008).

- ALONSO SOTO, R. J., «La nueva Ley de Defensa de la Competencia», *Revista de derecho de la competencia y la distribución*, número 1, Editorial La Ley (Madrid, 2007).
- ALONSO UREBA, A. «Voz "Empresa"», en *Enciclopedia jurídica básica*, Vol. 3, Civitas (Madrid, 1995).
- ÁLVAREZ ARJONA, J. M., «La adquisición de empresas como objeto de negociación» en la obra colectiva *Fusiones y Adquisiciones de Empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2004).
- BACHES, S., *La Ley 15/2007 de Defensa de la Competencia. Balance de su aplicación*, La Ley (Madrid, 2010).
- BELLAMY & CHILD, *European Community Law of Competition*, 6ª edic., Oxford University Press (2008).
- BERENGUER, L., GINER, C. y MARTÍN LABORDA, A., *La nueva legislación española ante la evolución del Derecho de la Competencia*, Marcial Pons (Madrid, 2010).
- BROSETA PONT, M., *Manual de Derecho Mercantil*, 11ª edic., Tecnos (Madrid, 2002).
- CALVET TARÍN, V., «La "due diligence" en los procesos de venta de empresas», *Observatorio contable y financiero*, número 9 (2007).
- CARRERA HINOJAL, E., «Derecho de la competencia en las fusiones y las adquisiciones», en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J. J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011).
- DAVIS, C., *Due Diligence Law and Practice*, 2ª edición, (1999).
- FERNÁNDEZ LÓPEZ, J. M. y PEDRAZ CALVO, M., *Diez años de jurisprudencia de la Audiencia Nacional en materia de Derecho de la Competencia*, tomos 1, 2 y 3, Marcial Pons (Madrid, 2009).
- GIRÓN TENA, J., «Sobre las características generales desde los puntos de vista político-jurídico y conceptual de los problemas actuales en torno a la empresa», en *Estudios de Derecho Mercantil en Homenaje al Profesor Antonio Polo*, Edersa (Madrid, 1981).
- HALLET CHARRO, R., «Due diligence», en la obra colectiva *Adquisiciones de empresas*, dirigida por J. M. ÁLVAREZ ARJONA y A. CARRASCO PERERA, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2010).
- HERNANDO CEBRIÁ, L., «La incidencia de la Legal Due Diligence ("revisión legal") en la contratación mercantil contemporánea», *Revista Española de Capital Riesgo*, número 2 (2007).
- LANGLE RUBIO, E., *El contrato de compraventa mercantil*, Bosch (Barcelona, 1958).
- MORENO UTRILLA, D., LÓPEZ MARIANO, C. y COLLADO MORENO, L., «Adquisiciones de empresas no cotizadas», en la obra colectiva *Estudios Jurídicos sobre Operaciones de Reestructuración Societaria*, coordinada por M. M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2008).
- PASTOR VITA, F. J., *Venta de empresa y de otros conjuntos de bienes y derechos*, Editorial Comares (Granada, 2007).

- PAYÁ PUJADÓ, A. y MARTÍNEZ MAROTO, F. J., «El sistema contractual», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, Marcial Pons (Madrid, 2006).
- ROSEMBUJ GONZÁLEZ-CAPITEL, F., «Cómo hacer un Due Diligence», *Iuris: Actualidad y práctica del derecho*, número 41 (2000).
- SAAVEDRA ORTIZ, J. J., «¿Cómo redactar el contrato de confidencialidad en un proceso de venta de empresa a través de subasta?», *Capital & Corporate Magazine*, Revista número 3 (Madrid, 2008).
- SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., «El empresario y la empresa» en *Instituciones de Derecho Mercantil*, volumen I, 33ª edic., Thomson-Aranzadi (Cizur Menor, 2010).
- SEGURA DE LASSALETTA, R., «Las operaciones de adquisición apalancada. Cuestiones Generales», en la obra colectiva *Régimen jurídico y tributario del capital riesgo en España: entidades y operaciones*, coordinada por M. TRÍAS SAGNIER, Marcial Pons (Madrid, 2006).
- SERRANO ACITORES, A., «Leveraged buyouts»: *El Sistema Contractual de las Adquisiciones Apalancadas de Empresas por Operadores de Capital Riesgo*, publicado como Monografía número 40 de la Revista de Derecho de Sociedades, Aranzadi (Cizur Menor, 2013).
- «Modificaciones estructurales II: la fusión y la escisión» en la obra colectiva *Operaciones mercantiles y productos de inversión en los mercados financieros* coordinada por J. J. SAAVEDRA ORTIZ y A. SERRANO ACITORES, Bosch (Barcelona, 2011).
  - «Las compraventas apalancadas de empresas no cotizadas», *Revista CEFLEGAL*, número 100, mayo de 2009.
- URÍA, R., *Derecho Mercantil*, Marcial Pons, 24ª edic. (Madrid, 1997).
- VIGARIO, A., «Vuelven las grandes fusiones y en lo que va de año superan a las de 2007», *El Economista*, 6 de mayo de 2014.